



Zeszyty Naukowe
Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu
2015, t. 62, nr 5

Dariusz Zarzecki

Uniwersytet Szczeciński
Instytut Zarządzania i Inwestycji
e-mail: dariusz.zarzecki@wneiz.pl
tel. 91 444 20 31

Kluczowe wyzwania wyceny aktywów niematerialnych

***Streszczenie.** Artykuł jest poświęcony kluczowym wyzwaniom wyceny aktywów niematerialnych, będących obecnie najważniejszym rodzajem składników majątku w większości sektorów. Przedstawiono w nim pojęcie i rodzaje aktywów niematerialnych, omówiono powody i metody ich wyceny, a następnie zaprezentowano kilka przykładów wyceny wybranych aktywów niematerialnych.*

***Słowa kluczowe:** wycena, aktywa niematerialne*

Wprowadzenie

Obserwowany obecnie szybki wzrost znaczenia wartości niematerialnych i prawnych rodzi pytanie o konsekwencje dla sposobów pomiaru i analizy zjawisk i procesów ekonomicznych występujących wewnątrz i w otoczeniu podmiotów, w których ta kategoria aktywów ma duże znaczenie. Pojawia się zatem pytanie o rolę wartości niematerialnych w rozwoju współczesnych przedsiębiorstw, a także o charakter zmian zachodzących w tym zakresie. W artykule zaprezentowano kluczowe zagadnienia związane z definiowaniem i wyceną wartości niematerialnych. Omówiono trzy podejścia stosowane w wycenie tej grupy aktywów, przedstawiono przykłady wykorzystania tych podejść, a następnie ukazano najważniejsze wyzwania stojące przed wyceną aktywów niematerialnych.



1. Pojęcie, cechy i rodzaje aktywów niematerialnych

W dziedzinie rachunkowości przez wartości niematerialne rozumie się zasoby, które nie mają fizycznej postaci i które gwarantują prawa i przywileje właścicielowi firmy oraz są nieodłącznie z tą firmą związane. Zgodnie ze standardami rachunkowości GAAP (*generally accepted accounting principles*) aktywa niematerialne, które występują w bilansie przedsiębiorstwa, muszą charakteryzować następujące cechy:

- dokładna identyfikacja – identyfikowalność,
- określony sposób nabycia – aktywa te mogą być przedmiotem zakupu pojedynczo lub w grupach lub w połączeniu z całym przedsiębiorstwem,
- określony lub nieokreślony okres życia – patenty zwykle są wydawane na okres 17 lat. Umowy dotyczące praw autorskich lub koncesji mają określony termin wygaśnięcia. Inne aktywa niematerialne, np. koszty organizacyjne czy wartość goodwill, mają nieokreślony czas istnienia bądź oczekiwany okres zysku nie może być dokładnie określony,
- przeniesienie praw – prawa do patentu, praw autorskich czy koncesji mogą być oddzielnie określone i być przedmiotem kupna lub sprzedaży. Wartość goodwill, podobnie jak koszty organizacyjne, jest ściśle związana z przedsiębiorstwem i może być przeniesiona tylko jako nierozdzielne aktywa niematerialne przedsiębiorstwa.

Według Gordona V. Smitha i Russella L. Parra, autorów klasycznej już pracy z dziedziny wyceny wartości niematerialnych, aktywa niematerialne to wszystkie elementy przedsięwzięcia biznesowego, które występują jako dodatek do aktywów finansowych i materialnych. To elementy, które poza kapitałem obrotowym i środkami trwałymi sprawiają, iż firma funkcjonuje, i często są czynnikami o pierwszorzędym znaczeniu dla zyskowności danego biznesu¹. Zwykle pojawiają się jako ostatnie w procesie tworzenia firmy, co obrazują etapy tworzenia biznesu:

1. Przedsiębiorca akumuluje finanse w postaci kapitału własnego lub długu.
2. Aktywa finansowe są konwertowane na własność lub prawa do własności.
3. Część aktywów jest przeznaczana na zakup usług reklamowych i wynajem pracowników.
4. Wszystkie elementy funkcjonowania firmy zostały ustanowione i rozpoczyna się sprzedaż towarów lub usług dla klienta.

¹ G.V. Smith, R.L. Parr, *Valuation of Intellectual Property and Intangible Assets*, John Wiley & Sons, New York 1994.

W momencie gdy zadowolony klient powraca lub gdy nowy klient pojawia się dzięki rekomendacji poprzedniego klienta, następuje ustanowienie relacji z klientem i powstaje wartość goodwill.

Aby uznać, że mamy do czynienia z wartością niematerialną w sensie ekonomicznym, muszą być spełnione pewne warunki. Wartością niematerialną można w szczególności określić aktywa, które:

- mogą być jednoznacznie zidentyfikowane i opisane,
- są prawnie potwierdzone i chronione,
- są przedmiotem prawa własności, które może być transferowane,
- mogą być potwierdzone jakimś materialnym dowodem (dokumentem) istnienia (np. umowa licencyjna, dowód rejestracji),
- zostały stworzone lub zaczęły funkcjonować w ściśle określonym czasie lub jako wynik jednoznacznie określonych zdarzeń,
- mogą być unicestwione, zaniknąć lub wygasnąć w ściśle określonym czasie lub w wyniku jednoznacznie określonych zdarzeń.

Zjawiska ekonomiczne, które nie spełniają specyficznych, wymienionych wyżej warunków, nie mogą być zakwalifikowane jako aktywa niematerialne, np.:

- udział w rynku,
- wysoka rentowność,
- brak regulacji prawnych (lub, przeciwnie, istnienie regulacji),
- pozycja monopolistyczna,
- potencjał rynku (możliwości wzrostu).

Niemniej wymienione cechy mogą wskazywać, że rozpatrywane aktywa niematerialne danego biznesu mają znaczącą wartość ekonomiczną².

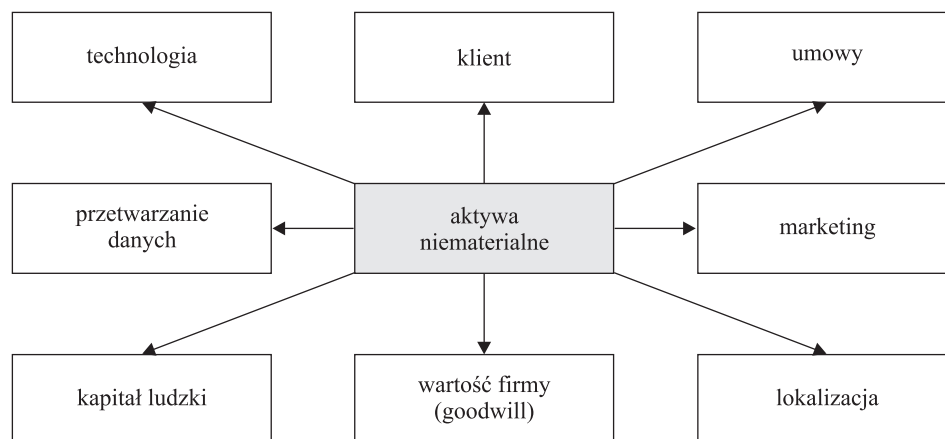
Aktywa niematerialne są dzielone przez ekonomistów i specjalistów wyceny na różne kategorie w celu ogólnej identyfikacji aktywów i klasyfikacji. Najczęściej dzieli się aktywa niematerialne na osiem kategorii: aktywa związane z technologią (np. zaawansowane projekty technologiczne), klientem (np. listy klientów), umową (np. lukratywne umowy z dostawcami), przetwarzaniem danych (np. oprogramowanie komputerowe), kapitałem ludzkim (np. odpowiednio przeszkolony personel), marketingiem (np. znaki towarowe), lokalizacją (np. korzyści wynikające z umów najmu) i wartością goodwill (obecna wartość firmy).

Inną klasyfikację przyjmują G.V. Smith i R.L. Parr, którzy wartości niematerialne dzielą na cztery podstawowe kategorie:

- prawa,
- relacje,
- grupy wartości niematerialnych,
- własność intelektualna³.

² Ibidem.

³ Ibidem.



Rysunek 1. Rodzaje aktywów niematerialnych

Źródło: opracowanie własne.

Każda firma posiada szeroki wachlarz praw, począwszy od prawa do prowadzenia działalności gospodarczej, uzyskanego w procesie rejestracji, poprzez prawa nabyte w związku z kontraktami z innymi firmami lub organami administracji rządowej. Prawa te funkcjonują na podstawie pisemnych umów, które określają szczegóły porozumienia stron, takie jak:

- charakter praw, dóbr lub usług będących przedmiotem umowy,
- okres trwania umowy,
- uwagi dotyczące umowy.

Wśród kategorii praw wyróżnia się kontrakty i umowy franczyzy. Kontrakty reprezentują wartość dla firmy, ponieważ dają firmie prawo do pozyskania dóbr lub usług po korzystnych cenach. Prostą metodą oceny kontraktu jest porównanie go z kontraktami podobnej natury bądź w przypadku danej firmy, bądź jej otoczenia. Wartość praw jest oceniana na podstawie korzyści cenowej lub specyficznych, korzystnych elementów umowy. Wartościowe kontrakty winny zapewniać kontynuację praw, dóbr lub usług, jeśli ich podaż jest limitowana. Najbardziej popularne kontrakty obejmują:

- dzierżawę gruntów o stopie oprocentowania lub warunkach bardziej dogodnych niż oferuje rynek,
- korzystne umowy dystrybucyjne,
- kontrakty menedżerskie,
- porozumienia kapitałowe umożliwiające dostęp do kapitału na dogodniejszych warunkach i o niższym oprocentowaniu,
- polisy ubezpieczeniowe zawierane na korzystniejszych warunkach niż rynkowe,

- umowy na dostarczanie surowców, produktów i usług na dogodnych warunkach,
- licencje lub certyfikaty urzędów rządowych, które są trudne do uzyskania lub wyjątkowo kosztowne,
- prawa do sprzedaży lub użytkowania dóbr o szczególnie niskim poziomie podaży, np. prawa do dystrybucji filmów,
- porozumienia z poprzednimi właścicielami i pracownikami o zaniechaniu konkurencji.

Umowy koncesyjne przybierają postać silną lub słabą, przy czym terminy te nie mają negatywnego znaczenia. Określają jedynie stopień, w jakim koncesjodawca kontroluje koncesjobiorcę. W umowach koncesyjnych szczególnie znaczenie ma znak firmowy, który został opracowany i rozwinięty przez koncesjodawcę i jest wynajmowany przez koncesjobiorcę. Wyróżnia się koncesję w formie silnej, która określa i kontroluje każdy element przedsięwzięcia biznesowego. Przykładem może być restauracja fast food, która począwszy od projektu budynku, poprzez umeblowanie, oznakowanie restauracji, metody przygotowania dań, menu, a skończywszy na ubiorze personelu, kontrolowana jest przez koncesjodawcę. Natomiast forma słaba umowy koncesyjnej polega na patronacie i dostarczaniu przez koncesjodawcę znaku towarowego. Przykładem jest powierzenie przez koncesjodawcę obszaru, na którym mają być sprzedawane jego produkty w sposób dogodny dla koncesjobiorcy.

Firmy tworzą relacje ze swoim otoczeniem, a jedną z najbardziej oczywistych jest relacja firmy z pracownikami. Im wyższy jest stopień specjalizacji personelu, tym większy koszt zastąpienia, a tym samym większa wartość firmy. Każda firma posiada klientów, lecz nie każda ma ustanowione relacje z klientami. Podstawowymi nośnikami wartości w relacji z klientami jest inercja relacji i dostępne informacje na temat klienta. Pod pojęciem inercji relacji rozumie się sytuację, w których nic lub niewiele można uczynić, aby utrzymać klienta. Wysoki stopień inercji ukazuje przykład punktów sprzedaży gazet, których klienci względnie łatwo mogą zmienić źródło dóbr i usługodawcę. Firmy, które potrafią związać klienta ze swoimi produktami lub usługami cechują się niskim stopniem inercji relacji z klientem. Wartość relacji z klientem jest wtedy bardzo duża i decyduje o wartości biznesu, który w przypadku sprzedaży, w związku z posiadaniem stabilnej klienteli, jest wart więcej od firm, które mają niski stopień inercji relacji z klientem. Na szczycie skali inercji znajdują się firmy monopolistyczne, np. spółki dostarczające wodę pitną, których poziom sprzedaży i zysków jest względnie stały, a prawdopodobieństwo bankructwa stosunkowo niewielkie. Paradoksalnie w tym przypadku wartość relacji z klientem jest niska.

2. Motywy wyceny aktywów niematerialnych

Istnieje wiele sytuacji i potrzeb związanych z wyceną aktywów niematerialnych. Poniższa lista charakteryzuje krótko kilka powodów przeprowadzania takiej wyceny odnoszących się do praktyki amerykańskiej:

1. Alokacja ceny zakupu dla celów rachunkowości finansowej. Podstawą rachunkowości przy rejestrowaniu zakupionych aktywów niematerialnych jako części zakupów biznesu kontynuującego swoją działalność jest opinia Rady Zasad Rachunkowości (Accounting Principles Board Opinion) nr 16 i 17.

2. Alokacja ceny zakupu dla celów rachunkowości podatkowej. Kodeks przychodów wewnętrznych (Internal Revenues Code) w sekcji 1060 podaje zasady rachunkowości podatkowej dla aktywów niematerialnych nabytych jako część aktywów biznesu, który kontynuuje swoją działalność. Sekcja 197 tego kodeksu pozwala na amortyzację większości nabywanych aktywów niematerialnych.

3. Oszacowanie wartości przed przejęciem. Po pytaniu „Czy powinniśmy kupić tę firmę?” kluczowe przy planowaniu i przeprowadzaniu przejęcia są pytania: „Ile powinniśmy zapłacić?” oraz „Jak powinniśmy skonstruować umowę?”. Jeśli aktywa niematerialne są istotnym elementem obiektu przejęcia, wycena pomoże odpowiedzieć na wiele z tych pytań.

4. Zakup wybranych aktywów. Strategia przejęcia może obejmować tylko zakup konkretnych aktywów niematerialnych, takich jak: projekty produktów, patenty, specjalne procesy, zastrzeżoną technologię.

5. Zdobycie finansowania. Wiele instytucji finansowych rozważa wartość aktywów generujących przepływy pieniężne przy podejmowaniu decyzji o udzieleniu pożyczki. Jeśli się na to zdecydują, zazwyczaj wymagają niezależnej wyceny finansowania opartego na aktywach i finansowania opartego na przepływach pieniężnych, albo dla aktywów niematerialnych, które stanowią zastaw w zobowiązaniach pożyczkowych lub liniach kredytowych.

6. Analiza bankructwa i reorganizacji. Wycena aktywów niematerialnych dłużnika może być niezbędna przy ocenie proponowanego planu reorganizacji, ilościowego ujęcia pozycji zastawu zabezpieczonej wierzytelności, identyfikacji jakiegokolwiek anulowania dochodu z tytułu długu albo dla innych celów księgowych czy podatkowych związanych z bankructwem.

7. Ustanowienie odpowiednich tantiem dla licencjobiorcy i licencjodawcy. Wycena niematerialnego składnika aktywów jest kluczowa przy określaniu odpowiednich stawek tantiem związanych z użytkowaniem, licencjonowaniem lub franczyzą patentów, technologii, znaków towarowych lub marek, utworów muzycznych lub literackich.

8. Ustanowienie uczciwego transferu cen wewnątrz firmy. Sekcja 482 Kodeksu przychodów wewnętrznych, dotycząca alokacji dochodu i odliczeń wśród

podatników, mówi, że „W przypadku jakiegokolwiek transferu własności niematerialnej dochód z tytułu takiego transferu lub licencji powinien być współmierny do dochodu, jaki można przepisać temu składnikowi aktywów niematerialnych”.

9. Planowanie i zgodność opodatkowania dochodu. Wycena aktywów niematerialnych może być konieczna dla potwierdzenia odliczenia darowizny na cele dobroczynne lub odliczenia straty z powodu odstąpienia dla ustanowienia podstawy amortyzacji, dla oszacowania integralnego zysku podatkowego z tytułu zmiany statusu spółki z kapitałowej (odrębnej od właścicieli) na osobową oraz dla wykazania rozsądnych płatności tantiem/dywidend.

10. Podatki od wartości. Wycena aktywów niematerialnych jest istotną częścią wyceny opodatkowanej jednostki w ramach metody jednostkowej albo metody sumarycznej wyceny podatku od własności.

11. Wsparcie sporów i rozwiązywanie kwestii spornych. Wycena aktywów niematerialnych jest często wymagana przy sprawach o naruszenie i złamanie kontraktu, szkody cywilne i inne rodzaje sporów gospodarczych.

12. Tworzenie i rozwiązywanie biznesu. Kiedy następuje fuzja biznesów albo praktyk profesjonalistów, alokacja kapitału własnego (zakładowego) jest często funkcją względnego wkładu aktywów niematerialnych (np. klientów, patentów). Kiedy biznesy lub praktyki profesjonalistów są rozwiązywane, płatności często wiążą się z wartością aktywów niematerialnych (np. klientów, patentów) transferowanych z biznesu⁴.

3. Metody wyceny aktywów niematerialnych

Spółki dysponujące dobrze znanymi znakami firmowymi i znakami towarowymi często wykazują wyższe wskaźniki cena/zysk, cena/sprzedaż, cena/wartość księgowa aniżeli firmy niebędące w posiadaniu takich znaków. Tego rodzaju wartości niematerialne mogą być wyceniane za pomocą różnych metod. Stosunkowo częstą praktyką jest dodawanie do wyniku wyceny przeprowadzonej klasyczną metodą DCF odpowiedniej „premi z tytułu znaku firmowego (towarowego)”, co może prowadzić do poważnego przeszacowania wartości. Jest to zresztą dość dziwna praktyka, bowiem wyższe wpływy i rentowność wynikające z posiadania znaku firmowego powinny być już uwzględnione w prognozie przepływów pieniężnych. W celu wyceny wartości samego znaku należałoby liczyć wartość spółki na podstawie przepływów generowanych z wykorzystaniem znaku, odejmując od tej wartości analogiczną wartość wyznaczoną przy założeniu funkcjonowania na rynku bez przedmiotowego znaku. Problemem jest oczywiście oszacowanie tej drugiej wartości.

⁴ S.P. Pratt, R.F. Reilly, R.P. Schweihs, *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, Irwin, Chicago 1996, s. 541-542.

W praktyce wyceny stosuje się trzy podejścia – grupy metod służące szacowaniu wartości różnych aktywów niematerialnych, w tym znaków towarowych i praw autorskich. Są to:

- podejście kosztowe (*Cost Approach Methods*),
- podejście rynkowe (*Market Approach Methods*),
- podejście dochodowe (*Income Approach Methods*).

Podejście kosztowe jest zalecane i najczęściej stosowane do wyceny aktywów niematerialnych, gdy:

- koszty wytworzenia aktywów niematerialnych są dobrze zidentyfikowane, a aktywa są stosunkowo nowe i nieznacznie zużyte.
- wycenie podlegają aktywa niematerialne o specjalnym przeznaczeniu, wytworzone przez dany podmiot. Aktywa tego rodzaju nie są częstym przedmiotem obrotu na rynku, trudno więc o uzyskanie odpowiednich informacji porównawczych,
- porównywalne transakcje sprzedaży/umów licencyjnych są niedostępne. Aktywa niematerialne mogą mieć nietypowy charakter i jeżeli nie generują strumienia dochodów, podejście dochodowe jest bezużyteczne. Niekiedy jedynym możliwym sposobem wyceny jest podejście kosztowe⁵.

Punktem wyjścia w podejściu kosztowym jest określenie skali zmniejszenia użyteczności wycenianych aktywów niematerialnych z tytułu:

- zużycia fizycznego;
- przestarzałości funkcjonalnej,
- zużycia technologicznego (będącego specyficzną formą przestarzałości funkcjonalnej),
- zużycia ekonomicznego (zwanego często zużyciem zewnętrznym)⁶.

Wychodząc od wartości (kosztu) odtworzenia nowych aktywów niematerialnych, analogicznie jak w przypadku aktywów wycenianych, w kolejnych fazach wyceny należy dokonać korekty odzwierciedlającej wymienione wyżej rodzaje zużycia.

Do aktywów niematerialnych, stosunkowo często wycenianych według podejścia kosztowego, należą: programy komputerowe i zautomatyzowane bazy danych, rysunki techniczne i dokumentacja, wzory chemiczne, receptury dotyczące żywności i innych produktów. Przyjmuje się, że nawet w przypadku aktywów niematerialnych, które są używane do generowania dochodu firmy, warto rozważyć zastosowanie podejścia kosztowego, o ile dostępne są w miarę dokładne szacunki kosztów zastąpienia.

Można mówić o dwóch rodzajach metod zaliczających się do podejścia rynkowego:

⁵ Ibidem, s. 559-560.

⁶ Ibidem, s. 560.

- metodzie transakcji rynkowych, która wiąże się z zebraniem odpowiednich danych dotyczących porównywalnych aktywów niematerialnych, które zostały kupione lub sprzedane,
- metodzie licencji/opłat porównywalnych, która wiąże się z zebraniem odpowiednich danych dotyczących porównywalnych aktywów niematerialnych, które zostały kupione lub sprzedane na podstawie umowy licencji⁷.

Wycena wartości niematerialnych jest sztuką, gdyż w zależności od celu i szczegółowych uwarunkowań wyceny istnieje mniejszy lub większy zakres swobody i poszukiwań analityka dokonującego wyceny. Rzeczoznawca zajmuje się wyceną rzeczy, które są postrzegane zmysłami, natomiast analityk wyceniający wartości niematerialne – z racji niematerialnego przedmiotu wyceny – jest zmuszony do stosowania różnorodnych metod analitycznych. W Polsce metodyka wyceny nie wychodzi poza gabinety renomowanych firm konsultingowych, istnieje więc potrzeba stworzenia systemu kształcenia i weryfikacji kompetencji konsultantów zajmujących się wyceną wartości niematerialnych⁸.

Tabela 1. Przydatność metod wyceny z uwzględnieniem aktywów niematerialnych

Rodzaje aktywów niematerialnych i prawnych	Metoda zalecana w pierwszej kolejności	Metoda zalecana w drugiej kolejności	Metoda stosowana sporadycznie
Patenty i technologie	dochodowa	rynkowa	kosztowa
Znaki towarowe i marki	dochodowa	rynkowa	kosztowa
Prawa autorskie	dochodowa	rynkowa	kosztowa
Zgromadzona siła robocza	kosztowa	dochodowa	rynkowa
Systemy informacyjne	kosztowa	rynkowa	dochodowa
Produkty informatyczne	dochodowa	rynkowa	kosztowa
Sieć dystrybucji	kosztowa	dochodowa	rynkowa
Depozyty bankowe na żądanie	dochodowa	rynkowa	kosztowa
Franczyza	dochodowa	rynkowa	kosztowa
Wypracowane przez firmę procedury	kosztowa	dochodowa	rynkowa

Źródło: G.V. Smith, R.L. Parr, *Valuation of Intellectual Property and Intangible Assets*, John Wiley & Sons, New York 1994, s. 298.

W tabeli 1 ujęto najważniejsze rodzaje aktywów niematerialnych i prawnych oraz rekomendowane metody ich wyceny według stopnia preferencji. Metody zalecane w pierwszej kolejności to te, od których oczekuje się dostarczenia najbardziej wiarygodnych szacunków wartości danego rodzaju aktywów. Metody zalecane w drugiej kolejności to te, które mogą być użyteczne, ale wykazują zwy-

⁷ Ibidem, s. 564.

⁸ A. Podszywałow, D. Pelc, *Wycena wartości niematerialnych i prawnych w praktyce*, ODDK, Gdańsk 1999.

kle pewne ułomności. Metody te mogą być użyteczne do testowania i wspierania (potwierdzania) wyników uzyskanych za pomocą metod zalecanych w pierwszej kolejności (*sanity check*). Metody stosowane sporadycznie (*weak approaches*) to te, które mogą dostarczyć wiarygodnych szacunków wartości, o ile spełnione są pewne warunki. O wystąpieniu takich warunków mówi się wtedy, gdy możliwe jest wiarygodne wnioskowanie o wartości, w przeciwieństwie do wyników wyceny uzyskanych za pomocą standardowych metod zalecanych w pierwszej lub drugiej kolejności⁹.

4. Proste przykłady wyceny znaków towarowych i firmowych oraz praw autorskich

Wskazania dotyczące wartości aktywów niematerialnych uzyskiwane są niekiedy pośrednio, jak miało to miejsce w przypadku zredukowania przez firmę Philip Morris ceny sprzedaży swojego flagowego produktu. Chcąc powstrzymać rosnący udział w rynku papierosów sprzedawanych bez zastrzeżonych prawnie znaków towarowych (*generic discount cigarettes*), koncern ogłosił 2 kwietnia 1993 r. 20-proc. obniżkę cen papierosów marki Marlboro. Niemarkowe papierosy zwiększyły znacząco udział w rynku, co nie było zaskoczeniem w warunkach słabej koniunktury, powodującej odchodzenie wielu konsumentów od tradycyjnych, markowych wyrobów. Papierosy niemarkowe uzyskały prawie 36-proc. udział w rynku od czasu zastoju, jaki miał miejsce w 1981 r. Na początku lat 90. niektórzy analitycy szacowali, że udział papierosów niemarkowych może osiągnąć na koniec wieku aż 50%.

Różnica w cenie między papierosami markowymi a niemarkowymi przed 2 kwietnia 1993 r. wynosiła 1,40 USD za paczkę. Papierosy niemarkowe można było nabyć w niektórych sklepach za 1 USD, podczas gdy markowe Marlboro sprzedawano w detalu po 2,40 USD za paczkę. Philip Morris uznał, że zmniejszając różnicę w cenie, spowolni wzrost udziału rynkowego papierosów niemarkowych. Analitycy z Wall Street oceniali, że obniżka ceny Marlboro zredukuje zysk koncernu przed opodatkowaniem o 2 mld USD z 5,2 mld uzyskanych w poprzednim roku podatkowym. Ogłoszenie obniżki spowodowało duży wzrost obrotów akcjami firmy, których cena spadła o 23 p.p. jednego dnia. Cena zamknięcia z dnia 2 kwietnia oznaczała jednodniową utratę wartości rzędu 13 mld USD, która w całości może być przypisana redukcji wartości znaku towarowego Marlboro. Ekstrapolacja tego wydarzenia może być wykorzystana do dokonania szacunku znaku towarowego Marlboro. Skoro 13 mld USD odpowiada 20% wartości znaku

⁹ G.V. Smith, R.L. Parr, *Valuation of Intellectual Property and Intangible Assets*, John Wiley & Sons, New York 1994.

towarowego przed redukcją ceny, to można przyjąć, że znak Marlboro był wart 65 mld USD przed 2 kwietnia 1993 r. i 52 mld USD po tej dacie¹⁰.

Znak towarowy Marlboro nadal zapewnia uzyskiwanie premii cenowej w stosunku do papierosów niemarkowych. Istnieje też ogromna rzesza lojalnych konsumentów papierosów Marlboro, aczkolwiek wskazana została górna granica cenowa, którą będą oni gotowi zapłacić za image i mistykę ulubionego znaku. Warto nadmienić, że z szacunków dokonanych w październiku 1997 r. przez „Financial World” wynikało, że znak towarowy Marlboro miał wówczas wartość 47,6 mld USD, co oznaczało pewien spadek w stosunku do wartości wyznaczonej po ogłoszeniu redukcji ceny sprzedaży 2 kwietnia 1993 r. W tamtym czasie był to jednak nadal jeden z najbardziej wartościowych znaków towarowych na świecie¹¹.

Jednym z prostszych sposobów wyceny znaków firmowych jest wykorzystanie podejścia opartego na porównaniu wskaźnika cena/sprzedaż dotyczącego przedsiębiorstwa dysponującego dobrze rozpoznawanym znakiem firmowym z analogicznym wskaźnikiem odnoszącym się do firmy wytwarzającej identyczne produkty pod znakiem, który nie jest ogólnie rozpoznawany. Dzięki dobrze rozpoznawanemu znakowi firma może żądać wyższych cen za te same produkty, uzyskując w ten sposób wyższą rentowność sprzedaży, a zarazem zwiększony poziom wskaźnika cena/sprzedaż i finalnie wartość spółki. Im wyższa jest premia cenowa z tytułu posiadania znaku, tym wyższa wartość tego znaku. Wartość znaku firmowego może zostać zapisana w następujący sposób:

$$(V/S_b - V/S_s) \times S_b,$$

gdzie:

V/S_b – wskaźnik cena/sprzedaż w spółce dysponującej dobrze znanym znakiem firmowym,

V/S_s – wskaźnik cena/sprzedaż w spółce niedysponującej dobrze znanym znakiem firmowym,

S_b – wartość sprzedaży w spółce dysponującej dobrze znanym znakiem firmowym.

Założmy, że wyceniamy rozpoznawany na rynku znak firmowy w spółce, która sprzedała w ostatnim roku sprawozdawczym produkty za 340 mln PLN. Wskaźnik cena/sprzedaż w tej spółce wynosi 2,4. Analogiczny wskaźnik w podobnej spółce, wytwarzającej ten sam zestaw produktów, ale niedysponującej dobrze rozpoznawanym znakiem firmowym kształtuje się na poziomie 1,8. Wartość znaku firmowego wynosi więc:

¹⁰ Ibidem, s. 165-167.

¹¹ D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999, s. 359.

$$(V/S_b - V/S_s) \times S_b = (2,4 - 1,8) \times 340 \text{ mln PLN} = 204 \text{ mln PLN}$$

Wartość całej spółki dysponującej dobrze rozpoznawanym znakiem firmowym wynosi: $2,4 \times 340 \text{ mln PLN} = 816 \text{ mln PLN}$, co oznacza, że około 25% wartości spółki może być przypisane do wartości znaku firmowego (warto przypomnieć, że w ujęciu tym na wartość całej spółki składają się wartość kapitału własnego oraz wartość zadłużenia).

Jak wspomniano wcześniej, wartość znaku firmy można również oszacować, stosując metodę odtworzeniową (kosztową), która polega na ustaleniu kosztów wprowadzenia porównywalnej nazwy lub stworzenia porównywalnej firmy. Metoda ta zalecana jest branżom stabilnym, o wieloletniej tradycji i z prowadzoną statystyką. Według szacunków analityków amerykańskich wprowadzenie jednego produktu spożywczego kosztuje od 75 do 100 mln USD, a prawdopodobieństwo sukcesu wynosi około 15%.

Według innego podejścia, stosowanego wobec spółek znajdujących się w obrocie publicznym, punktem wyjścia wyceny marki firmy jest wartość rynkowa spółki (czyli jej kapitalizacja rozumiana jako iloczyn ceny i liczby akcji). Stosując wskaźnik cena/sprzedaż, porównano spółkę dysponującą rozpoznawanym znakiem z analogiczną spółką bez takiego znaku. Tym razem od wartości rynkowej spółki dysponującej znakiem odejmuje się wartość aktywów materialnych (wycena majątkowa) tej spółki, a następnie koryguje się uzyskany w ten sposób wynik o wartość innych składników wartości niematerialnych poza znakiem firmy. Chodzi tu w szczególności o takie pozycje, jak: koszty organizacji poniesione przy założeniu lub późniejszym rozszerzaniu spółki, koszty prac rozwojowych, prawa do projektów, wynalazków i patentów, prawo wieczystego użytkowania gruntu, a także wartość określonych uprawnień, licencji i innych praw (pojawia się tu problem właściwej wyceny wymienionych wartości niematerialnych i prawnych, któremu poświęconych jest wiele publikacji w USA, Wielkiej Brytanii i innych krajach; w Polsce to zagadnienie nie jest jeszcze odpowiednio wyeksponowane, mimo coraz większego znaczenia wartości niematerialnych i prawnych w ogólnej wartości przedsiębiorstw).

Koszt i wartość znaku jest w omawianym ujęciu funkcją wieku znaku (starszy znak ma większą wartość), jego zdolności wejścia na rynek, skumulowanych wydatków na reklamę oraz aktualnego udziału w reklamie w swojej branży (udział w reklamie wiąże się z przewagą rynkową). Wartość znaku jako procent wartości całej firmy (czyli wszystkich jej aktywów) jest zróżnicowana zarówno sektorowo, jak i w poszczególnych firmach. Z różnych analiz wynika, że wartość znaku praktycznie nie występuje w takich branżach, jak metale i surowce budowlane. Jest stosunkowo niska w energetyce konwencjonalnej. Wysoko cenione są natomiast znaki firm farmaceutycznych, odzieżowych, kosmetycznych, napojów i różnych produktów spożywczych i tytoniowych. Branding ważny jest również na rynku

dóbr luksusowych. W tabelach 2 i 3 zestawiono najbardziej wartościowe znaki firmowe w latach 2014 i 2015 oszacowane według dwóch różnych metodologii (Interbrand i Brand Finance).

Tabela 2. Najbardziej wartościowe znaki firmowe w 2014 r. według Interbrand

Znak	Wartość w mld USD	Znak	Wartość w mld USD
Apple	118,9	Nike	19,9
Google	107,4	American Express	19,5
Coca-Cola	81,6	Pepsi	19,1
IBM	72,2	SAP	17,3
Microsoft	61,2	IKEA	15,9
General Electric	45,5	UPS	14,5
Samsung	45,5	Ebay	14,4
Toyota	42,4	Facebook	14,3
McDonald's	42,3	Pampers	14,1
Mercedes-Benz	34,3	Volkswagen	13,7
BMW	34,2	Kellogg's	13,4
Intel	34,2	HSBC	13,1
Disney	32,2	Budweiser	13,0
Cisco	30,9	JP Morgan	12,5
Amazon	29,2	Zara	12,1
Oracle	26,0	Canon	11,7
Hewlett-Packard	23,8	Nescafe	11,4
Gillette	22,9	Ford	10,9
Louis Vuitton	22,6	Hyundai	10,4
Honda	21,7	Gucci	10,4
H&M	21,1	Phillips	10,3

Źródło: Interbrand, www.bestglobalbrands.com/2014/ranking/ [17.09.2015].

Tabela 3. Najbardziej wartościowe marki świata w 2015 r. według Brand Finance

Marka	Miejsce w 2015	Miejsce w 2014	Wartość marki w 2015 (mld USD)	Wartość marki w 2014 (mld USD)	Zmiana (%)	Rating marki
Apple	1	1	128,303	104,680	+23	AAA
Samsung	2	2	81,716	78,752	+4	AAA-
Google	3	3	76,683	68,620	+12	AAA
Microsoft	4	4	67,060	62,783	+7	AAA
Verizon	5	5	59,843	53,466	+12	AAA-
AT&T	6	7	58,820	45,410	+30	AA+
Amazon	7	8	56,124	45,147	+24	AAA-
General Electric	8	6	48,019	52,533	-9	AA+
China Mobile	9	13	47,916	31,845	+50	AAA-
Walmart	10	9	46,737	44,779	+4	AA+

Źródło: *Global 500 2015. The annual report on the world's most valuable global brands*, http://brandfinance.com/images/upload/brand_finance_global_500_2015.pdf/ [17.09.2015].

W praktyce stosowanych jest wiele innych poza przedstawionymi sposobów szacowania wartości znaku firmy, z których do najbardziej znanych należą: metoda cen premiowych (bada się, o ile więcej klienci są gotowi zapłacić za produkty z danym znakiem w stosunku do produktu bez znaku) oraz metoda preferencji klientów (ocenia się wpływ nazwy marki na jej cenę poprzez preferencje lub intencje zakupu przez klientów)¹². Trzeba jednak podkreślić, że w przypadku wyceny aktywów niematerialnych, które są przedmiotem transakcji rynkowych, najbardziej naturalnym i oczywistym sposobem wyceny jest podejście dochodowe. W dalszej części zaprezentowano prosty przykład wyceny wartości licencji na wykorzystywanie praw autorskich do książki dokonanej za pomocą metody DCF.

Założmy, że na zlecenie wydawnictwa mamy wycenić wartość licencji na wykorzystywanie praw autorskich do określonego utworu, np. książki. Właścicielem tych praw jest autor, który po negocjacjach z różnymi wydawnictwami zdecydował się zawrzeć umowę z jednym z nich. Właśnie to wydawnictwo zwróciło się do nas z prośbą o wycenę. Umowa między wydawnictwem a autorem polega na przekazaniu wydawnictwu prawa do druku i sprzedaży książki w okresie najbliższych 5 lat. W kontrakcie zastrzeżono, że w okresie jego obowiązywania autor nie zawrze umowy z innym wydawcą. Założenia dotyczące przewidywanych przepływów pieniężnych netto związanych z omawianą umową są następujące:

1. Oczekuje się, że dzięki sprzedaży książki wydawca będzie uzyskiwał w każdym z 3 pierwszych lat obowiązywania umowy nadwyżkę pieniężną netto (*cash flow* netto po opodatkowaniu) w wysokości 150 tys. USD. W ostatnich 2 latach przewidywany jest *cash flow* netto po opodatkowaniu równy 100 tys. USD rocznie. Wspomniany *cash flow* jest różnicą pomiędzy wpływami ze sprzedaży (*cash in*) książek a wszystkimi wypływami (*cash out*). Wpływy (wydatki) obejmują: koszty produkcji książek, koszty promocji, koszty dystrybucji, uzgodnione z autorem płatności z tytułu zawartej umowy (*author royalties*), podatek dochodowy i inne wydatki związane z czerpaniem pożytków z umowy.

2. Na podstawie wcześniejszych doświadczeń ze sprzedaży podobnych książek założono, że 40% przepływów pieniężnych generowanych w każdym roku będzie pochodziło od największych organizacji zamawiających hurtowe ilości książek. Przyjęto, że przepływy pieniężne od tej grupy klientów są stabilne i stosunkowo łatwo przewidywalne. Koszt kapitału odzwierciedlający ryzyko tych przepływów wynosi 7%.

3. Pozostałe 60% przepływów pieniężnych netto będzie pochodziło od pozostałych klientów, którymi są księgarnie, sklepy i indywidualni nabywcy. Ten

¹² Ciekawe rozważania na temat wyceny znaków firmowych i znaków towarowych zawierają: T. Blackett, *Brand and Trademark Valuation – What's Happening Now?*, „Marketing, Intelligence & Planning” November 1993, s. 28-30; J. Murphy, *Assesing the Value of Brands*, „Long Range Planning” June 1990, s. 23-29; M. Mullen, *What Is a Brand Name or Trademark Really Worth – How Can That Value Be Measured?*, „Journal of Business” October 1990, s. 203-212.

segment rynku cechuje większa niepewność i zmienność, co oznacza, że jest bardziej ryzykowny. Koszt kapitału odpowiedni do dyskontowania tych przepływów wynosi 10%.

Tabela 4. Wycena licencji na wykorzystanie praw autorskich do czerpania korzyści ze sprzedaży książki w okresie obowiązywania umowy

Rok	Przepływy pieniężne netto ze sprzedaży książki od dużych organizacji (hurt)	Wartość bieżąca PV przepływów netto od hurtowników ($k = 7\%$)	Pozostałe przepływy pieniężne netto ze sprzedaży książki (detal)	Wartość bieżąca PV przepływów netto od detalistów ($k = 10\%$)
1	2	3	4	5
1	60 000	56 075	90 000	81 818
2	60 000	52 406	90 000	74 380
3	60 000	48 978	90 000	67 618
4	40 000	30 516	60 000	40 981
5	40 000	28 519	60 000	37 255
Razem	–	216 494	–	302 053

Źródło: opracowano na podstawie A. Damodaran, *The Value of Intangibles*, s. 8-9, <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/ovhds/dam2ed/intangibles.pdf> [17.09.2015].

Dodając sumy wartości bieżących PV ujęte w kolumnie 3 i 5, otrzymujemy łączną wartość licencji na wykorzystywanie praw autorskich do przedmiotowej książki w wysokości 518,6 tys. USD (w zaokrągleniu).

5. Najważniejsze współcześnie problemy związane z wyceną aktywów niematerialnych

W wielu przypadkach dużym wyzwaniem jest sama identyfikacja, a później wycena różnych niematerialnych składników majątku przedsiębiorstw. Oprócz wspomnianych wcześniej znaków towarowych i firmowych oraz praw autorskich mogą to być takie aktywa niematerialne, jak: wartość sieci, patenty, wzory użytkowe, receptury, prawa autorskie, prawa wydawnicze, prawa do użycia wizerunku, licencje, koncesje, kontrakty, certyfikaty, programy komputerowe, bazy danych, zgromadzona i przeszkolona kadra. Lista różnych aktywów niematerialnych, w wielu przypadkach niewystępujących w księgach firmy, może być bardzo długa. Sposoby wyceny tych aktywów często następczą poważnych trudności.

Wartość kadry lub – mówiąc bardziej precyzyjnie – wartość zgromadzonych i przeszkolonych zasobów pracy (*assembled and trained workforce*) jest niematerialnym aktywem w ramach kapitału ludzkiego, często identyfikowanym i wycenianym w trakcie fuzji, przejęć czy innych transakcji kupna-sprzedaży przedsiębiorstw. Zgromadzone zasoby pracy najczęściej są wyceniane za pomo-

cą podejścia kosztowego poprzez oszacowanie kosztów rekrutacji i asymilacji pracowników. Teoretycznie wynagrodzenie pracowników jest określone według stawek rynkowych, pojawia się jednak korzyść wynikająca właśnie ze zgromadzenia, przeszkolenia i zorganizowania zasobów pracy. Gdy zasoby pracy zostaną już zgromadzone, aktywa te często są postrzegane jako samoodtwarzające się i dlatego traktuje się je jako aktywa o nieskończonym cyklu życia lub aktywa niezużywające się.

Wartość zgromadzonych zasobów pracy jest w wielu przypadkach ważnym składnikiem wartości biznesu, brany pod uwagę w transakcjach kupna-sprzedaży przedsiębiorstw. Mimo ogólnej zgody co do znaczenia tego elementu w strukturze aktywów firmy występują różnice w podejściach i szczegółowych metodach szacowania jego wartości. Najczęściej stosowanym sposobem wyceny zgromadzonych zasobów pracy jest podejście kosztowe. Wyniki wyceny mogą być jednak zróżnicowane, w zależności od jakości wykorzystywanych informacji oraz przyjmowanych założeń.

W wycenie przedsiębiorstw coraz częściej pojawiają się pozycje, które można określić mianem zobowiązań i należności warunkowych (*contingent receivables and contingent liabilities*)¹³. Przykładowo jeżeli w stosunku do wycenianej firmy z roszczeniem odszkodowawczym występuje inny podmiot, a wynik sporu nie jest przesądzony, to mamy problem z oszacowaniem wpływu tej sytuacji na wartość kapitału własnego. Oczywiście jest, że firma obciążona takim roszczeniem będzie zwykle wyceniana niżej niż analogiczny podmiot wolny od takiego problemu, a różnica w wycenie będzie funkcją postrzeganej przez rynek wartości bieżącej roszczenia i przypisywanego temu zdarzeniu prawdopodobieństwa realizacji. Z drugiej strony firma występująca z uprawdopodobnionym roszczeniem wobec innego przedsiębiorstwa, instytucji, Skarbu Państwa czy osoby fizycznej będzie z kolei wyceniana wyżej niż analogiczny podmiot bez takiego roszczenia. Jeżeli pozytywne rozstrzygnięcie sporu zwiększy przepływy pieniężne netto firmy, to wzrośnie jej wartość. Rynek wycenia takie szanse na dodatkowy zarobek i w przypadku spraw spornych o dużej wartości może to być ważny składnik oczekiwanej i zrealizowanej przez inwestorów stopy zwrotu.

W przypadku firm, dla których sprawy sporne są typowym i nieodłącznym elementem prowadzenia biznesu, a rozstrzygnięcia mają względnie trwałe, powtarzalny rozkład, problem ten rozwiązuje się zwykle w sposób naturalny przez uwzględnianie statystyki przegranych/wygranych spraw bezpośrednio w prognozowanych przepływach pieniężnych. Natomiast w sytuacji niepowtarzalnych, trudnych w zakresie oceny prawdopodobieństwa sukcesu oraz dość znaczących wartościowo sporów ryzyko wyceny istotnie wzrasta. Pomiar i wycena zobo-

¹³ Temat ten jest poruszany w literaturze, jednak nawet w znanych pracach z zakresu wyceny przedsiębiorstw poświęca się mu raczej niewiele miejsca.

wiązań i należności warunkowych jest wtedy obiektywnie dużym wyzwaniem i poważnym czynnikiem ryzyka w procesie szacowania wartości przedsiębiorstw. Wzrasta bowiem niepewność, co wynika ze zwiększenia potencjalnej zmienności zwrotów i ma odzwierciedlenie w rzeczywistej zmienności cen (czyli realizowanych faktycznie zwrotów).

Istotnym wyróżnikiem, a jednocześnie ogromnym wyzwaniem procesów wyceny aktywów niematerialnych jest ponadprzeciętna zmienność wartości w czasie oraz duży rozrzut potencjalnych wyników w zależności od przyjętego scenariusza zastosowania danego składnika aktywów niematerialnych. W pierwszym przypadku chodzi o dużą wrażliwość wyceny aktywów niematerialnych na oddziaływanie różnych czynników makro- i mikroekonomicznych. Tak duża na tle innych aktywów zmienność odzwierciedla zdecydowanie większe ryzyko inwestowania w aktywa niematerialne. Konsekwencją tego jest niechęć banków i innych instytucji pożyczkowych do finansowania tego typu przedsięwzięć. Dlatego tworzenie bądź kupno aktywów niematerialnych finansowane jest zazwyczaj kapitałem własnym. Często są to specjalne fundusze podwyższonego ryzyka przeznaczone na takie inwestycje.

Natomiast wspomniany duży rozrzut potencjalnych szacunków wartości w zależności od przyjętego scenariusza zastosowania danego składnika aktywów niematerialnych wynika stąd, że oczekiwana wartość aktywów jest w dużej mierze funkcją skali środków zainwestowanych w ich rozwój. Przykładowo znak towarowy jest m.in. funkcją nakładów na marketing. Dobrze wydane środki na promocję produktu sprzedawanego pod daną marką mogą znacząco zwiększyć wartość samej marki. Z kolei brak takich nakładów będzie zwykle oznaczał stopniowe zanikanie rozpoznawalności danego znaku towarowego i *ceteris paribus* zmniejszanie jego wartości.

Kolejnym wyzwaniem wyceny aktywów niematerialnych jest to, że w wielu przypadkach wykorzystanie takich aktywów ma charakter opcyjny, to znaczy, że na ich wartość składa się też wartość różnych opcji. Przykładowo zakupując patent (czyli prawo do rozwoju i komercjalizacji podlegającego ochronie wynalazku), kupujemy opcję na prowadzenie prac rozwojowych, a w przypadku pozytywnego rezultatu tych prac (rozrzut wyników może być bardzo duży) mamy kolejną opcję – opcję komercjalizacji (również w różnej skali). Wycenie opcji służą różne szczegółowe metody, spośród których najbardziej znane są model dwumianowy oraz model Blacka-Scholesa. Typowe aktywa niematerialne mające charakter opcji to patenty, znaki towarowe, licencje, prawa autorskie i prawa do wykorzystania wizerunku.

Podsumowanie

Do najcenniejszych aktywów będących w dyspozycji przedsiębiorstw, które odniosły sukces, należą aktywa niematerialne, reprezentowane przede wszystkim przez własność intelektualną. W gospodarce światowej można dostrzec wyraźny trend przechodzenia od gospodarki opartej głównie na zasobach materialnych do gospodarki, w której warunkiem sukcesu jest aktywność umysłowa. Tradycyjnie silne gałęzie gospodarki, takie jak przemysł wydobywczy czy metalowy, określane często jako przemysły „dymiących kominów”, ustępują obecnie gałęziom gospodarki, których dynamizm opiera się na kapitale intelektualnym. Przemysł elektroniczny, teleinformatyczny, farmaceutyczny i rozrywkowy oraz szeroko rozumiane usługi są siłami napędowymi zachodzących zmian.

Trend wzrastającej roli wartości niematerialnych i prawnych może tylko przybierać na sile. Wydaje się, że dematerializacja ekonomii będzie nadal znakiem obecnych czasów, a przemysły symboliczne, takie jak: tworzenie software, media, e-commerce, internet, reklama, public relations, konsulting, wiedza, będą stopniowo zyskiwać przewagę nad przemysłami produkującymi dobra materialne.

Nie ulega wątpliwości, że dynamiczny rozwój internetu zwielokrotnił znaczenie wartości niematerialnych i prawnych w związku z ochroną indywidualnych oznaczeń wykorzystywanych w adresach internetowych. W tym sensie można się zgodzić z poglądem, że mamy do czynienia z rewolucją, której synonimem są używane niekiedy terminy *new economy* lub *e-economy*. Tradycyjne metody opisu i analizy przedsiębiorstw są coraz częściej zawodne. Pojawiają się problemy identyfikacji i wyceny źródeł wartości przedsiębiorstw operujących w tych nowoczesnych dziedzinach. O tym, że problemy takie istnieją, świadczy m.in. skala i gwałtowność zmian cen na spółki operujące w sektorze teleinformatycznym oraz skrajnie rozbieżne opinie ekspertów zajmujących się monitorowaniem i wyceną takich przedsiębiorstw. Problematyka identyfikacji, opisu, analizy i wyceny wartości niematerialnych i prawnych będzie z pewnością przedmiotem wzmożonego zainteresowania teorii i praktyki, co wynika z ich ogromnej złożoności i równocześnie niespotykanej wcześniej dynamiki zmian.

Literatura

- Blackett T., *Brand and Trademark Valuation – What's Happening Now?*, „Marketing, Intelligence & Planning” November 1993.
- Damodaran A., *The Value of Intangibles*, <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/ovhds/dam2ed/intangibles.pdf> [17.09.2015].
- Global 500 2015. The annual report on the world's most valuable global brands*, http://brandfinance.com/images/upload/brand_finance_global_500_2015.pdf [17.09.2015].
- Interbrand, www.bestglobalbrands.com/2014/ranking/ [17.09.2015].

- Mullen M., *What Is a Brand Name or Trademark Really Worth – How Can That Value Be Measured?*, „Journal of Business” October 1990.
- Murphy J., *Assesing the Value of Brands*, „Long Range Planning” June 1990.
- Podrzywałow A., Pelc D., *Wycena wartości niematerialnych i prawnych w praktyce*, ODDK, Gdańsk 1999.
- Pratt S.P., Reilly R.F., Schweihs R.P., *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, Irwin, Chicago 1996.
- Smith G.V., Parr R.L., *Valuation of Intellectual Property and Intangible Assets*, John Wiley & Sons, New York 1994.
- Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999.

Key challenges in valuation of intangible assets

Abstract. *This paper is devoted to key challenges in the valuation of intangible assets, which are nowadays the most important assets in most sectors. The definition and categories of intangible assets have been presented. Furthermore, the motivations for and methods of intangible asset valuation have been discussed. Several examples of the valuation of intangible assets have also been presented.*

Keywords: *valuation, intangible assets*