

Problemy wyceny przedsiębiorstw prowadzonych w ramach jednoosobowej działalności gospodarczej w sądowych postępowaniach podziałowych

Zagadnienia związane z warsztatem wyceniającego

Porównanie typowego małego przedsiębiorstwa i start-up

	Typowe małe przedsiębiorstwo	Start - up
Cel funkcjonowania	Utrzymanie pozycji rynkowej, przetrwanie	Dynamiczny wzrost wartości
Model biznesowy	Sprawdzony	Niesprawdzony
Nacisk na uzyskanie efektu skali	Niekoniecznie	Duży nacisk na skalowalność
Przewaga dzięki technologii	Niekoniecznie	Pożądana, pozwala osiągać efekt skali (Nakłady inwestycyjne)
Czas funkcjonowania	Względnie długi; dostęp do danych historycznych	Krótki; dane historyczne nie są podstawą planowania
Stabilność przepływów	Względnie stabilne; oczekiwane zmiany wynikają ze zmian w otoczeniu	Duże oczekiwane zmiany w okresie planowania

Implikacje dla wyceny, cz. 1

	Typowe małe przedsiębiorstwo	Start - up
Metody dochodowe	Tak, możliwy wariant stabilnego wzrostu	Tak, modele wielofazowe, modele dedykowane
Metody opcyjne	Nie	Tak, szczególnie opcje zwiększające oczekiwane korzyści (call)
Metody porównawcze	Nie, ograniczony dostęp do porównywalnych transakcji	Tak, szczególnie w momencie wyjścia z inwestycji
Metody majątkowe	Tak	Tak, wariant odtworzenia

Implikacje dla wyceny, cz. 2

- Konieczność uzupełnienia informacji nie uwzględnianych w uproszczonej formie ewidencji zdarzeń gospodarczych
 - Uzupełnienie informacji o majątku i zobowiązaniach
 - Rozróżnienie pomiędzy dochodami za pracę właściciela i dochód z tytułu posiadania przedsiębiorstwa) i uwzględnienie w wycenie.
- Wysoki poziom ryzyka prowadzonej działalności skłania do korygowania wartości o ryzyko

Typowe błędy popełniane w wycenie typowego małego przedsiębiorstwa

- Nie uwzględnianie wynagrodzenia właściciela za pracę na rzecz małego przedsiębiorstwa w analizie jego dochodowości
- Brak korekty o aktywa i koszty „pozaoperacyjne”
- Niskie stopy dyskontowe
- Brak nakładów na odtworzenie majątku czy kapitał pracujący
- Niewielki wpływ lub brak wpływu analizy otoczenia bliższego i dalszego na wynik wyceny, podtrzymanie trendu z przeszłości.

Wynagrodzenie właścicieli za pracę świadczoną przez właścicieli na rzecz przedsiębiorstwa (sugestie)

- Prognoza dochodów powinna uwzględniać wynagrodzenie właściciela za niezbędną pracę wykonywaną na rzecz przedsiębiorstwa. W zależności od wielkości zatrudnienia powinno to być wynagrodzenie za stanowisko menedżerskie (przedsiębiorstwa wieloosobowe) lub niższego szczebla.
- Dopiero dochody skorygowane o wynagrodzenie za pracę na rzecz przedsiębiorstwa i stanowią podstawę kalkulacji dochodu z tytułu jego posiadania.
- W większości przypadków preferowaną formą zatrudnienia jest zatrudnienie na etat co oznacza uwzględnienie dodatkowych narzutów na wynagrodzenia. Odrzucam tym samym możliwość zarządzania firmą w ramach umów zleceń lub o dzieło.
- Źródłem informacji są popularne serwisy internetowe raportujące poziom wynagrodzeń wg: stanowisk, branż, położenia geograficznego itp.

Korekta wielkości przepływów oraz korekta stopy dyskontowej o poziom ryzyka

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1 + k + k_{\text{wielkość}} + k_{\text{prognozy}})^t}$$

(V- wartość przedsiębiorstwa,
CF – przepływy pieniężne, k –
stopa dyskontowa przed
korektą)

Premia za
wielkość
naliczana w
stopie
dyskontowej

Margines błędu prognoz
pokazany jako
dodatkowa premia w
stopie dyskontowej

Korekta stopy dyskontowej

- Daje podobny efekt jak korekta przepływów lub wartości ostatecznej, ponieważ zmniejsza wartość przedsiębiorstwa.
- Ze względu na występowanie efektu procentu składanego zwiększenie stopy dyskontowej w większym stopniu obarcza odległe przepływy (a zwłaszcza wartość rezydualną).
- „Premia za wielkość” często w zakresie 4 – 8 punktów procentowych wynika z obserwacji stóp zwrotu na rynku akcji. SBBI yearbooks, Morningstar
- „Premia za ryzyko prognoz” (lub np. korekta za czynniki specyficzne) często w zakresie 1 – 2 punktów procentowych wpisuje się w narrację o „skorygowanej o ryzyko wymaganej stopie zwrotu (stopie dyskontowej)”.

Korekta stopy dyskontowej – korekta współczynnika beta

- Korekty o ryzyko może przyjąć formę korekty współczynnika beta występującego w modelu CAPM:
 - Beta ogólna (total beta) mierząca ekspozycję na poziom ryzyka całkowitego
 - Sumbeta – uwzględnienie opóźnienia w reakcjach cenowych małych spółek
- Grodziński, Skoczylas, Słoński (2020) The Size Premium on Warsaw Stock Exchange – Sumbeta Approach
 - Zmienność stóp zwrotu portfeli spółek notowanych na GPW w Warszawie uszeregowanych względem wielkości malała wraz ze wzrostem kapitalizacji spółek.
 - Dla małych spółek (5 mln kapitalizacji i mniej) współczynnik beta wzrastał o 33% po uwzględnieniu opóźnienia w reakcjach cenowych.

Dziękuję za uwagę