

Mariusz Chmielewski*

Wycena strat i utraconych korzyści przedsiębiorstwa z tytułu niezrealizowanego projektu

Wstęp

O sile i potencjale każdego przedsiębiorstwa decyduje jego wartość. Wartość przedsiębiorstwa ustalana jest zazwyczaj w trakcie procesu wyceny traktowanej jako opinia, osąd dotyczący wyodrębnionej pod względem ekonomicznym i prawnym jednostki organizacyjnej dysponującej określonym potencjałem w postaci majątku trwałego i obrotowego [Panfil, 2009, s. 38]. Proces ten wykonywany jest zwykle w formie pisemnej na podstawie analizy podstawowych dokumentów finansowych wycenianego przedsiębiorstwa. Termin „wycena przedsiębiorstwa” oznacza, iż wycenie podlega wyodrębniona pod względem ekonomicznym i prawnym jednostka organizacyjna, dysponująca określonym potencjałem w postaci majątku trwałego i obrotowego oraz różnych wartości i cech o charakterze niematerialnym [Zarzecki, 1999, s. 39]. Procesowi wyceny mogą podlegać zarówno całe przedsiębiorstwa, jak i wyodrębnione jego części. Dokonywanie procesu wyceny związane jest każdorazowo z wyborem różnych dostępnych rozwiązań dotyczących metodologii wyceny, które w znacznej mierze uzależnione są od przesłanek wyceny. W literaturze przedmiotu oraz praktyce wyceny wartości przedsiębiorstw wskazuje się wiele przyczyn, które mogą uzasadniać dokonywanie wyceny wartości przedsiębiorstwa. Zazwyczaj przyczyny dokonywania wyceny dzielone są na trzy podstawowe grupy: wewnętrzne, zewnętrzne i wewnętrzno-zewnętrzne [Machała, 2011, s. 156].

W miarę rozwoju gospodarki i coraz częstszych kontaktów pomiędzy różnymi podmiotami prawdopodobnie coraz częściej będziemy mieli w praktyce do czynienia z wyceną wartości dokonywaną na potrzeby ustalenia wysokości odszkodowania wynikającego z tytułu niezrealizowanych przez przedsiębiorstwo projektów, co przyczyniło się do powstania po stronie przedsiębiorstwa utraconych korzyści. Celem niniejszego artykułu jest analiza i prezentacja sposobu wyceny utraconych

* Dr, Katedra Ekonomiki Przedsiębiorstw, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot, mapich@wp.pl

korzyści jako jednego ze składników uszczerbku, jaki może powstać w przedsiębiorstwie w wyniku negatywnych zdarzeń. Analiza zaprezentowana została na przykładzie spółki realizującej projekt energetyczny – budowę biogazowni, który został przerwany w wyniku decyzji administracyjnej unieważniającej pozwolenie na budowę. W efekcie tego zaniechania firma zmuszona była do zaprzestania realizacji projektu, który był już w znacznym stopniu zaawansowany, co przyczyniło się do powstania z punktu widzenia podmiotu realizującego projekt znaczącego uszczerbku w majątku spółki.

1. Utracone korzyści i straty

Pojęcie utraconych korzyści powstało na gruncie prawnym i związane jest z powstaniem w podmiocie szkody, będącej uszczerbkiem w jego majątku lub interesach, która nastąpiła wbrew woli poszkodowanego. W prawodawstwie wyróżniane są dwa rodzaje szkód: na osobie oraz na mieniu. Szkada powstała na osobie, nazywana krzywdą, ma charakter niemajątkowy i powstaje na dobrach poszkodowanego¹ i nie dotyczy działalności przedsiębiorstwa. Natomiast szkoda na mieniu posiada charakter majątkowy i powstaje jedynie w majątku poszkodowanego [Radwański, Olejniczak, 2005, s. 226], w analizowanym przypadku przedsiębiorstwa. Szkada jest uszczerbkiem będącym wg teorii różnicowej negatywną różnicą pomiędzy majątkiem poszkodowanego, jaki istniał, a jaki powstał w majątku w wyniku jakiegoś działania. W przypadku szkody majątkowej powstała różnica może mieć dwie różne formy: straty lub utraconych korzyści. Jako stratę (łac. *damnum emergens*) rozumie się każde pogorszenie sytuacji majątkowej poszkodowanego, w wyniku której poszkodowany staje się uboższy aniżeli był przed wystąpieniem określonego zdarzenia. Zatem strata jest z punktu widzenia przedsiębiorstwa zmniejszeniem wartości posiadanych przez nie aktywów lub zwiększeniem wartości pasywów (zwiększenie wartości zobowiązań długo- lub krótkoterminowych) w wyniku powstania określonego zdarzenia. Jako utracone korzyści (łac. *lucrum cessans*) rozumie się w prawodawstwie sytuację, w której w wyniku wystąpienia określonego zdarzenia majątek poszkodowanego nie uległ zwiększeniu właśnie w wyniku zaistnienia tego zdarzenia, za które jakiś podmiot ponosi odpowiedzialność. Dlatego majątek poszkodowanego jest mniejszy aniżeli miałoby to

¹ Należy zaznaczyć, iż szkoda na osobie może przybrać także charakter szkody majątkowej, polegającej na takim naruszeniu dóbr osobistych pokrzywdzonego, które prowadzi do szkody na majątku pokrzywdzonego.

miejsce w przypadku, gdyby to zdarzenie nie nastąpiło i wszystko z dużym prawdopodobieństwem potoczyło się zgodnie z założeniami poczynionymi przez zarząd poszkodowanego przedsiębiorstwa. Określenie szkody w postaci utraconych korzyści ma charakter hipotetyczny. Zakłada się, iż przy przebiegu zdarzeń zgodnym z założeniami poszkodowanego jego działalność wygenerowałyby zysk będący do jego dyspozycji. Szkada w postaci *lucrum cessans* nie powstaje równocześnie ze zdarzeniem, które ją powoduje, ale jest jego bezpośrednim następstwem, występującym w pewnym oddaleniu czasowym. Kodeks cywilny w części dotyczącej szkody w postaci utraconych korzyści wymaga przyjęcia hipotetycznego przebiegu zdarzeń i ustalenia wysokiego prawdopodobieństwa utraty korzyści przez poszkodowany podmiot. Od szkody w postaci *lucrum cessans* należy odróżnić pojęcie szkody ewentualnej, która definiowana jest w prawodawstwie jako utrata szansy uzyskania przez podmiot korzyści majątkowej. Pomiedzy obiema szkodami występuje różnica w prawdopodobieństwie ich wystąpienia. O ile w przypadku *lucrum cessans* hipoteza utraty korzyści jest bliska pewności, to w przypadku szkody ewentualnej prawdopodobieństwo utraty korzyści jest zdecydowanie mniejsze i ewentualna szkoda nie podlega naprawieniu. Zazwyczaj szkody w postaci straty i utraconych korzyści powstałe w wyniku wystąpienia określonego zdarzenia występują w przedsiębiorstwie razem i na całkowite straty powstałe u poszkodowanego składają się zazwyczaj obie pozycje.

Utracone korzyści mogą zostać zwrócone poszkodowanemu w postaci odszkodowania, o ile jest on w stanie wykazać, iż byłby w stanie osiągnąć korzyści w sposób legalny, gdyby zdarzenie będące jego przyczyną nie wystąpiło. Ażeby wystąpiła w stosunku do poszkodowanego przesłanka wypłacenia odszkodowania pomiędzy zdarzeniem wskazanym za przyczynę a utraconymi korzyściami, musi istnieć związek przyczynowy. Ma to miejsce, kiedy pomiędzy tymi dwoma zdarzeniami, według powszechnie uznawanych praw przyrody, istnieje relacja, iż zdarzenie drugie (utrata korzyści) jest skutkiem zdarzenia pierwszego (powodującego szkodę). W celu wskazania takiej zależności należy ustalić, czy pomiędzy tymi dwoma zdarzeniami istnieją obiektywne powiązania, a jeżeli tak, to czy powiązania pomiędzy tymi zdarzeniami należy traktować jako typowe i normalne [Wiśniewski, 2012, s. 392]. Należy zwrócić uwagę, iż wieloczynnikowość związku przyczynowo-skutkowego nie wyklucza możliwości uzyskania odszkodowania z tytułu utraconych korzyści.

Finansowym wymiarem utraconych korzyści dla podmiotu gospodarczego jest zmniejszenie wartości wolnych przepływów pieniężnych, w wyniku zaistnienia zdarzenia w stosunku do wartości wolnych przepływów pieniężnych, jakie wystąpiłyby, gdyby to zdarzenie nie nastąpiło. Powstanie straty wynikającej z negatywnych zdarzeń odbija się na wielkości posiadanych przez przedsiębiorstwo środków pieniężnych. Zatem w wyniku negatywnego zdarzenia może w przedsiębiorstwie nastąpić zmniejszenie wolnych przepływów pieniężnych, które w konsekwencji powodować będzie zmniejszenie wartości takiego podmiotu. Istotne zatem wydaje się wyznaczenie całkowitej wielkości uszczerbku, jaki powstał w przedsiębiorstwie – czyli wielkości straty przedsiębiorstwa oraz wartości utraconych korzyści, które to razem mogą spowodować zmniejszenie wartości podmiotu wynikające właśnie bezpośrednio z zaistnienia negatywnego dla przedsiębiorstwa zdarzenia. Biorąc pod uwagę, iż wolne przepływy pieniężne są podstawowym parametrem przy wyznaczaniu wartości dochodowej – wydaje się, iż dobrym miernikiem do pomiaru uszczerbku, jaki poniesie przedsiębiorstwo, może okazać się spadek wartości dochodowej przedsiębiorstwa, w którym miało miejsce negatywne zdarzenie powodujące spadek wartości wolnych przepływów pieniężnych. Wśród metod dochodowych najczęściej wykorzystywaną wśród praktyków wyceny jest metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (*discounted cash flow*), dlatego w dalszej analizie oparto wszelkie rozważania na tej metodzie.

2. Wybór standardu wartości w przypadku szacunku utraconych korzyści i strat

Pierwszym elementem, jaki należy ustalić każdorazowo w przypadku poszukiwania wartości, jest określenie standardu poszukiwanej wartości. Literatura dotycząca wycen przedsiębiorstw i ich części wyróżnia pięć podstawowych standardów wartości [Szczepanowski, 2007, s. 42–43]:

1. Rzeczywistą (rzetelną, sprawiedliwą) wartość rynkową (*fair market value*).
2. Wartość rynkową (*market value*).
3. Wartość inwestycyjną (*investment value*).
4. Wartość (wewnętrzzną) fundamentalną (*intristic, fundamental value*).
5. Wartość sprawiedliwą (*fair value*).

Rzeczywista wartość rynkowa odzwierciedla cenę, za jaką w danym momencie można nabyć dobro, dysponując odpowiednimi informacjami pozwalającymi na podjęcie racjonalnej decyzji. Ten standard wartości wiąże się z postrzeganiem wartości przez pryzmat bieżących warunków panujących na rynku, a więc z sytuacją makroekonomiczną, koniunkturą na rynku kapitałowym itp. Najbliższym odpowiednikiem tej wartości są kursy akcji notowanych na rynkach giełdowych. Z kolei wartość rynkowa odzwierciedla najbardziej prawdopodobną cenę, po jakiej można kupić lub sprzedać dobro na dostatecznie konkurencyjnym i otwartym rynku, przy założeniu, że kupujący i sprzedający działają racjonalnie, bez specyficznych przesłanek oraz na podstawie dostatecznych informacji. W tym przypadku transakcja zawierana jest na otwartym konkurencyjnym rynku i nie wpływają na nią krótkookresowe wahania koniunktury i nastroje inwestorów. Ta definicja jest najbardziej zbieżna z ekonomicznym pojęciem ceny. Trzeci ze standardów wartości, jakim jest wartość inwestycyjna, jest natomiast definiowany jako wartość dla konkretnego, specyficznego właściciela i odpowiada ona jego indywidualnym preferencjom, kryteriom czy wymogom inwestycyjnym. Kolejny standard wartości, jakim jest wartość fundamentalna (wewnętrzna), odzwierciedla możliwość generowania korzyści z danego dobra i opiera się na szacowaniu bieżących i przyszłych wyników finansowych możliwych do osiągnięcia z określonego zespołu aktywów, bez względu na to, kto jest lub może być inwestorem. Wartość sprawiedliwa wynika z uwarunkowań prawa amerykańskiego i nie ma charakteru powszechnego.

Bardzo podobnie poszczególne standardy wartości definiuje Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych. W dokumencie Powszechne Krajowe Zasady Wyceny Nota Interpretacyjna nr 5 „Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw” czytamy: „Jako standard wartości w wycenie przedsiębiorstw może być przyjęta jedna z następujących kategorii wartości:

1. Godziwa wartość rynkowa (*Fair Market Value*) – to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, przy szacowaniu której zakłada się, że w transakcji biorą udział typowy hipotetyczny kupujący i typowy hipotetyczny sprzedający, zainteresowani przeprowadzeniem transakcji i niedziałający pod przymusem (nakazem). Przyjmuje się, że wyceniający ma odpowiedni zasób informacji nt. stron transakcji oraz kupujący i sprzedający posiadają odpowiedni zasób wiedzy nt. przedmiotu wyceny. Wartość

wyznaczona w oparciu o kategorię godziwej wartości rynkowej jest akceptowana przez kupującego i sprzedającego. Opisane warunki transakcji są bardzo zbliżone do wymogów definicyjnych wartości rynkowej stosowanej w Międzynarodowych Standardach Wyceny.

2. Wartość sprawiedliwa (*Fair Value*) – to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, przy szacowaniu której zakłada się, że w transakcji biorą udział konkretny, niekoniecznie zainteresowany przeprowadzeniem transakcji kupujący oraz konkretny, niezainteresowany przeprowadzeniem transakcji sprzedający. Kupujący lub sprzedający muszą działać pod przymusem (nakazem). Wyznaczona wartość powinna być sprawiedliwa z punktu widzenia sprzedającego z uwzględnieniem faktu, że nie ma on możliwości utrzymania (zatrzymania) przedmiotu wyceny. Powyższa definicja nie jest tożsama z definicją wartości godziwej zawartą w Międzynarodowych Standardach Rachunkowości.
3. Wartość inwestycyjna (*Investment Value*) – to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny dla konkretnego inwestora (właściciela), przy szacowaniu której uwzględnia się jego indywidualne wymagania i oczekiwania odnośnie do przedmiotu wyceny. Godziwa wartość rynkowa w odróżnieniu od wartości inwestycyjnej jest odpersonifikowana i bezstronna.
4. Wartość wewnętrzna (*Intrinsic Value*) – to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, która nie jest oszacowana w związku z konkretną transakcją, nie bierze pod uwagę, kim jest zleceniodawca i odbiorca wyceny, a opiera się na wszystkich informacjach nt. przedmiotu wyceny oraz czynnikach zewnętrznych mających wpływ na jego obecną i przyszłą sytuację ekonomiczno-finansową” [Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, 2011].

W przypadku wyceny wartości podmiotu gospodarczego, który doznał utraty korzyści, biorąc pod uwagę fakt, iż wycena dokonywana jest z punktu widzenia działalności tego podmiotu i wpływu danego zdarzenia na ten konkretnie podmiot, należałoby przy wycenie wartości podmiotu wziąć pod uwagę jako kategorię wartości – wartość inwestycyjną. Jednak wydaje się, iż dążąc do zobiektywizowania wyników oszacowania wartości podmiotu, należy posłużyć się standardem wartości fundamentalnej, która odzwierciedla możliwość generowania korzyści z danego dobra i opiera się na szacowaniu bieżących i przyszłych przepływów

pieniężnych możliwych do osiągnięcia przy wykorzystaniu określonego zespołu aktywów nie tylko z punktu widzenia konkretnego podmiotu (inwestora), ale uwzględniając ogólną sytuację w otoczeniu wycenianego przedsiębiorstwa.

3. Szacowanie parametrów finansowych do wyceny utraconych korzyści

Wyznaczenie wartości dochodowej przedsiębiorstwa z wykorzystaniem metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych wymaga szacunku trzech głównych parametrów: przepływów pieniężnych, stopy dyskontowej oraz okresu, w jakim dokonujemy prognozy przepływów pieniężnych. Podstawowym parametrem, który będzie wpływał na wartość wyceny i od którego należy rozpocząć szacunek utraconych korzyści, są przepływy pieniężne. Na potrzeby oszacowania wartości utraconych korzyści należy dokonać szacunku wielkości przepływów różnicowych, będących różnicą pomiędzy faktycznie występującymi przepływami pieniężnymi a przepływami, jakie powinny wystąpić w przypadku niezastąpienia negatywnego zdarzenia. Różnicowy przepływ pieniężny wyznaczany jest zatem na podstawie różnicy między wariantem bazowym, jaki miał zgodnie z intencją podmiotu – wycenianego przedsiębiorstwa – zaistnieć w przyszłości, a wariantem zrealizowanym, jaki wystąpił w związku z zaistnieniem negatywnego zdarzenia. W trakcie szacowania wielkości przepływów pieniężnych na potrzeby wyceny utraconych korzyści stosuje się w zależności od specyfiki sytuacji i dostępności danych trzy różne podejścia prognozowania przepływów pieniężnych [Wiśniewski, 2012, s. 397]. Mogą to być: podejście przed-i-po (*before and after*); podejście porównawcze (*yardstick approach*); oraz podejście ale-dla (*but-for*). Podejście pierwsze zakłada eksplorację dotychczasowych trendów, na bazie długookresowych danych historycznych, w przypadku poddawanego wycenie podmiotu – podejście takie może być zatem stosowane dla podmiotów, które funkcjonowały w dłuższym czasie i możliwe jest uzyskanie wiarygodnych danych finansowych dotyczących prowadzonej przez ten podmiot działalności operacyjnej. Drugie podejście porównawcze opiera się na porównaniu wyników badanego przedsiębiorstwa z wynikami porównywalnych firm prowadzących tego samego rodzaju działalność – w przypadku tego podejścia wymagany jest dostęp do danych finansowych podmiotów o podobnym charakterze działalności, prowadzących podobną działalność operacyjną. W przypadku trzeciego podejścia wykorzystywanego

w sytuacji, gdy nie ma możliwości wykorzystania dwóch poprzednich metod, dokonuje się zazwyczaj prognozy działalności przedsiębiorstwa na podstawie założeń osób zarządzających tym przedsiębiorstwem. Ma to miejsce w szczególności, kiedy planowana przez podmiot gospodarczy działalność w wyniku zaistnienia negatywnego zdarzenia nie nastąpiła i nie ma na rynku podmiotów charakteryzujących się podobnymi parametrami technicznymi i finansowymi.

Kolejnym parametrem niezbędnym do wyznaczenia wartości utraconych korzyści w oparciu o metodykę zdyskontowanych przepływów pieniężnych jest stopa dyskontowa. W przypadku wyboru standardu wartości inwestycyjnej wydaje się, iż najwłaściwszą stopą dyskontową, która mogłaby być wykorzystana do sprowadzenia przyszłych przepływów pieniężnych na moment sporządzania wyceny, jest koszt kapitału, jaki dane przedsiębiorstwo zmuszone jest zapłacić za wykorzystywanie go do prowadzenia bieżącej działalności. W przypadku przedsiębiorstw z kategorią tą pokrywa się parametr określany jako średni ważony koszt kapitału. W przypadku próby oszacowania wartości fundamentalnej wydaje się, iż najwłaściwszym parametrem, który powinien być wykorzystany do dyskontowania, jest średni koszt kapitału wykorzystywany przez przedsiębiorstwa prowadzące podobną działalność operacyjną jak podmiot, dla którego szacowana jest wartość utraconych korzyści.

Ostatnim parametrem, jaki należy ustalić w przypadku szacunku utraconych korzyści przy wykorzystaniu metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych, powinien być okres prognozy. W zależności od konkretnej sytuacji występować mogą tutaj różne podejścia. W pierwszym podejściu wyceny utraconych korzyści dokonuje się od momentu wystąpienia negatywnego zdarzenia do momentu sporządzania wyceny, ażeby w ten sposób wyznaczyć dotąd powstałe utracone korzyści. W innym podejściu może być brany okres od wystąpienia negatywnego zdarzenia do momentu, kiedy to zdarzenie przestało mieć wpływ na działalność przedsiębiorstwa (moment ten może znajdować się zarówno w przeszłości, jak i w przyszłości). W kolejnym podejściu podstawą wyznaczania okresu prognozy może być przewidywany okres funkcjonowania podmiotu, który w wyniku negatywnego zdarzenia nie powstał. Wydaje się, iż czasookres dokonywania prognozy uzależniony jest od konkretnego przypadku dokonywania szacunku utraconych korzyści. Zatem każdorazowo należy dokonać szczegółowej analizy i na jej podstawie wybrać najbardziej odpowiadające mu podejście.

4. Wycena wartości utraconych korzyści i strat dla podmiotu gospodarczego realizującego projekt biogazowni kogeneracyjnej

Spółka, dla której dokonano szacunku utraconych korzyści, od 2008 roku zajmowała się rozwojem i realizacją projektu budowy biogazowni kogeneracyjnej o mocy elektrycznej 1,6 MW. Spółka w trakcie realizacji inwestycji w latach 2008–2012 uzyskała niezbędne decyzje administracyjne umożliwiające realizację projektu, w tym: o środowiskowych uwarunkowaniach, zgody na realizację przedsięwzięcia, o zatwierdzeniu projektu budowlanego i udzieleniu pozwolenia na budowę, o udzieleniu promesy koncesji na wytwarzanie energii elektrycznej. Dodatkowo uzyskała warunki przyłączenia do sieci elektroenergetycznej oraz zawarła większość niezbędnych umów umożliwiających uruchomienie biogazowni, w tym: umowę przyłączenia do sieci elektroenergetycznej, umowę na kompleksową budowę biogazowni, umowę o dofinansowanie projektu w ramach Programu Operacyjnego Infrastruktura i Środowisko (po szczegółowej weryfikacji możliwości realizacyjnych projektu), umowy kredytowe zapewniające finansowanie planowanej inwestycji, umowy kontraktacji substratów niezbędnych do rozpoczęcia produkcji. Na podstawie uzyskanych decyzji i zawartych umów spółka była w stanie zrealizować założone plany inwestycyjne dotyczące realizacji zaplanowanego przedsięwzięcia – budowy biogazowni. W 2012 roku wojewoda w związku z odwołaniem złożonym przez mieszkańców wydał decyzję o stwierdzeniu nieważności prawomocnego pozwolenia na budowę biogazowni wydanej przez starostę powiatu. W konsekwencji tego zdarzenia spółka zmuszona była do odstąpienia od dalszej realizacji projektu budowy i przyszłej eksploatacji biogazowni kogeneracyjnej. Jednocześnie jednak spółka zmuszona była do dalszego ponoszenia niektórych kosztów związanych z realizacją projektu oraz dodatkowych, dotąd nieplanowanych nakładów wymuszonych zaistniałą sytuacją.

W następstwie decyzji organu administracyjnego (wojewody) spółka nie osiągnęła planowanych korzyści wynikających z realizacji projektu biogazowni, dlatego zarząd spółki zdecydował się na szacunek całości utraconych korzyści ekonomicznych, a tym samym wyznaczenia kwot ewentualnego odszkodowania, jakie zamierza dochodzić w związku z poniesionym uszczerbkiem na swoim majątku.

Na potrzeby niniejszego opracowania jako szacunek utraconych korzyści określono różnicę pomiędzy stanem gotówki przedsiębiorstwa,

jaki mógłby wystąpić w przypadku zrealizowania planowanego projektu zgodnie z planem i jego założeniami technicznymi, a stanem, jaki został wymuszony w wyniku działań podjętych przez organy administracji państwowej związanych z uchynieniem pozwolenia na budowę. Do szacunku utraconych korzyści wykorzystano metodę dyferencyjną zakładającą porównanie stanu hipotetycznego, jaki wystąpiłby w przypadku realizacji planowanego projektu łącznie z rozpoczęciem jego eksploatacji (wariant bazowy), oraz stanu rzeczywistego, jaki miał miejsce w wyniku zajścia negatywnego zdarzenia (wariant zrealizowany). Dla obu analizowanych wariantów dodatkowo założono, iż:

1. Podstawą wyznaczenia wartości gotówki służącej jako miernik korzyści spółki w obu wariantach będzie wartość bieżąca netto (NPV – *net present value*), będąca różnicą pomiędzy poniesionymi wydatkami związanymi z realizacją projektu a prognozowanymi wpływami wynikającymi z realizacji projektu. W przypadku obu wariantów warunkiem dodania strumieni pieniężnych z różnych okresów było ich zdyskontowanie przy wykorzystaniu parametru kosztu kapitału wykorzystywanego do finansowania przedsięwzięcia.
2. Wolne przepływy pieniężne dla przedsiębiorstwa w przypadku wariantu bazowego oszacowane zostały indywidualnie dla każdego roku analizy, w oparciu o szacunki zysku operacyjnego netto pomniejszonego o odsetki od zaciągniętego kredytu. Otrzymana w ten sposób wartość zysku operacyjnego netto została skorygowana o amortyzację w danym okresie, zmiany w kapitale pracującym (definiowanym jako różnica między krótkoterminowym majątkiem obrotowym a operacyjnymi zobowiązaniami bieżącymi – wówczas zwiększenie kapitału obrotowego oznaczać będzie wydatek, a spadek kapitału obrotowego – wpływ środków pieniężnych), pomniejszony o planowane na odtworzenie majątku przedsiębiorstwa wydatki inwestycyjne oraz wydatki związane ze spłatą zaciągniętego na realizację inwestycji kredytu – raty kapitałowe. Wolne przepływy pieniężne dla przedsiębiorstwa w poszczególnych latach zostały wyznaczone zatem według następującego schematu:
= zysk netto z działalności operacyjnej w danym okresie,
– odsetki od zaciągniętego kredytu (koszty finansowe),
+ amortyzacja w danym okresie,
+/- zmiana wartości kapitału obrotowego netto,

- wydatki odtworzeniowe na majątek trwały – wydatki na odtworzenie majątku w danym okresie,
 - spłata raty zaciągniętego kredytu w danym okresie,
-
- = wolne przepływy pieniężne dostępne dla przedsiębiorstwa.

3. W przypadku wariantu zrealizowanego na wolne przepływy pieniężne składały się wydatki inwestycyjne związane z wariantem zrealizowanym, które oszacowano zgodnie z faktycznie poniesionymi przez spółkę wydatkami, w okresie od uruchomienia planowanego przedsięwzięcia. Do momentu wstrzymania procesu inwestycyjnego w wyniku podjętej przez organ administracyjny decyzji uchylającej pozwolenie na budowę biogazowni proces inwestycyjny przebiegał zgodnie z przyjętymi przez spółkę założeniami. W późniejszym okresie spółka ponosiła także nieprzewidziane wcześniej wydatki związane z utrzymaniem i rozliczeniem projektu.
4. Zgodnie z wytycznymi Ministerstwa Rozwoju Regionalnego [2009, pkt 7.4.1e] dotyczącymi realizacji projektów finansowanych ze środków Unii Europejskiej w różnych sektorach za okres referencyjny (cykl życia projektu) w przypadku sektora energetycznego wskazują na okres 15–25 lat funkcjonowania obiektu od momentu uruchomienia – eksploatacji obiektu. Zgodnie z wytycznymi przepływy pieniężne dla analizowanego przypadku oszacowane zostały w ujęciu rocznym dla okresu 20 lat eksploatacji, tj. od 2012 roku do 2032 roku. W celu wyznaczenia wartości bieżącej analizie poddano także okres, w którym realizowana była inwestycja – od momentu powstania spółki do planowanego okresu uruchomienia inwestycji. Przepływy występujące przed uruchomieniem analizowanego przedsięwzięcia wykorzystane zostały w trakcie analizy całkowitych przepływów pieniężnych związanych z realizacją przedsięwzięcia.
5. Jako koszt kapitału potraktowano konserwatywnie koszt kapitału własnego. Koszt kapitału własnego oszacowany został na podstawie założeń modelu wyceny aktywów kapitałowych (*Capital Assets Price Model* – CAPM). W celu wyznaczenia wartości fundamentalnej projektu założono, iż parametr ten dotyczy nie konkretnie analizowanego projektu i oczekiwań jego właścicieli, ale ogólnie projektów realizowanych w sektorze energetycznym przez hipotetyczne podmioty działające na tym rynku. Zgodnie z modelem CAPM koszt kapitału własnego składa się z dwóch elementów: kosztu aktywów wolnych od ryzyka (za aktywa takie uważane są obligacje Skarbu Państwa)

oraz premii za ryzyko rynkowe. Do wyznaczenia stopy wolnej od ryzyka zostały w analizowanym przypadku wykorzystane obligacje skarbowe o okresie zapadalności porównywalnym z okresem prognozy operacyjnych przepływów pieniężnych (tj. 20 lat eksploatacji – do roku 2032) dla analizowanego przedsiębiorstwa. Jako instrument finansowy wolny od ryzyka wykorzystano długoterminowe obligacje Skarbu Państwa WS0429, których termin zapadalności (kwiecień 2029) przypadał najbliżej ostatniego roku sporządzonej prognozy przepływów pieniężnych – koniec 2032 roku.

W wyniku szacunku uzyskano dwie wartości:

1. Wariant bazowy – wartość bieżącą netto przepływów gotówki na moment wyceny dla planowanego projektu odzwierciedlającą wartość przepływów pieniężnych, jakie zostałyby wygenerowane w przypadku zrealizowania analizowanego projektu, z jednoczesnym uwzględnieniem wydatków, jakie należało ponieść, żeby planowana inwestycja mogła zacząć generować dla właścicieli dodatnie przepływy pieniężne oraz wydatków na utrzymanie projektu w eksploatacji, wartość ta została oszacowana na kwotę 3 254 500 PLN. Wartość ta odpowiada utraconym korzyściom, jakie nie osiągnął właściciel projektu – spółka.
2. Wariant zrealizowany – wartość bieżącą netto, odzwierciedlającą wartość przepływów pieniężnych dla spółki wynikających z rzeczywiście przeprowadzonych działań. Spółka w wyniku niezakończonych realizacji projektu poniosła nakłady, które nie znalazły odzwierciedlenia we wpływach – zamrożone zostały środki finansowe spółki, zatem wartość tak określonych przepływów pieniężnych na moment dokonywania wyceny jest wartością ujemną i wyniosła (–) 8 353 500 PLN – na wartość tę składają się zweryfikowane w procesie wyceny, nominalne wydatki inwestycyjne spółki. W związku z faktem, iż poniesione nakłady przeznaczone były do wykorzystania w tym konkretnym przypadku realizacji projektu inwestycyjnego, wartość powyższa odpowiada stracie, jaka powstała w wyniku realizacji tego projektu w spółce.

W związku z powyższym łączna szkoda powstała w spółce w wyniku zajścia negatywnego zjawiska (konieczności odstąpienia od dalszej realizacji projektu budowy i eksploatacji biogazowni kogeneracyjnej) oszacowana została na kwotę 11 608 000 PLN. Jednak w kwocie powyż-

szej utracone korzyści stanowiły jedynie nieco ponad 28% całkowitej szkody, jaką poniosła spółka.

Zakończenie

Utracone korzyści stanowią jeden z elementów szkody, jaka może wystąpić w przedsiębiorstwie w wyniku zaistnienia zdarzeń, które mogą przyczynić się do zmiany planów funkcjonowania przedsiębiorstwa, a w konsekwencji przyniosą uszczerbek dla takiego podmiotu gospodarczego w postaci mniejszej wartości wygenerowanej przez ten podmiot gotówki. Wydaje się, iż do szacunku wartości uszczerbku, jaki powstanie w przedsiębiorstwie, można oprzeć się na zasadach wykorzystywanych w trakcie wyceny wartości dochodowej przedsiębiorstwa, metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych przy wykorzystaniu różnicowych przepływów pieniężnych.

W analizowanym przypadku w wyniku powstania w przedsiębiorstwie szkody wycena wartości tej szkody przeprowadzona w oparciu o zaprezentowaną metodę wykazała, iż większa część szkody wynikała w przedsiębiorstwie z tytułu zamrożonych w inwestycję i niemożliwych do odzyskania środków pieniężnych, natomiast utracone korzyści stanowiły 28% całkowitej szkody powstałej w przedsiębiorstwie. Zaprezentowana metodyka szacowania wartości szkody przedsiębiorstwa, uwzględniająca w szacunku poza stratą także utracone przez przedsiębiorstwo korzyści, może zapewnić pełniejsze odzwierciedlenie uszczerbku, jaki powstaje w przedsiębiorstwie w wyniku negatywnych zdarzeń, na które częstokroć samo przedsiębiorstwo nie miało wpływu. W konsekwencji może to spowodować zwiększenie wartości odszkodowania, o jakie wnioskować będzie przedsiębiorstwo jako zadośćuczynienie powstałej w nim straty.

Literatura

1. Machała R. (2011), *Zarządzanie finansami i wycena firmy*, Oficyna Wydawnicza Unimex, Wrocław.
2. Minister Rozwoju Regionalnego (2009), *Narodowe Strategiczne Ramy Odniesienia 2007–2013. Wytyczne w zakresie wybranych zagadnień związanych z przygotowaniem projektów inwestycyjnych w tym projektów generujących dochód. Metodologia Cost Bnenefit Analysys*, <http://www.parp.gov.pl/files/74/108/255/3899.pdf>.
3. Panfil M. (2009), *Wycena biznesu w praktyce*, MT Biznes, Warszawa.

4. Polska Federacja Stowarzyszeń Rzecznawców Majątkowych (2011), *Powszechne Krajowe Zasady Wyceny Nota Interpretacyjna nr 5 Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw*, Uchwała RK nr 10/2011 z dnia 11.07.2011 r.
5. Radwański Z., Olejniczak A. (2005), *Zobowiązania – część ogólna*, C.H. Beck, Warszawa.
6. Szczepanowski P. J. (2007), *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
7. Wiśniewski T. (2012), *Utracone korzyści w perspektywie prawnej i finansowej*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 51, Szczecin.
8. Zarzecki D. (1999), *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości, Warszawa.

Streszczenie

W wyniku różnego rodzaju niekorzystnych zdarzeń przedsiębiorstwa narażone są na powstanie strat. Powstałe straty wynikają nie tylko z zamrożenia i braku możliwości odzyskania środków finansowych, ale również z tytułu utraconych korzyści. Wpływa to na wartość podmiotu, w którym nastąpiło takie negatywne zdarzenie. W artykule zaprezentowano sposób wyznaczania wartości uszczerbku powstałego w przedsiębiorstwie na przykładzie przedsiębiorstwa przerywającego proces budowy biogazowni w wyniku decyzji administracyjnej. W szczególności zaprezentowano metodykę wyznaczania wartości utraconych przez przedsiębiorstwo korzyści.

Słowa kluczowe

wycena, strata, utracone korzyści, szkoda

Valuation losses and lost profits (Summary)

Adverse events cause losses in the company. The losses caused by many factors. One of these advantages are lost benefit. The resulting losses cause a reduction in the value of the company. The article presents a method for determining the value of loss resulting from an administrative decision interrupting the process of building a biogas plant. In particular, they present a methodology for determining the value of lost benefits.

Keywords

valuation, loss, lost profit/lost benefit, injury