

# Wartość godziwa w sprawozdawczości funduszy inwestycyjnych w Polsce – dylematy i wyzwania

---

BOGUSŁAW BŁAWAT

ORCID: 0000-0002-1145-4441

LECHOSŁAW GMURKOWSKI

MARCIN PĘKSYK

ORCID: 0009-0003-1452-1771

KAROL ŚLEDZIK

ORCID: 0000-0003-1269-1358

## Wstęp

Artykuł przedstawia główne wyzwania związane z szacunkiem wartości godziwej w funduszach inwestycyjnych w Polsce oraz związane z tym procesem metody stosowane w praktyce rachunkowości, ze szczególnym uwzględnieniem standardów międzynarodowych i najlepszych praktyk branżowych. Kluczowe wnioski na temat procesów wyceny do wartości godziwej w funduszach inwestycyjnych zostaną zaprezentowane na podstawie przeglądu literatury oraz studiów przypadków z kontroli Polskiej Agencji Nadzoru Audytowego.

Szacowanie wartości godziwej stanowi jeden z kluczowych aspektów sprawozdawczości finansowej funduszy inwestycyjnych. Zgodnie z międzynarodowymi standardami rachunkowości wartość godziwa odzwierciedla cenę, jaką można uzyskać za dany składnik aktywów lub jaką należałoby zapłacić za jego przeniesienie w ramach transakcji rynkowej pomiędzy uczestnikami rynku w dniu wyceny (IASB, 2022). Dokładność i rzetelność tego procesu mają kluczowe znaczenie dla transparentności informacji finansowych, co wpływa na decyzje inwestorów oraz na stabilność rynku finansowego.

Proces szacowania wartości godziwej jest szczególnie istotny w przypadku funduszy inwestycyjnych, które zarządzają różnorodnymi portfelami aktywów o zróżnicowanym poziomie płynności i ryzyka. W praktyce oznacza to konieczność stosowania zaawansowanych metod wyceny, które uwzględniają zarówno dane rynkowe, jak i modele wyceny (Hońko, 2012; Stępień, 2010). Wycena aktywów płynnych, takich jak akcje czy obligacje, opiera się głównie na danych rynkowych, które dostarczają bieżących i obiektywnych informacji o ich wartości. Jednakże w przypadku aktywów

mniej płynnych lub nierynkowych, takich jak nieruchomości, instrumenty pochodne czy udziały w spółkach niepublicznych, proces ten wymaga zastosowania bardziej złożonych modeli wyceny, takich jak metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) czy wyceny metodą porównawczą (Lev, 2016).

W procesie wyceny fundusze inwestycyjne często muszą mierzyć się z wyzwaniami związanymi z brakiem pełnych i wiarygodnych danych, co wpływa na precyzję szacunków. W takich przypadkach konieczne jest przyjęcie założeń opartych na analizie eksperckiej oraz modelach statystycznych, które umożliwiają oszacowanie wartości aktywów. Wyjątkowo trudne są sytuacje, w których dochodzi do gwałtownych zmian rynkowych, takich jak np. globalne pandemic, konflikty zbrojne czy kryzysy finansowe, które znacząco wpływają na dostępność danych i stabilność modeli wyceny (Pęksyk et al., 2023).

Rola wartości godziwej w sprawozdawczości finansowej nabiera szczególnego znaczenia w kontekście międzynarodowych regulacji, takich jak:

1. Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej (IFRS) – IFRS 13, który definiuje wartość godziwą i określa zasady jej wyceny oraz ujawniania w sprawozdaniach finansowych, wprowadza hierarchię danych wejściowych (trzy poziomy) używanych do ustalania wartości godziwej;
2. Dyrektywa UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) – ta regulacja unijna, której celem jest harmonizacja zasad funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w Europie, wymaga, aby aktywa funduszu były wyceniane rzetelnie i transparentnie, a dla aktywów nierynkowych (np. nieruchomości, długoterminowych inwestycji kapitałowych) nakazuje stosowanie metod zgodnych z wartością godziwą;
3. MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive II) – wprowadza standardy dotyczące przejrzystości i rzetelności w wycenie instrumentów finansowych, nakłada na zarządzających funduszami obowiązek ujawniania szczegółów dotyczących metod wyceny aktywów oraz ich ryzyka;
4. AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive) – reguluje zarządzanie alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi w Europie (np. fundusze hedgingowe, nieruchomościowe), nakazuje stosowanie niezależnych procesów wyceny w celu ustalenia wartości aktywów funduszu, zgodnie z zasadą wartości godziwej;
5. IVS (International Valuation Standards) – standardy opracowane przez International Valuation Standards Council (IVSC), określają zasady wyceny aktywów finansowych, nieruchomości, instrumentów pochodnych i innych składników majątku w kontekście wartości godziwej oraz innych standardów wartości;

6. Regulacja SEC i FASB – amerykańskie wytyczne dotyczące ustalania wartości godziwej (ASC 820 – US GAAP), tożsame z IFRS 13 (Deloitte, 2026) – fundusze inwestycyjne działające w USA muszą przestrzegać standardów wyceny opracowanych przez Financial Accounting Standards Board (FASB) oraz regulacji Securities and Exchange Commission (SEC);
7. Global Investment Performance Standards (GIPS) – międzynarodowe standardy opracowane przez CFA Institute, wyznaczają zasady wyceny aktywów w funduszach inwestycyjnych, szczególnie w kontekście prezentacji wyników inwestycyjnych, zawierają wytyczne dotyczące stosowania wartości godziwej i standardów porównawczych w wycenie.

W kontekście przytoczonych powyżej regulacji międzynarodowych można stwierdzić, że regulatorzy rynkowi wymagają, aby fundusze stosowały odpowiednie procedury wyceny, które minimalizują ryzyko błędnych oszacowań oraz manipulacji wartością aktywów (Barth, 1994; Damodaran, 2012; Romano 1998; Zyla, 2020).

## 1. Metodyka przeprowadzonego badania

Celem niniejszego opracowania jest dokonanie oceny wykonywanych czynności i procedur przy szacowaniu wartości godziwej w sprawozdawczości funduszy inwestycyjnych w Polsce. Podejście badawcze w niniejszym artykule opierało się na wieloaspektowej analizie literatury, przepisów, standardów rachunkowości oraz dokumentacji z kontroli PANA (w zakresie praktyk stosowanych w procesie szacowania wartości godziwej funduszy inwestycyjnych w Polsce). Badanie przebiegało w następujących etapach:

**Etap 1 – Analiza dokumentacji kontrolnej, regulacyjnej i sprawozdawczej** (Flick, 2022). W tym etapie został przeprowadzony szczegółowy przegląd dokumentacji z kontroli PANA. Analiza obejmowała między innymi:

- 1) akta badania sprawozdań finansowych funduszy inwestycyjnych,
- 2) wytyczne i zalecenia dotyczące wyceny wartości godziwej,
- 3) dokumentację metodologiczną i standardy rachunkowości stosowane w funduszach inwestycyjnych.

**Etap 2 – Identyfikacja problemów i dylematów** (Kuckartz, 2014). Drugi etap badań wiązał się z systematycznym rozpoznaniem udokumentowanych trudności i niejednoznaczności związanych z praktykami szacunków wartości godziwej w sprawozdawczości i audycie sprawozdań finansowych funduszy inwestycyjnych. Przeanalizowane zostały rozbieżności w stosowanych podejściach oraz zgodność z regulacjami krajowymi i międzynarodowymi (m.in. KSB – Krajowe Standardy Badania, MSSF – Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej).

**Etap 3 – Wywiady eksperckie** (Mezmir, 2020). Uzupełnieniem analizy dokumentów były wywiady z ekspertami i kontrolerami PANA zaangażowanymi w proces kontroli badań sprawozdań finansowych funduszy inwestycyjnych. Wywiady miały na celu pogłębienie wiedzy na temat stosowanych w tych funduszach metod wyceny, wyzwań praktycznych oraz stosowanych praktyk.

**Etap 4 – Analiza porównawcza** (Yin, 2018). W tym etapie podejścia stosowane w Polsce zostały porównane z praktykami międzynarodowymi w zakresie wyceny wartości godziwej. Porównanie dotyczyło różnic w standardach, procedurach oraz interpretacji regulacji.

## 2. Wyniki przeprowadzonego badania

W wyniku zastosowanej metodyki badania zostało wyselekcjonowanych pięć grup problemów związanych z szacowaniem wartości godziwej w procesie badania sprawozdań finansowych funduszy inwestycyjnych. Każdy z poszczególnych problemów i dylematów został opisany poniżej.

### 2.1 Podstawa szacowania wartości godziwej w sprawozdawczości funduszy inwestycyjnych

W przypadku szacowania wartości godziwej składników aktywów funduszy inwestycyjnych uzyskany wynik powinien być tożsamy, niezależnie od tego czy w dokumentacji z wyceny powoływano się na Ustawę o rachunkowości (u.o.r.), MSSF lub MSR, czy też przepisy szczególne (rozporządzenia) dotyczące zasad rachunkowości oraz wycen instrumentów finansowych. Badanie wykazało, że w dokumentacji z badań powoływano się na otrzymane oferty kupna aktywów funduszy inwestycyjnych lub nawet na zawarte już transakcje kupna/sprzedaży aktywów funduszu inwestycyjnego, jako na przesłankę do odstąpienia od wykonania raportu z wyceny do wartości godziwej.

Z przeprowadzonych wywiadów wynika, że niektórzy biegli rewidenci (BR) nie są skłonni do stosowania podręczników, czy też przewodników opartych na najlepszych praktykach szacowania wartości godziwej w środowisku MSSF/MSR (Fundacja Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej, 2013) czy USGAAP (American Institute of Certified Public Accountants, 2019) w procesie weryfikacji szacunków. Warto zaznaczyć, że w opracowaniu The International Private Equity and Venture Capital Valuation Board (2022) podkreślone zostało, że wcześniej wspomniane publikacje są zgodne zarówno z MSSF/MSR jak i US GAAP w zakresie szacowania wartości godziwej. Zważywszy na to, że wartość godziwa była jednym z pierwszych opracowanych wspólnie zagadnień w ramach projektu konwergencji MSSF/MSR i USGAAP (Deloitte, b.d.), zaobserwowana „niechęć” do stosowania przez BR dobrze opracowanych, praktycznych, materiałów może generować ryzyka w jakości przeprowadzonych badań sprawozdań finansowych. Wpływ praktyki wyceny do wartości godziwej, zwłaszcza w odniesieniu do instrumentów nienotowanych, podnoszony był od początku prac nad obowiązującymi standardami. Carroll i in. (2003) porównując wycenę do wartości godziwej z rachunkowością kosztów historycznych w odniesieniu do zamkniętych funduszy inwestycyjnych doszli do przekonania, że skuteczność tej pierwszej metody zależy będzie nie tyle od dostępności danych rynkowych dla całości instrumentów (czego nie można zagwarantować), ile od kompleksowej implementacji rekomendowanych praktyk.

Szczególnej uwagi wymaga kwestia niedopasowania danych w modelach pod względem waluty oraz dobór spółek porównawczych do modelu wyceny. Agarwal i współautorzy w publikacji „Private company valuations by mutual funds” z 2023 roku

wskazują na rolę jakości dostępnej informacji o wycenianym podmiocie i skutkującą różnicą w uzyskanych wartościach wyceny. Fundusze mające większy udział w pierwszej rundzie finansowania danego podmiotu w swoich dalszych wycenach bardziej polegają na dostępnych im prywatnych informacjach. Fundusze opierające swoją wycenę bardziej o wybrane dane rynkowe traktowane jako próba porównawcza dochodzą mogą do innych rezultatów w wycenie. Skutki tego widać na poziomie skumulowanych nadzwyczajnych stóp zwrotu (Cumulative Abnormal Returns, CAR). Fundusze o większym dostępie do prywatnej informacji częściej aktualizują swoją wycenę, co powoduje, że przy kolejnych rundach finansowania nie obserwuje się nadzwyczajnego wzrostu lub spadku wartości wyceny danego portfela. Inaczej w przypadku funduszy polegających na danych porównawczych, gdzie zauważyć można skokową zmianę wartości portfela. Podkreślić zatem należy rolę jakości danych porównawczych i przyjętych założeń do modelu wyceny. Istotny jest dobór spółek porównawczych, ich zgodności sektorowej, wielkości i pozycji rynkowej. W analizowanych w trakcie kontroli wycenach dobór tej populacji wskazywał na szereg trudności. Tożsamość sektorowa widziana przez filtr klasyfikacji statystycznej nie zapewniała zawsze tożsamości widzianej przez główne źródła przychodu. Zatem skala działalności podmiotów przyjętych do porównania, czy wartość emitowanych przez nie papierów dłużnych, wielokrotnie przewyższała wartości obserwowane w wycenianych podmiotach. Stosowanie metod porównawczych do wyceny stosunkowo niewielkich spółek z ograniczoną odpowiedzialnością, działających w Polsce na podstawie danych pochodzących od „gigantów” rynku amerykańskiego czy azjatyckiego niekoniecznie jest dobrym rozwiązaniem.

Kolejny aspekt dotyczy instrumentów finansowych. Dla rynku polskiego brakuje empirycznych i teoretycznych badań koncentrujących się na wpływie niedopasowania cech emitentów pochodzących z różnych rynków na wycenę ich instrumentów, zwłaszcza instrumentów dłużnych. Badania dostępne dla innych rynków wskazują, że występować mogą znaczne różnice w spreadzie kredytowym w obrębie tego samego poziomu inwestycyjnego danego instrumentu mierzonego jego ratingiem w zależności od kraju emitenta. Dla przykładu, Berg (2022) analizując przyczyny różnicy w spreadzie kredytowym pomiędzy obligacjami o wysokiej stopie zwrotu pochodzącymi ze strefy Euro, a obligacjami emitowanymi w krajach nordyckich doszedł do konkluzji, że tylko 50 proc. wariacji w wycenie przypisać można wprost wynikom działania modelu strukturalnego (w tym przypadku modelu Mertona). Druga połowa wariacji brała się z niedopasowania danych porównywanych emisji i warunków rynkowych. Dla naszej analizy wypływa z tego bardzo ważny wniosek, że opieranie wyceny obligacji o spready kredytowe instrumentów przyjętych jako porównywalne, ale pochodzące z innych rynków może być obciążone dużą niepewnością co do poprawności tak otrzymanych wyników.

## **2.2 Wartość godziwa a wartość likwidacyjna jednostki**

Sprawozdania finansowe są zazwyczaj sporządzane przy założeniu, że jednostka sprawozdawcza jest przedsiębiorstwem kontynuującym działalność i będzie kontynuować działalność w przewidywalnej przyszłości. Dlatego przyjmuje się, że jednostka nie ma zamiaru ani potrzeby wejścia w stan likwidacji lub zaprzestania działalności. Jeśli istnieje taki zamiar lub potrzeba, sprawozdania finansowe mogą być sporządzane na innej podstawie. Jednakże w przypadku funduszy inwestycyjnych, które mają obowiązek raportować w wartości godziwej wydaje się, że jedynym rozsądnym rozwiązaniem w przypadku zaprzestania działalności gospodarczej będzie dokonanie odpisu aktywów do ich wartości godziwej pomniejszonej o koszty ich zbycia (Grant Thornton International Ltd., 2017). Wtedy jednostka tak mierzy swoje aktywa, aby odzwierciedlić kwotę gotówki lub innego wynagrodzenia, które spodziewa się uzyskać w ramach rozliczenia lub zbycia tych aktywów w ramach realizacji swojego planu likwidacji. Należy jednak mieć na uwadze, że w niektórych przypadkach wartość godziwa może nie różnić się od kwoty, którą jednostka spodziewa się uzyskać (KPMG, 2025).

Podstawowym dylematem w poruszonym powyżej aspekcie jest pytanie: czy w sytuacji wartości likwidacyjnej funduszu inwestycyjnego w ogóle można mówić o możliwości oszacowania wartości godziwej? Problematyczny jest tutaj warunek dotyczący „uporządkowanej” transakcji pomiędzy uczestnikami rynku, a nie niejako „wymuszonej” transakcji. Można zaryzykować stwierdzenie, że wartość likwidacyjna co do zasady nie jest wartością godziwą, jednak jeżeli likwidacja jest jedynym możliwym, a do tego racjonalnym scenariuszem ekonomicznym dla funduszu inwestycyjnego, to zmianie ulega kontekst wyceny, a nie tylko sam cel wyceny.

Kluczowym przykładem dylematu w opisywanym powyżej przypadku będzie wyznaczenie granicy pomiędzy „uporządkowaną” sprzedażą a „wymuszoną” sprzedażą aktywów funduszu. Jeżeli fundusz będzie miał możliwość identyfikacji, że: istnieje rynek, możliwe jest rozłożenie sprzedaży w czasie oraz nie ma presji natychmiastowej sprzedaży, można wtedy zakładać, że otrzymana wartość będzie wartością godziwą. Jeżeli natomiast aktywa nie są płynne, konieczna jest natychmiastowa sprzedaż i brak jest alternatywy, to wycena wartości likwidacyjnej funduszu nie spełnia definicji wartości godziwej.

## **2.3 Price of Recent Investment (PORI)**

W roku 2018 koncepcja PORI została usunięta z listy technik wyceny w podejściu rynkowym, zawartych w IPEVG (IPEV, 2018, s. 67), gwarantujących oszacowanie wartości godziwej, ponieważ zaobserwowano, że w celu rozpoznania wartości godziwej błędnie interpretowano (a niekiedy niewłaściwie stosowano) PORI, a następnie rezygnowano z ustalania „wartości godziwej” w kolejnych datach wykonywania szacunków. Cena ostatniej inwestycji lub transakcji jest dobrym

punktem wyjścia, należy jednak wziąć pod uwagę fakty i okoliczności, jakie miały miejsce od daty PORI do daty wyceny, a także możliwą zmianę kondycji finansowej wycenianego waloru. Upływ czasu między datą transakcji a datą wyceny zmniejsza trafność i wiarygodność ostatniej transakcji w zakresie pomiaru wartości godziwej instrumentu na datę wyceny. Wartość kapitału własnego jednostki wynikająca z ostatniej transakcji instrumentami spółki, w które dokonano inwestycji, zgodnie z najlepszymi praktykami służy do kalibracji danych wejściowych stosowanych przy pozostałych metodykach wyceny. Bierze ona pod uwagę ostatnie transakcje w poszukiwaniu informacji o korzyściach wynikających z kontroli, jak i oczekiwanym zwrocie, jakiego mogą oczekiwać inwestorzy, biorąc pod uwagę brak płynności danej pozycji. Na każdą datę wyceny wyceniający powinien ocenić, czy zmiany lub zdarzenia następujące po danej (ostatniej) transakcji będą oznaczać zmianę wartości godziwej inwestycji. Ceny z ostatniej transakcji (ostatniej inwestycji) nie należy uważać za samodzielną technikę wyceny. Takie stanowisko znajdziemy w głównych zbiorach dobrych praktyk.

#### **2.4 Metoda skorygowanych aktywów netto a wartość godziwa**

W przypadku wycen metodą skorygowanych aktywów netto zdarza się, że wyceniający stosują różne standardy wartości dla poszczególnych składników zarówno aktywów jak i pasywów, oczekując, że wynikiem będzie wartość godziwa kapitałów własnych przedmiotu wyceny. Jest to możliwe, ale tylko w takiej sytuacji, kiedy rolą wyceniającego jest wykazanie, że np. uwzględniony w wycenie metodą skorygowanych aktywów netto operat szacunkowy wykazujący wartość rynkową nieruchomości spełnia wymogi stawiane wobec szacunków wartości godziwej, czyli że wyniki są tożsame. Dokonana podczas niniejszego badania analiza dokumentacji kontrolnej nie wykazała takiego przypadku. Nie wykazała również dokumentacji raportów z wyceny metodą skorygowanych aktywów netto uwzględniających przeszacowanie ujawnionych i nieujawnionych składników pasywów. Często wyceniający przyjmują, że ujawnione i nieujawnione składniki pasywów wykazane zostały w bilansie w wartościach godziwych, co wielokrotnie nie znajduje potwierdzenia w dokumentacji badania. Warto zwrócić uwagę, że metoda skorygowanych aktywów netto polega na ustaleniu wartości godziwej instrumentów kapitałowych jednostki, w której dokonano inwestycji poprzez odniesienie do wartości godziwej jej aktywów i zobowiązań (ujmowanych i nieujmowanych) (Fundacja Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej, 2013). Metoda skorygowanych aktywów netto jest stosunkowo często stosowana w funduszach inwestycyjnych z uwagi na fakt, że metoda ta lepiej oddaje strukturę portfela funduszu, który nie jest klasycznym przedsiębiorstwem operacyjnym, a jego celem jest utrzymywanie, zbywanie i nabywanie aktywów. Fundamentalnym problemem przy stosowaniu metody skorygowanych aktywów netto w funduszach inwestycyjnych do oszacowania wartości godziwej jest fakt, że może się uwidocznić „kaskadowe” ryzyko polegające na tym, iż np.: jeżeli nieruchomości wyceniane są subiektywnie, a udziały w spółkach są na poziomie trzecim wartości godziwej, to błąd jednej wyceny powoduje błąd całej wartości aktywów

netto. Kluczowe w tym obszarze będą chociażby: założenia do wyceny nieruchomości, dyskonto z tytułu płynności czy też aktualność danych porównawczych.

Biorąc pod uwagę MSSF13, który de facto nie narzuca metody skorygowanych aktywów netto do wyceny pozycji bilansowych w funduszach inwestycyjnych należy pamiętać o konieczności uwzględnienia perspektywy uczestnika rynku, obserwowalnych danych rynkowych, rynkowej ceny wyjścia czy też konieczności najlepszego wykorzystania aktywa. Tu pojawia się dylemat, czy przypadkiem metoda skorygowanych aktywów netto prawidłowo odzwierciedla cenę wyjścia, czy może jednak tylko „wewnętrzna” wycenę portfela funduszu inwestycyjnego.

## **2.5 Aktywny rynek a wycena do wartości godziwej inwestycji w tytuły uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania lub certyfikaty inwestycyjne funduszy inwestycyjnych**

Niekiedy problematyczne staje się, gdy jednostka, która nabyła tytuł uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania lub certyfikaty inwestycyjne funduszy inwestycyjnych musi wycenić je do wartości godziwej, a nie istnieje aktywny rynek tych instrumentów. Problem dotyczy również biegłych rewidentów, którzy muszą zbadać poprawność wyceny do wartości godziwej tych instrumentów w okolicznościach braku lub ograniczonego dostępu do wycen aktywów, będących podstawą do wyliczenia wartości aktywów netto, przypadającej na jeden tytuł uczestnictwa lub certyfikat inwestycyjny.

## **Polskie standardy rachunkowości**

Jeżeli instrumenty finansowe, o których mowa w poprzednim akapicie, będą ujęte w bilansie jednostki sporządzającej sprawozdanie finansowe wg polskich standardów rachunkowości, zastosowanie będzie miało Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 17 listopada 2024 r. w sprawie uznawania i metod wyceny oraz ujawniania i prezentacji instrumentów finansowych (Dz.U.2024 poz. 1750), zwane dalej „rozporządzeniem IF”. Klasyfikacja tego typu instrumentów finansowych na podstawie par. 4 tego rozporządzenia do kategorii aktywów finansowych przeznaczonych do obrotu spowoduje konieczność ich wyceny na podstawie par. 13 tego rozporządzenia w wiarygodnie ustalonej wartości godziwej. Zgodnie z par. 14 p.1 rozporządzenia IF za wiarygodnie oszacowaną wartość godziwą uznaje się:

- 1) cenę rynkową z aktywnego rynku identycznych instrumentów finansowych (poziom pierwszy hierarchii wartości godziwej). W przypadku występowania więcej niż jednego aktywnego rynku instrumentów finansowych jednostka ustala najkorzystniejszy rynek, w którym zawarłaby w normalnych warunkach transakcję sprzedaży składnika aktywów lub przeniesienia zobowiązania i stosuje cenę pochodzącą z tego rynku;

- 2) wartość otrzymaną przy zastosowaniu modelu wyceny, w którym znaczące dane wejściowe są obserwowalne w sposób bezpośredni lub pośredni (poziom drugi hierarchii wartości godziwej) – w przypadku braku ceny, o której mowa w pkt 1;
- 3) wartość godziwą ustaloną za pomocą modelu wyceny opartego o dane nieobserwowalne (poziom trzeci hierarchii wartości godziwej) – w przypadku braku ceny lub wartości, o których mowa w pkt 1 i 2.

Zgodnie z par. 14 p. 3 rozporządzenia IF, w odniesieniu do wyceny inwestycji w tytuły uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania lub certyfikaty inwestycyjne funduszy inwestycyjnych, w przypadku braku aktywnego rynku, za wartość godziwą inwestycji uznaje się ostatnią wartość aktywów netto przypadającą na tytuł uczestnictwa lub certyfikat inwestycyjny, ogłaszaną przez instytucję wspólnego inwestowania lub fundusz inwestycyjny, o ile od momentu jej ogłoszenia nie minęło więcej niż 31 dni.

Należy jednak zwrócić uwagę na bardzo istotne postanowienia par. 14 p. 4, zgodnie z którym, w przypadku zawieszenia wyceny lub braku publikacji wyceny zgodnie z obowiązującymi przepisami prawa lub gdy występują **ograniczenia lub zawieszenia odkupu lub wykupu** tytułów uczestnictwa instytucji wspólnego inwestowania lub certyfikatów inwestycyjnych funduszy inwestycyjnych po cenie wskazanej w ust. 3, lub nie jest możliwe ustalenie wartości godziwej zgodnie z ust. 1-3, należy oszacować wartość godziwą inwestycji w tytuły uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania lub certyfikaty inwestycyjne funduszy inwestycyjnych na dzień bilansowy lub inny dzień, na który jest ustalana wartość godziwa inwestycji, stosując wycenę za pomocą modelu. Stosując model wyceny, należy uwzględnić skład portfela aktywów funduszu inwestycyjnego i jego zobowiązania oraz potencjalną utratę wartości.

Inwestorzy posiadający w księgach tytuły uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania lub certyfikaty inwestycyjne funduszy inwestycyjnych często za wartość godziwą tych instrumentów przyjmują wartość wyceny na dany dzień ogłoszoną przez podmiot odpowiedzialny za zarządzanie wspólnym majątkiem i jego wycenę (np. towarzystwo funduszy inwestycyjnych).

Sam fakt ogłoszenia wyceny aktywów netto funduszu inwestycyjnego przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych, które zarządza danym funduszem, nie przesądza, że spełnione są warunki do uznania tej wyceny za wartość godziwą. W szczególności należy przeanalizować czy występują ograniczenia lub zawieszenia odkupu lub wykupu tytułów uczestnictwa instytucji wspólnego inwestowania lub certyfikatów inwestycyjnych funduszy inwestycyjnych po ogłoszonej cenie. Niezbędna do tego jest analiza statutu danego funduszu inwestycyjnego oraz warunków nakładanych na inwestorów przy wykupie i odkupie, przykładowo:

- w jaki sposób zdefiniowano dzień odkupienia;

- czy termin odkupienia nie jest rozdzielony i stosunkowo oddalony (np. 180 dni) od dnia zgłoszenia żądania odkupienia;
- czy cena odkupienia jest równa cenie ogłoszonej na dzień zgłoszenia żądania lub cenie bliskiej temu dniu, rozdzielenie i oddalenie dnia wykupu od dnia wyceny powoduje, że uczestnik/inwestor nie wie po jakiej cenie nastąpi wykup;
- czy fundusz dokonuje odkupienia w określonej kolejności zgłoszeń;
- czy wykup może następować w ratach;
- czy możliwe i prawdopodobne jest (np. na podstawie historycznych żądań wykupu) wystąpienie istotnej redukcji odkupu (np. w przypadku mało płynnych aktywów).

Wystąpienie powyższych przykładowych okoliczności lub ich kombinacji wydaje się być ograniczeniem, które może spowodować, że wartość godziwa inwestycji będzie musiała być ustalona przy zastosowaniu modelu zgodnie z 14 p. 4 rozporządzenia IF.

### **Szczególne zasady rachunkowości dla funduszy inwestycyjnych**

Jeżeli nabywcą tytułów uczestnictwa instytucji wspólnego inwestowania lub certyfikatów inwestycyjnych funduszy inwestycyjnych jest fundusz inwestycyjny, to do wyceny jego aktywów będzie miało zastosowanie Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 24 grudnia 2007 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych (Dz.U.2007 nr 249 poz.1859 z późn. zm.), zwane dalej „rozporządzeniem FI”. Zgodnie z par. 23 ust. 2 tego rozporządzenia, co do zasady aktywa i zobowiązania funduszu wycenia się według wiarygodnie oszacowanej wartości godziwej, natomiast zgodnie z par. 24 ust. 1 za wiarygodnie oszacowaną wartość godziwą składnika lokat uznaje się:

- 1) cenę z aktywnego rynku (poziom pierwszy hierarchii wartości godziwej);
- 2) w przypadku braku ceny, o której mowa w pkt 1, cenę otrzymaną przy zastosowaniu modelu wyceny, gdzie wszystkie znaczące dane wejściowe są obserwowalne w sposób bezpośredni lub pośredni (poziom drugi hierarchii wartości godziwej);
- 3) w przypadku braku ceny, o której mowa w pkt 1 i 2, wartość godziwą ustaloną za pomocą modelu wyceny opartego o dane nieobserwowalne (poziom trzeci hierarchii wartości godziwej).

Przyjęcie za wartość godziwą inwestycji ostatniej wartości aktywów netto, przypadającej na tytuł uczestnictwa lub certyfikat inwestycyjny, ogłoszonej przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych będzie równoznaczne z założeniem, że cena ta pochodzi z aktywnego rynku (poziom 1 hierarchii wartości godziwej). Aktywny rynek to zgodnie z par. 2 pkt 19 rozporządzenia FI rynek, na którym transakcje

dotyczące danego składnika aktywów lub zobowiązania odbywają się z dostateczną częstotliwością i mają dostateczny wolumen, aby dostarczać bieżących informacji na temat cen tego składnika aktywów lub zobowiązania, w tym rynki giełdowe, rynki pośredników, rynki brokerskie i rynki transakcji bezpośrednich, które cechują się taką częstotliwością i wolumenem. Biegli rewidenci badający sprawozdania finansowe funduszy inwestycyjnych powinni upewnić się, że dla tytułów uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych (będących składnikiem lokat) istnieje aktywny rynek, jeżeli zamierzają oprzeć swoje wnioski co do prawidłowości wyceny do wartości godziwej wyłącznie na podstawie wycen ogłaszanych przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych.

### **Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej (MSSF)**

Zgodnie z par. 72 MSSF 13 (Ustalanie wartości godziwej) w celu zwiększenia spójności i porównywalności pomiarów wartości godziwej i powiązanych ujawnianych informacji ustanowiono hierarchię wartości godziwej, która klasyfikuje na trzech poziomach (zob. paragrafy 76-90) dane wejściowe dla technik wyceny stosowanych do ustalania wartości godziwej. W hierarchii wartości godziwej najwyższy priorytet nadano cenom notowanym (nieskorygowanym) na aktywnych rynkach za identyczne aktywa lub zobowiązania (dane wejściowe na poziomie 1), zaś najniższy priorytet – nieobserwowalnym danym wejściowym (dane wejściowe na poziomie 3).

W przypadku instrumentów finansowych wycenianych do wartości godziwej, takich jak tytuły uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne, analiza zapisów MSSF 13 prowadzi do wniosku, że zastosowanie odczytu wyceny aktywów netto ogłoszonej przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych (dalej TFI) jako techniki wyceny do wartości godziwej jest de facto techniką wyceny zastrzeżoną dla poziomu pierwszego hierarchii wartości godziwej. Zgodnie z par. 76 MSSF 13 dane wejściowe na poziomie pierwszym są cenami notowanymi (nieskorygowanymi) na aktywnych rynkach za identyczne aktywa lub zobowiązania, do których jednostka ma dostęp w dniu wyceny. Zatem przyjmowanie cen ogłoszonych przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych (z perspektywy składników lokat) jako wartości godziwych, wymaga przyjęcia założenia i udowodnienia, że rynek ustanowiony przez TFI jest rynkiem aktywnym, tj. rynkiem, na którym transakcje dotyczące składnika aktywów lub zobowiązania odbywają się z dostateczną częstotliwością i mają dostateczny wolumen, aby dostarczać w sposób ciągły informacji na temat cen. Niewątpliwie do oceny aktywności rynku niezbędna jest weryfikacja:

- czy w ogóle występują (a jeżeli tak to w jakim wolumenie i czy w okolicach daty bilansowej) transakcje subskrypcji i odkupu tytułów uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych;
- czy istnieje rynek wtórny (tj. dla transakcji, w których nie uczestniczy TFI) – czy poziomy cen można zaobserwować i czy różnią się one od ogłoszonej wyceny;

- czy występują dylematy dotyczące ograniczeń odkupu lub wykupu tytułów uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych.

W przypadku dojścia do wniosku, że brak jest aktywnego rynku dla ogłoszonej wyceny aktywów netto, konieczne jest udowodnienie, że ogłoszona wycena wykonana została zgodnie z zasadami MSSF 13, aby można było uznać ją za wycenę do wartości godziwej (np. czy zastosowano perspektywę uczestnika rynku w założeniach dotyczących oceny ryzyka).

## Wnioski

Wyniki przeprowadzonego badania wskazują, że pomimo istnienia rozbudowanych regulacji krajowych i międzynarodowych, proces szacowania wartości godziwej w funduszach inwestycyjnych pozostaje w znacznym stopniu obszarem opartym na subiektywnych założeniach i zawodowym osądzie. Subiektywność ta sama w sobie nie stanowi wady, o ile jest odpowiednio uzasadniona, udokumentowana oraz osadzona w perspektywie uczestnika rynku. Praktyka pokazuje jednak, że właśnie w tych obszarach występują najczęściej istotne nieprawidłowości.

W szczególności zaobserwowano, że w procesach wyceny oraz ich weryfikacji nadal występują problemy związane z:

- niedopasowaniem danych wejściowych w modelach wyceny, w tym w zakresie waluty, rynku odniesienia oraz horyzontu czasowego danych porównawczych;
- nieadekwatnym doбором spółek porównawczych, który nie uwzględnia w wystarczającym stopniu różnic w skali działalności, profilu ryzyka, strukturze finansowania oraz faktycznych źródłach generowania przychodów;
- nadużywaniem metody skorygowanych aktywów netto jako substytutu wyceny wartości godziwej kapitałów własnych, bez wykazania tożsamości standardów wartości dla poszczególnych składników aktywów i zobowiązań;
- niewłaściwym lub niekonsekwentnym określaniem poziomu ryzyka specyficznego, w szczególności w wycenach opartych na danych nieobserwowalnych (poziom 3 hierarchii wartości godziwej);
- ograniczonym stosowaniem zawodowego osądu biegłego rewidenta, polegającym na nadmiernym poleganiu na formalnej poprawności dokumentacji wyceny, bez pogłębionej analizy ekonomicznej przyjętych założeń i ich zgodności z perspektywą uczestnika rynku;
- przyjmowaniem wycen aktywów netto ogłaszanych przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych z założenia jako wartość godziwa w sytuacjach braku istnienia aktywnego rynku dotyczącego danego instrumentu finansowego.

Istotnym wnioskiem płynącym z badania jest również stwierdzenie, że w praktyce rynkowej wciąż obserwuje się tendencję do upraszczania procesu wyceny wartości godziwej poprzez odwoływanie się do rozwiązań, które nie spełniają definicyjnych

kryteriów wartości godziwej, takich jak cena ostatniej transakcji (PORI), czy mechaniczne przyjmowanie wartości aktywów netto publikowanej przez TFI jako ceny z aktywnego rynku. Takie podejście może prowadzić do nieuprawnionego przypisywania wycen do poziomu pierwszego hierarchii wartości godziwej, mimo braku spełnienia przesłanek istnienia aktywnego rynku w rozumieniu MSSF 13 oraz krajowych regulacji rachunkowości.

Ponadto analiza problemu relacji pomiędzy wartością godziwą a wartością likwidacyjną funduszu inwestycyjnego wskazuje, że w sytuacjach skrajnych, takich jak zaprzestanie działalności lub istotne ograniczenia płynności, kontekst wyceny ulega zasadniczej zmianie. W takich przypadkach kluczowe znaczenie ma rozróżnienie pomiędzy uporządkowaną a wymuszoną sprzedażą aktywów. Brak jednoznacznych kryteriów oceny tej granicy w praktyce funduszy inwestycyjnych generuje dodatkowe ryzyko zniekształcenia informacji finansowej oraz utrudnia porównywalność sprawozdań finansowych.

Ograniczeniem niniejszego badania jest jego oparcie na analizie dokumentacji kontrolnej, dotyczącej wybranej części populacji funduszy inwestycyjnych oraz określonego horyzontu czasowego. Niemniej jednak zidentyfikowane problemy mają charakter systemowy i mogą stanowić punkt wyjścia do dalszych badań empirycznych, w szczególności w zakresie wpływu jakości wycen wartości godziwej na decyzje inwestorów oraz na stabilność rynku funduszy inwestycyjnych w warunkach podwyższonej niepewności rynkowej.

## Literatura

- Agarwal, V., Barber, B., Cheng, S., Hameed, A., & Yasuda, A. (2023). Private company valuations by mutual funds. *Review of Finance*, 27 (2), 693–738.
- American Institute of Certified Public Accountants. (2019). *Accounting and Valuation Guide. Valuation of Portfolio Company Investments of Venture Capital and Private Equity Funds and Other Investment Companies*.
- Barth, M. E. (1994). Fair value accounting: Evidence from investment securities and the market valuation of banks. *Accounting Review*, 69 (1) 1–25.
- Berg, P. (2022). *Predicting the Credit Spread Difference Between Nordic and European High-Yield Bonds* (praca magisterska). Bodø: Nord Universitet.
- Carroll, T. J., Linsmeier, T. J., & Petroni, K. R. (2003). The reliability of fair value versus historical cost information: Evidence from closed-end mutual funds. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 18 (1), 1–24.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd ed.). John Wiley & Sons.
- Deloitte. (2026). IASB–FASB convergence. *IAS Plus*. – źródło internetowe: <https://www.iasplus.com/en/projects/completed/other/iasb-fasb-convergence>
- Flick, U. (2022). *An introduction to qualitative research* (6th ed.). SAGE Publications.
- Fundacja Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej. (2013). *Przykłady ilustrujące MSSF 13 – ustalenie wartości godziwej. Nienotowane instrumenty kapitałowe mieszczące się w zakresie MSSF 9 – instrumenty finansowe*.
- Grant Thornton International Ltd. (2017). *Preparing financial statements when the going concern basis is not appropriate*. IFRS Viewpoint.
- Hońko, S. (2012). Ustalanie wartości godziwej nieruchomości inwestycyjnych metodą dochodową na przykładzie sprawozdań finansowych Grupy kapitałowej GTC. W: H. Buk & A. Kostur (red.), *Za i przeciw wartości godziwej w rachunkowości*. Wydawnictwo UE w Katowicach.
- IASB. (2022). International Accounting Standards Board. *International Financial Reporting Standards (IFRS)*. <https://www.ifrs.org>.
- International Private Equity and Venture Capital Valuation Board. (2022). *International private equity and venture capital valuation guidelines*. IPEV.IPEV. (2018). *International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines*.
- KPMG. (2025). *Fair value measurement handbook*, KPMG IFRG Limited.
- Kuckartz, U. (2014). *Qualitative text analysis: A guide to methods, practice and using software*. SAGE Publications.
- Lev, B. (2016). *The end of accounting and the path forward for investors and managers*. John Wiley & Sons.
- Mezmir, E. A. (2020). Qualitative data analysis: An overview of data reduction, data display, and interpretation. *Research on humanities and social sciences*, 10 (21), 15–27.

- Pęksyk, M., Śledzik, K., Bławat, B. (2023). Koszt kapitału własnego w warunkach niepewności – na przykładzie rynku USA. *Rocznik Audytu i Rachunkowości*, 165–182.
- Romano, R. (1998). Empowering investors: a market approach to securities regulation. *The Yale Law Journal*, 107 (8), 2359–2430.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 17 listopada 2024 r. w sprawie uznawania i metod wyceny oraz ujawniania i prezentacji instrumentów finansowych (Dz. U. 2024 poz. 1750).
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 24 grudnia 2007 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych (Dz. U. Nr 249, poz. 1859 z późn. zm.).
- Rozporządzenie Ministra Finansów, Funduszy i Polityki Regionalnej z dnia 28 grudnia 2020 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych Dz.U. 2020 poz. 2436.
- Stępień, M. (2010). Paradoks funduszy inwestycyjnych zamkniętych. *Studia i Prace Kolegium Zarządzania SGH*, (97), 131–145.
- Yin, R. K. (2018). *Case study research and applications* (6th ed.). SAGE Publications.
- Zyla, M. L. (2020). *Fair value measurement: Practical guidance and implementation*. John Wiley & Sons.