

Jacek Welc

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

OCENA ZASADNOŚCI STOSOWANIA DYSKONTA Z TYTUŁU BRAKU PŁYNNOŚCI W WYCENACH POLSKICH SPÓLEK NIEPUBLICZNYCH

Streszczenie: Ryzyko płynności związane jest z instrumentami finansowymi, których obrót następuje na niewielkich rynkach charakteryzujących się trudnością zbycia aktywów po oczekiwanych cenach. Ryzyko to wiąże się w praktyce z koniecznością zaakceptowania cen sprzedaży niższych niż ceny sprzedaży podobnych aktywów notowanych na płynnych rynkach. Konieczność uwzględnienia ryzyka płynności stanowi istotny aspekt wyceny spółek niepublicznych. Z powodu wielu trudności z kwantyfikacją tego ryzyka większość analityków wykorzystuje pewne „reguły kciuka”, stosując dyskonto z tytułu niskiej płynności na arbitralnie przyjętym poziomie (zwykle w przedziale między 15 a 20%). Jednak w świetle polskich przepisów prawnych, regulujących transakcje dotyczące znaczących (przekraczających 10%, a w niektórych przypadkach nawet 5%) udziałów w polskich spółkach publicznych, wydaje się prawdopodobne, iż stosowanie dyskonta z tytułu niskiej płynności może powodować zaniżenie wyceny tych spółek niepublicznych.

Słowa kluczowe: wycena spółek, dyskonto z tytułu braku płynności, ustawa o ofercie

1. Wstęp

Zasady wyceny rynkowych wartości aktywów (zarówno finansowych, jak i rzeczowych) określają, iż na wartość aktywów wpływa nie tylko oczekiwany dochód z tytułu inwestycji, ale również ryzyko z nią związane. Jeden z istotnych elementów ryzyka stanowi ryzyko związane z płynnością inwestycji. Ryzyko płynności (*liquidity risk*, *marketability risk*) występuje w przypadku instrumentów finansowych o niewielkim rynku, które stosunkowo trudno jest sprzedać po spodziewanej cenie [1]. W praktyce ryzyko to wiąże się z koniecznością akceptacji niższej ceny sprzedaży aktywów na niepłynnym rynku w porównaniu z ceną, jaką mogłaby być uzyskana przy sprzedaży tego samego aktywów na płynnym rynku. Wydaje się, iż różnice w cenach aktywów na rynku płynnym oraz niepłynnym mogą być szczególnie wyraźne w przypadku instrumentów finansowych, takich jak akcje czy obligacje. Transakcje dotyczące akcji oraz obligacji, które nie są notowane na żadnym płynnym rynku papierów wartościowych, odbywają się zazwyczaj po cenach znacznie niższych od cen trans-

akcji instrumentów podobnych pod względem oczekiwanego dochodu oraz ryzyka (wszystkich rodzajów innych niż ryzyko płynności), notowanych na płynnych rynkach papierów wartościowych. Możliwość szybkiego zbycia akcji notowanej na rynku regulowanym spółki o dużym przeciętnym wolumenie obrotu jest zazwyczaj większa niż możliwość zbycia akcji (lub udziałów) spółki niepublicznej.

Konieczność uwzględnienia ryzyka płynności stanowi istotny element wyceny rynkowej wartości akcji oraz udziałów spółek niepublicznych. Wyceny te (przeprowadzane z wykorzystaniem zarówno metod opartych na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych, jak i metod porównawczych) są bowiem sporządzane na podstawie wielu parametrów pochodzących z rynku kapitałowego, takich jak mnożniki wyceny czy współczynniki beta. Sprawia to, iż wyceny rynkowych wartości spółek niepublicznych opierają się w znacznej mierze na danych spółek publicznych, co w świetle różnic poziomu ryzyka związanego z płynnością może prowadzić do zawyżenia wycen spółek niepublicznych. W związku z tym często stosowanym podejściem jest korekta wyceny spółki niepublicznej, uzyskanej na podstawie danych z płynnego rynku kapitałowego, o tzw. dyskonto z tytułu braku płynności (*illiquidity discount*). Ze względu jednak na trudność kwantyfikacji poziomu tego dyskonta adekwatnego dla danej spółki niepublicznej, w procesie wyceny przyjmuje się to dyskonto często na apriorycznym poziomie, zmniejszając np. wycenioną wartość o 20%. W opinii autora podejście takie nie ma uzasadnienia w świetle regulacji polskiego rynku kapitałowego, w których następstwem płynność inwestycji w znaczące (przekraczające 10%) pakiety akcji spółek publicznych jest w dużym stopniu ograniczona.

W artykule zostaną przedstawione wybrane wyniki przeprowadzonych w Stanach Zjednoczonych badań empirycznych dotyczących dyskonta z tytułu braku płynności, a następnie zostanie dokonana próba oceny płynności inwestycji w znaczące pakiety akcji polskich spółek niepublicznych w świetle ustawy o ofercie [3].

2. Dyskonto z tytułu braku płynności w świetle badań empirycznych

Przeprowadzone w Stanach Zjednoczonych badania empiryczne potwierdzają występowanie znacznych dodatnich różnic w cenach transakcyjnych akcji spółek charakteryzujących się wysoką płynnością w stosunku do akcji spółek o ograniczonej płynności, przy czym różnica ta wykazuje tendencję do stopniowego zmniejszania się, prawdopodobnie w konsekwencji postępującej liberalizacji obrotu wieloma instrumentami udziałowymi. Podsumowanie badań przeprowadzonych w tym zakresie (do 1998 r.) przedstawiono w tab. 1.

Jak wskazują zaprezentowane dane, dyskonto z tytułu niskiej płynności może w znaczący sposób wpływać na wycenę spółek niepublicznych. Przeciętne dyskonto, które w latach 70. oraz 80. XX w. zmniejszało wartości transakcyjne amerykań-

skich spółek niepublicznych o ponad jedną trzecią w stosunku do wartości porównywalnych spółek publicznych, znacznie się zmniejszyło w latach 90.

Tabela 1. Rezultaty wybranych badań dotyczących przeciętnego dyskonta z tytułu niskiej płynności w transakcjach dotyczących przedsiębiorstw amerykańskich (w %)

Okres objęty badaniem	Instytucja badająca	Przeciętne dyskonto z tytułu niskiej płynności
1/66-6/69	SEC Institutional Investor	25,8
1/68-12/70	Milton Gelman	33,0
1/68-12/72	Robert Trout	33,5
1/68-12/72	Robert Moroney	35,6
1/69-12/73	Michael Maher	35,4
10/78-6/82	Standard Research Consultants	45,0
1/81-12/88	William Silber	33,8
1/79-4/92	FMW Opinions, Inc.	23,0
1/80-12/96	Management Planning, Inc.	27,1
1/91-12/95	Bruce Johnson	20,0
1/96-4/97	Columbia Financial Advisors	21,0
5/97-12/98	Columbia Financial Advisors	13,0
Mediana		30,1
Średnia		28,9

Źródło: [2, s. 81].

Z obserwacji autora wynika, iż w praktyce sporządzania wycen polskich spółek niepublicznych dyskonto z tytułu niskiej płynności jest przyjmowane zazwyczaj na poziomie około 15-20%. Autorowi nie są jednak znane żadne badania empiryczne wskazujące na zasadność zastosowania w warunkach polskich właśnie takich poziomów dyskonta z tytułu niskiej płynności. Wydaje się zatem, iż przyjmowanie przez wyceniających takiego poziomu dyskonta jest oparte na doświadczeniach płynących z innych rynków, w tym z badań dotyczących rynku amerykańskiego. Tymczasem, w świetle obowiązujących w Polsce przepisów dotyczących transakcji znaczącymi (przekraczającymi 10%) pakietami akcji polskich spółek publicznych, stosowanie dyskonta z tytułu niskiej płynności może w opinii autora przyczyniać się do zaniża-

nia wycen spółek niepublicznych. W świetle bowiem opisanych poniżej przepisów prawa płynność inwestycji w znaczące pakiety akcji spółek publicznych jest w Polsce ograniczona, być może nawet bardziej niż w przypadku spółek niepublicznych.

3. Ograniczenia płynności akcji spółek publicznych w świetle ustawy o ofercie

Biorąc pod uwagę zapisy ustawy o ofercie [3], można powiedzieć, że pakiety akcji stanowiące powyżej 10%, a w niektórych przypadkach powyżej 5% kapitału zakładowego spółki publicznej, charakteryzują się również ograniczoną płynnością.

Na mocy art. 72 ustawy o ofercie [3] nabycie akcji spółki publicznej w liczbie powodującej zwiększenie udziału w ogólnej liczbie głosów o więcej niż:

- 10% (ogólnej liczby głosów) w okresie krótszym niż 60 dni, przez podmiot, którego udział w ogólnej liczbie głosów w tej spółce wynosi mniej niż 33%,
- 5% (ogólnej liczby głosów) w okresie krótszym niż 12 miesięcy, przez akcjonariusza, którego udział w ogólnej liczbie głosów w tej spółce wynosi co najmniej 33%,

może nastąpić wyłącznie w wyniku ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę tych akcji.

Zapis ten oznacza, iż w świetle polskiego prawa nie jest możliwe porozumienie się jakichkolwiek dwóch stron, z których jedna jest posiadaczem akcji i stroną chętną do zbycia akcji w łącznym pakiecie stanowiącym więcej niż 10% kapitału zakładowego spółki publicznej, a druga strona jest inwestorem chętnym do nabycia pakietu akcji stanowiących łącznie ponad 10% kapitału zakładowego spółki publicznej. Niezależnie bowiem od woli obydwu tych stron, strona nabywająca jest zmuszona ogłosić wezwanie do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji, stwarzając tym samym możliwość ich zbycia również innym dotychczasowym akcjonariuszom. Jeżeli zatem wystąpi sytuacja, w której strona zbywająca będzie zainteresowana zbyciem pakietu stanowiącego przykładowo 15% kapitału zakładowego spółki, natomiast strona nabywająca będzie zainteresowana nabyciem również 15% udziału w kapitale zakładowym spółki, to w następstwie obowiązkowo ogłoszonego wezwania strona nabywająca nabędzie 15% udziału w kapitale zakładowym. Jednak strona zbywająca będzie w stanie sprzedać pakiet stanowiący przykładowo jedynie 10% udziału w kapitale zakładowym, jeżeli tylko znaczna część pozostałych dotychczasowych akcjonariuszy odpowie na wezwanie (przy czym im więcej inwestorów odpowie na wezwanie, tym niższa będzie ostatecznie część 15% pakietu objętego transakcją, pochodząca od pojedynczego inwestora). W rezultacie inwestor posiadający pakiet dający więcej niż 10% udziału w kapitale zakładowym, który zamierza w stosunkowo niedługim czasie zbyć cały ten pakiet innemu inwestorowi, musi:

- liczyć się z ryzykiem, iż w następstwie ogłoszonego obowiązkowo wezwania będzie w stanie zbyć jedynie część posiadanego pakietu akcji, jeżeli inwestor

- nabywający zainteresowany jest nabyciem takiego samego udziału, jaki dotychczas posiadał inwestor zbywający, lub
- znaleźć inwestora, który będzie zainteresowany nabyciem większego pakietu akcji niż posiadany przez inwestora zbywającego, przy czym aby inwestor zbywający mógł z dużym prawdopodobieństwem liczyć na zbycie całego swojego pakietu, różnica pomiędzy wielkością pakietu, na jaki ogłoszone musi być wezwanie, a wielkością pakietu posiadanego przez inwestora zbywającego musi być tym większa, im wyższe prawdopodobieństwo, że inni dotychczasowi akcjonariusze odpowiedzą pozytywnie na ogłoszone wezwanie, lub
 - znaleźć inwestora, któremu będzie sprzedawał posiadane przez siebie akcje w pakietach stanowiących poniżej 10% kapitału zakładowego spółki w odstępach czasowych przekraczających 60 dni, jeżeli dotychczasowy udział inwestora nabywającego w kapitale zakładowym nie przekraczał 33% lub w pakietach stanowiących poniżej 5% kapitału zakładowego spółki w odstępach czasowych przekraczających 12 miesięcy, jeżeli dotychczasowy udział inwestora nabywającego w kapitale zakładowym przekraczał 33%, lub
 - znaleźć kilku inwestorów, którym sprzeda akcje w ilościach niepowodujących powstania obowiązku ogłoszenia wezwania, lub
 - zbywać posiadany przez siebie pakiet akcji różnym inwestorom w niewielkich częściach, niewywołujących obowiązku ogłoszenia wezwania przez żadnego z tych inwestorów, w tym celu składając regularne zlecenia sprzedaży akcji za pośrednictwem biura maklerskiego, co jednak, biorąc pod uwagę łączną wielkość całego pakietu, może powodować powstawanie znaczącej nadwyżki podaży akcji nad popytem na te akcje, a tym samym prowadzić do znacznego obniżenia uzyskiwanych cen sprzedaży tych akcji.

Jak zatem widać, niezależnie od innych ważnych aspektów transakcji, takich jak np. cena zbywanych akcji, opisane regulacje znacznie zmniejszają możliwość szybkiego zbycia znaczącego (wynoszącego ponad 10%, a w niektórych sytuacjach zaledwie ponad 5%) pakietu akcji spółki publicznej, nawet jeśli możliwe jest znalezienie pojedynczego inwestora skłonnego w krótkim czasie nabyć dokładnie taki sam pakiet akcji.

Regulacje dotyczące obowiązku wezwania w jeszcze większym stopniu ograniczają płynność pakietów akcji przekraczających 33 oraz 66% udziału w kapitale zakładowym spółki publicznej. Na mocy bowiem art. 73 ustawy o ofercie przekroczenie 33% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej może nastąpić (z zastrzeżeniem opisanym w kolejnym akapicie), wyłącznie w wyniku ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji tej spółki w liczbie zapewniającej osiągnięcie 66% ogólnej liczby głosów, z wyjątkiem przypadku, gdy przekroczenie 33% ogólnej liczby głosów ma nastąpić w wyniku ogłoszenia wezwania, o którym mowa w art. 74 ustawy o ofercie.

W przypadku gdy przekroczenie progu 33% ogólnej liczby głosów następuje w wyniku nabycia akcji w ofercie publicznej lub w ramach wnoszenia ich do spół-

ki jako wkładu niepieniężnego, połączenia lub podziału spółki, w wyniku zmiany statutu spółki, wygaśnięcia uprzywilejowania akcji lub zajścia zdarzenia prawnego innego niż czynność prawna, akcjonariusz jest zobowiązany, w terminie trzech miesięcy od przekroczenia 33% ogólnej liczby głosów, do:

- ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji tej spółki w liczbie powodującej osiągnięcie 66% liczby głosów albo
- zbycia akcji w liczbie powodującej osiągnięcie nie więcej niż 33% ogólnej liczby głosów,

chyba że w tym terminie udział akcjonariusza w ogólnej liczbie głosów zmniejszy się do nie więcej niż 33% ogólnej liczby głosów, odpowiednio w wyniku podwyższenia kapitału zakładowego, zmiany statutu spółki lub wygaśnięcia uprzywilejowania jego akcji.

Na mocy art. 74 ustawy o ofercie przekroczenie 66% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej może nastąpić (z zastrzeżeniem opisanym w kolejnym akapicie) wyłącznie w wyniku ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji tej spółki.

W przypadku gdy przekroczenie progu 66% ogólnej liczby głosów następuje w wyniku nabycia akcji w ofercie publicznej lub w ramach wnoszenia ich do spółki jako wkładu niepieniężnego, połączenia lub podziału spółki, w wyniku zmiany statutu spółki, wygaśnięcia uprzywilejowania akcji lub zajścia zdarzenia prawnego innego niż czynność prawna, akcjonariusz jest obowiązany, w terminie 3 miesięcy od przekroczenia 66% ogólnej liczby głosów, do:

- ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji tej spółki albo
- zbycia akcji w liczbie powodującej osiągnięcie nie więcej niż 66% ogólnej liczby głosów,

chyba że w tym terminie udział akcjonariusza w ogólnej liczbie głosów zmniejszy się do nie więcej niż 66% ogólnej liczby głosów, odpowiednio w wyniku podwyższenia kapitału zakładowego, zmiany statutu spółki lub wygaśnięcia uprzywilejowania jego akcji.

Zatem inwestor, posiadający i chcący zbyć pakiet akcji spółki publicznej, dający udział w kapitale zakładowym tej spółki przekraczający 33%, pragnąc zbyć ten pakiet akcji, zmuszony jest:

- znaleźć inwestora, który będzie skłonny nabyć akcje w ilości dającej mu łącznie 66-procentowy udział w kapitale zakładowym, jeżeli transakcja dotyczy pakietu dającego udział w przedziale między 33 a 66% kapitału zakładowego lub w ilości dającej mu łącznie 100% udziału w kapitale zakładowym, jeżeli transakcja dotyczy pakietu dającego udział w przedziale pomiędzy 66 oraz 100% kapitału zakładowego, lub
- liczyć się z ryzykiem, iż w następstwie ogłoszonego obowiązkowo wezwania będzie w stanie zbyć jedynie część posiadanego pakietu akcji, jeżeli inwestor

- nabywający zainteresowany jest nabyciem takiego samego udziału, jaki dotychczas posiadał inwestor zbywający, lub
- znaleźć inwestora, który będzie zainteresowany nabyciem większego pakietu akcji niż posiadany przez inwestora zbywającego, przy czym aby inwestor zbywający mógł z dużym prawdopodobieństwem liczyć na zbycie całego swojego pakietu, różnica między wielkością pakietu, na jaki musi być ogłoszone wezwanie, a wielkością pakietu posiadanego przez inwestora zbywającego musi być tym większa, im wyższe jest prawdopodobieństwo, że inni dotychczasowi akcjonariusze odpowiedzą pozytywnie na ogłoszone wezwanie, lub
 - znaleźć kilku inwestorów, sprzedając im akcje w ilościach niepowodujących powstania obowiązku ogłoszenia wezwania, lub
 - zbywać posiadany przez siebie pakiet akcji różnym inwestorom w niewielkich częściach, nie wywołując obowiązku ogłoszenia wezwania przez żadnego z tych inwestorów, np. przez składanie regularnych zleceń sprzedaży akcji za pośrednictwem biura maklerskiego, co jednak, biorąc pod uwagę łączną wielkość całego pakietu, wydaje się niemożliwe lub co najmniej może powodować powstanie znaczącej nadwyżki podaży akcji nad popytem na te akcje, a tym samym prowadzić do znacznego obniżenia uzyskiwanych cen sprzedaży tych akcji.

Jak zatem widać, według polskich regulacji rynku kapitałowego, inwestor posiadający pakiet akcji spółki publicznej dający mu ponad 10% udziału w jej kapitale zakładowym, chcąc w szybkim czasie zbyć ten pakiet akcji, musi w najbardziej prawdopodobnym scenariuszu znaleźć inwestora zainteresowanego nabyciem znacząco większego pakietu akcji lub liczyć się ze sprzedażą akcji w mniejszej ilości niż zamierzona.

4. Wnioski

Ocena ryzyka związanego z płynnością inwestycji stanowi nieodłączny element analizy i wyceny większości instrumentów finansowych. Instrumenty o niskim stopniu płynności, np. nienotowane na żadnych rynkach kapitałowych lub na rynkach o ograniczonych obrotach, wykazują zazwyczaj niższe ceny transakcyjne w stosunku do podobnych, pod względem dochodu oraz innych niż płynność elementów ryzyka, instrumentów wykazujących wyższą płynność obrotu. Regułę tę potwierdzają zaprezentowane w niniejszej pracy wnioski z wybranych badań empirycznych przeprowadzonych w Stanach Zjednoczonych.

W wycenach spółek niepublicznych zakłada się często, iż akcje lub udziały tych spółek charakteryzują się niską płynnością, ze względu na to, że nie są notowane na żadnym rynku papierów wartościowych. Podczas sporządzania wyceny takich spółek dokonuje się często tzw. dyskonta z tytułu niskiej płynności, obniżając uzyskaną wycenę. Jednak w świetle ustawy o ofercie, regulującej zasady handlu znaczącymi pakietami akcji polskich spółek publicznych, płynność inwestycji w takie pakiety akcji jest również ograniczona. Zgodnie z tymi przepisami inwestor posiadający pakiet

akcji spółki publicznej dający mu ponad 10% (a w niektórych przypadkach zaledwie ponad 5%) udziału w kapitale zakładowym tej spółki, chcąc w szybkim czasie zbyć ten pakiet akcji, musi w najbardziej prawdopodobnym scenariuszu znaleźć inwestora zainteresowanego nabyciem znacząco większego pakietu akcji lub liczyć się ze sprzedażą akcji w mniejszej ilości niż zamierzona. Ograniczenia takie nie występują w przypadku obrotu akcjami lub udziałami spółek niepublicznych. W związku z tym stosowanie dyskonta z tytułu niskiej płynności, w szczególności przyjmowanego na apriorycznym poziomie, przy wycenach tych spółek może niesłusznie prowadzić do zaniżenia wycen tych spółek.

Literatura

- [1] Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje. Instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
- [2] Pratt S.P., *Business Valuation Discounts and Premiums*, John Wiley & Sons, New York 2001.
- [3] Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, DzU z 2005 r. nr 184, poz. 1539, z późn. zm.

THE EVALUATION OF REASONABLENESS FOR APPLYING ILLIQUIDITY DISCOUNT IN VALUATION OF POLISH PRIVATE COMPANIES

Summary: Liquidity risk is related to financial instruments traded on small markets characterized by difficulties of selling the assets at expected prices. This risk is in practice associated with the necessity of accepting selling prices lower than prices of similar assets that are quoted on liquid markets. The necessity of allowing for the liquidity risk constitutes an important aspect of valuing private companies. Because of many difficulties related to quantifying this risk, most analysts use some “rules of thumb” applying illiquidity discount on some arbitrary level (usually in the range between 15 and 20%). However, in the light of Polish laws regulating transactions regarding significant (exceeding 10% and in some cases even 5%) shares in Polish public companies, it seems probable that applying illiquidity discount can cause undervaluation of those private companies.