

## Opinia

**dotycząca metodologii przeprowadzania wyceny mniejszościowych udziałów w spółce, których przejęcie przez pozostałych wspólników zostało unieważnione na drodze sądowej.**

Opinia wykonana w związku z koniecznością ustalenia wysokości należnego odszkodowania za bezprawne pozbawienie wspólnika jego udziałów.

### Wstęp:

Opracowanie jest poświęcone nietypowemu, w stosunku do spotykanych w literaturze przedmiotu, wariantowi wyceny mniejszościowego pakietu udziałów w spółce, gdy doszło do jego nielegalnego (lub wrogiego) przejęcia, a poszkodowanemu wspólnikowi udało się uzyskać na drodze sądowej unieważnienie takiego przejęcia, ze względu na bezprawne działania pozostałych wspólników.

Sytuacje tego typu pojawiają się coraz częściej w polskiej rzeczywistości sądowo-gospodarczej, a ponieważ, w ocenie piszącego tą opinię, implikują konieczność zastosowania innej niż standardowa metodologii wyceny przedsiębiorstwa, przypadek wart jest głębszej analizy i omówienia. **Szczególnie krytyczna jest w tym wypadku kwestia stosowania dyskont za brak „płynności” lub brak „kontroli”, która, jak omówię to dalej, nie powinna być w takich wycenach uwzględniana**, co niestety nadal często ma miejsce w praktyce przygotowywania opinii przez biegłych, na potrzeby toczących się postępowań sądowych.

W całym swoim zawodowym życiu ledwie kilka razy spotkałem się z przypadkami, w których osoba/biegły lub podmiot dokonujący wyceny przedsiębiorstwa lub pakietu udziałów/akcji pochylił się nad ustaleniem, czy w danym przypadku ma do czynienia z normalnym zdarzeniem gospodarczym, wynikającym z naturalnych reguł gry rynkowej, opartej na prawach popytu i podaży, czy też przypadkiem nie dokonuje wyceny na potrzeby ustalenia wartości przedsiębiorstwa/udziałów/akcji które zostały przejęte np. na skutek działalności przestępczej lub co najmniej w sprzeczności z obowiązującym prawem.

Nie ulega przecież wątpliwości, że gdy podmiot/osoba została pozbawiona swojego majątku wbrew swojej woli, nie mamy do czynienia z naturalnym zdarzeniem gospodarczym, a sytuacją gdy w normalnych realiach rynkowych taka

osoba nie dokonywała by jakiegokolwiek rozporządzenia swoim majątkiem/prawami. Omawiany przypadek jest tym bardziej krytyczny, gdy sytuacja działań bezprawnych pozbawiających daną osobę/podmiot należących do niej udziałów/akcji miała miejsce w odległej przeszłości, i jest nieodwracalna lub samo przywrócenie własności nielegalnie przejętych udziałów/akcji jest bezcelowe z punktu zadośćuczynienia szkodzi, bo późniejsze działania i zdarzenia gospodarcze uczyniły te fizycznie przejęte udziały bezwartościowymi (np. z uwagi na wyprowadzenie biznesu do innych spółek lub za granicę).

Celem bowiem dokonania przez biegłych wyceny i ustalenia odszkodowania dla pokrzywdzonego powinno być uczciwe zadośćuczynienie krzywdzie/stracie której doznał, a nie stawanie po stronie przestępców/działających nielegalnie wspólników i pogłębianie krzywdy/straty poszkodowanego przez bezrefleksyjnie stosowanie wycen adekwatnych dla normalnego obrotu rynkowego.

**Zgodnie z polskim prawem odszkodowanie** przysługuje poszkodowanemu według stanu posiadania w momencie (np. ustalonej części posiadanego przedsiębiorstwa) gdy doszło do szkody, czyli w omawianym przypadku - utracenia udziałów. Jednocześnie wartość tego odszkodowania powinna być ustalana **według współczesnej wartości tego przedsiębiorstwa** (udziału w nim), ewentualnie w innej, uzasadnionej okolicznościami dacie (np. w momencie sprzedaży przedsiębiorstwa stronie trzeciej, o ile odbyła się ona po akceptowalnej dla poszkodowanego udziałowca cenie lub sprzed zdarzeń obniżających jego wartość, gdy osoby odpowiedzialne za jego przejęcie doprowadziły swoimi działaniami lub zaniechaniami do obniżenia jego wartości).

Wynika to ze wspomnianego wcześniej faktu, iż **do utraty udziałów** w omawianym przypadku **dochodzi wbrew woli pokrzywdzonego**, czyli zakładać należy, że dalej byłby wspólnikiem spółki do dnia zasądzenia na jego rzecz należnego odszkodowania lub do dnia w którym transakcja sprzedaży jego udziałów miała by dla niego największą wartość ekonomiczną. Dlatego, jeśli da się ustalić, iż przedsiębiorstwo kontynuuje swoją działalność (nawet gdy zostało wyprowadzone do innego podmiotu, zmieniło osobowość prawną, lub zostało podzielone na formalnie odrębne elementy majątkowe lub połączone z innymi elementami majątkowymi), powinno się dolożyć starań i wysiłków by ustalić maksymalnie precyzyjnie jego wartość w obecnej postaci/sytuacji.

**Wycenę takiego przedsiębiorstwa należy przeprowadzić** metodą porównawczą, dochodową lub ewentualnie, jeżeli przedsiębiorstwo zostało w międzyczasie sprzedane za cenę, którą można uznać za godziwą, opartą na realiach rynkowych (lub akceptowaną przez poszkodowanego wspólnika), to posiłkować

należy się właśnie wycena dokonana na potrzeby takiej transakcji. W takiej sytuacji uwzględnić trzeba jednak fakt, że cena takiej transakcji mogła być zredukowana z powodu wad prawnych sprzedawanego przedsiębiorstwa, o ile nabywca (strona trzecia) miał świadomość nielegalnego przejęcia części udziałów przedsiębiorstwa i istnieniu poszkodowanego wspólnika spółki i potencjalnych roszczeń z jego strony.

W przypadku stosowania metod porównawczych, czy metody DCF należy zachować szczególną ostrożność, **by nie stosować dyskont**, których użycie w omawianej, bardzo specyficznej sytuacji jest zupełnie nieuzasadnione i doprowadzi do wypaczenia wyceny na szkodę już poszkodowanego wspólnika, a zyskującym na takiej wycenie będą ci wspólnicy, którzy dokonali nielegalnego pozbawienia udziału pokrzywdzonego wspólnika i wzbogacili się nielegalnie jego kosztem.

### **Rekomendowane etapy przeprowadzania wyceny przedsiębiorstwa na potrzeby ustalenia wysokości odszkodowania za nielegalne pozbawienie wspólnika udziałów:**

**1. Przeprowadzenie analizy sytuacji i optymalnych strategii właścicielskich dla mniejszościowego wspólnika**, który został pozbawiony udziałów, włącznie z całym historycznym przebiegiem zdarzeń. W realiach rynkowych praktycznie nie zdarza się bowiem sytuacja, aby taki mniejszościowy wspólnik dążył samodzielnie, w oderwaniu od równoczesnego zbycia udziałów przez innych wspólników, do sprzedania swojego pakietu udziałów na wolnym rynku. Jest bowiem wtedy skazany na dyktat cenowy bardzo ograniczonego grona nabywców zwyczajowo mało zainteresowanych pakietami mniejszościowymi. Jest więc naturalne, że mniejszościowy wspólnik będzie czekał na moment ewentualnej sprzedaży całości spółki i otrzymania odpowiedniej do swoich udziałów części ceny transakcji, a nie usiłował sprzedawać z ogromnym dyskontem swoje udziały wcześniej.

**2. Analiza historii przedsiębiorstwa** pomiędzy momentem nielegalnego pozbawienia wspólnika jego udziałów oraz momentem dokonywania wyceny. Należy przeanalizować historyczną i bieżącą działalność przedsiębiorstwa, w rozumieniu działalności, skupiającej kluczowe aktywa, pomijając ewentualne poboczne zmiany mało istotnych lub nie istotnych dla przedsiębiorstwa aktywów (których ewentualną wartość łatwo określić). Jest to szczególnie ważne wobec faktu, że czas, jaki może upłynąć pomiędzy momentem pozbawienia wspólnika jego udziałów, a uzyskaniem wyroków sądowych delegalizujących takie działania może być bardzo długi (patrz np. przypadek eBilet.pl – nielegalne pozbawienie udziałów mniejszościowego wspólnika nastąpiło w roku 2011, a unieważnienie

tego nielegalnego działania przez Sąd Najwyższy, a później odpowiedni sąd apelacyjny miało miejsce dopiero w latach 2020 – 2021).

Bardzo istotnym wątkiem, który należy w tym miejscu poruszyć, jest powszechny wśród ekonomistów (a zdaniem piszącego tą opinię – mającego i doświadczenie prawne i ekonomiczne nieuzasadniony) pogląd, że na potrzeby sporządzania wycen retrospektywnych (rzekomo) nie należy wykorzystywać informacji późniejszych niż data wyceny.

Mam głębokie przekonanie że na potrzeby wycen dokonywanych w sytuacjach jak omawiania właśnie, **nie powinno się taj zasady stosować**, bo jak już wspominałem wyżej, nie mamy tu do czynienia ze zdarzeniem rządzącym się naturalnym elementem gry rynkowej.

Należy zwrócić uwagę, że w omawianym przypadku dosłownie wszystko „stoi na głowie”. Normalnie to sprzedający wie wszystko o przedmiocie sprzedaży, natomiast kupujący musi dowiadywać się tego w toku specjalnych procedur („due dilligence”). W sytuacji gdyby dokonywać wyceny w oparciu o informacje z momentu nielegalnego przejęcia jest odwrotnie. To przejmujący nielegalnie udziały (który ma interes w zaniżeniu ceny) wie o przedmiocie sprzedaży wszystko, z wspólnik pozbawiony nielegalnie udziałów w praktyce nie wie nic, ponieważ jest odcinany od informacji o spółce.

**Uwzględnienie informacji o spółce z daty późniejszej od daty wyceny** może być użyteczne choćby w tym celu, by ocenić, czy przejmujący nielegalnie udziały (kontrolowany przez nich zarząd) nie oszukał biegłych i nie zaniżył prognoz rozwoju spółki. Należy mieć na uwadze, że sytuacja jest kompletnie odwrócona w porównaniu z transakcjami na wolnym rynku. Normalnie to spółka (i jej wspólnicy) ma interes w tym, aby jak najkorzystniej przedstawić perspektywę swego rozwoju. **W omawianym przypadku jest dokładnie odwrotnie.** Spółka (jej byli i/lub aktualni właściciele) zrobi wszystko, aby jak najczarniej oddać własne perspektywy. Jeśli biegły wyceniający przedsiębiorstwo będzie bezrefleksyjnie trzymał się zasady, że nie wolno uwzględniać zdarzeń późniejszych od daty wyceny, to może popełnić fatalny błąd.

Jeśli okazało by się, że w kolejnych latach po dacie wyceny, spółka osiąga wyniki wyraźnie wyższe od prognozowanych przez siebie i dzieje się to bez żadnej uchwytnej, rozpoznawalnej przyczyny, to wniosek jest tylko jeden: wspólnicy, którzy nielegalnie przejęli udziały wspólnika mniejszościowego dopuścili się oszustwa przy prognozowaniu własnego rozwoju. Mieli przecież w tym własny, żywotny interes. Teraz wystarczy tylko trzymać się dogmatu właściwego dla

transakcji na wolnym rynku, by to oszustwo utrwalić i „przyklepać”. Właśnie z tej przyczyny sztywne trzymanie się dogmatu o niedopuszczalności uwzględniania czegokolwiek, co jest późniejsze od daty wyceny nie powinno być przyjmowane dla potrzeb wyceny nielegalnie przejętych udziałów (podobna sytuacja będzie miała z resztą miejsce w sytuacji transakcji przymusowych).

**3. Próba wyceny „czystego biznesu”.** Wycena powinna być dokonana metodą dochodową lub porównawczą z ewentualnym uwzględnieniem wyceny majątkowej.

**Wycena metodą porównawczą powinna w pierwszej kolejności uwzględniać ewentualne transakcje dotyczące wycenianej spółki,** a dopiero potem spółek podobnych. Jeżeli nie dysponujemy taką transakcją, to pozostaje nam ustalenie wartości na podstawie transakcji przejęć podobnych przedsiębiorstw (o ile są znane) lub wycen podobnych spółek, do danych których jest publiczny dostęp (np. z giełdy papierów wartościowych).

Do tego momentu wycena odszkodowania za nielegalnie przejęte udziały przebiega w taki sam sposób, jak po prostu wycena każdego innego przedsiębiorstwa, czy pakietu udziałów/akcji. Przy zwykłej wycenie przedsiębiorstwa (lub udziałów) jest to moment, w którym należy rozważyć zastosowanie i ewentualny wybór rodzaju i skali dyskont lub premii. Jest to też moment, od którego wycena przedsiębiorstwa na potrzeby ustalenia wartości odszkodowania za nielegalnie przejęte udziały powinna dalej przebiegać innym torem niż zwykła wycena przedsiębiorstwa, ze względu na jej inny cel.

**4. Dyskonta i Metoda Porównawcza.** Dyskonta są często stosowanym zabiegiem ekonomicznym w procesie przygotowywania wycen spółek, jak też pakietów udziałów spółek. Stosowane są zarówno przy wycenach dokonywanych metodą porównawczą, jak i metodą DCF. Dyskonta za brak kontroli lub płynności częściej się jednak spotyka przy wycenach dokonywanych metodą porównawczą, gdy wyceniana spółka (lub pakiet jej udziałów), nienotowana na giełdzie, jest porównywana do wycen spółek (i ich akcji) giełdowych o podobnym charakterze.

**Przypomnijmy więc na wstępie pryncypia wyceny porównawczej:**

**Aby znaleźć odpowiedni materiał do zbudowania wyceny porównawczej, musimy znaleźć wystarczająco dużo spółek bardzo podobnych do wycenianej spółki.** Dotyczy to nie tylko rynku na którym działa spółka, charakteru jej modelu biznesowego, skali, momentu w cyklu życia przedsiębiorstwa, ale także portfela usług/produktów, które oferuje i rodzaju klientów, jacy korzystają z jej usług, czy kupują jej usługi/towary. Jeśli już

znajdziemy taką spółkę do porównania, należy skupić się nie tylko na jej historycznych wynikach i wskaźnikach, ale także na prognozowanych przyszłych wynikach (jak w wycenie DFC), przy czym mówimy tu o prognozach rynkowych (analitycznych), a nie samych tylko komunikatach giełdowych zarządów rzeczonych spółek, przygotowywanych na potrzeby rynku publicznego. Te w większości przypadków zaburzane są partykularnym interesem zarządów, premiowanych w konkretnym momencie roku od aktualnej wartości akcji (wzrostu ceny).

W przypadkach spółek bardzo podobnych, w opisanych wyżej parametrach, do analizy danych historycznych wystarczą 2-3 lata, im bardziej spółka odbiega od wycenianego wzorca, tym bardziej okres brany pod uwagę do porównań powinien być dłuższy. Dotyczy to zwłaszcza sytuacji przedsiębiorstw, które są na innym etapie cyklu rozwoju i dynamiki wzrostu biznesu. Zbadanie przyszłych prognozowanych przychodów jest kluczowe, by upewnić się, że porównywane podmioty są podobne, a nie mimo pozornych podobieństw produktowych, modeli biznesowych czy skali, dzieli je przepaść, gdy porównamy cykl ich życia i możliwości wzrostu biznesu w przyszłości.

Porównywać zawsze należy dane skorygowane wcześniej o zdarzenia nadzwyczajne, elementy wyników pochodzące z operacji księgowych, niebędące wynikiem działania samego przedsiębiorstwa sensu stricte, ponieważ wycena porównawcza na danych historycznych, bez uprzedniego skorygowania zdarzeń nadzwyczajnych, może przynosić bardzo mylne wnioski. Podobnie się dzieje, gdy wycena powstaje w oparciu o dane historyczne dla spółek o różnym tempie rozwoju i na różnym etapie cyklu życia przedsiębiorstwa.

Statystyczna wycena porównawcza oparta jest na uśrednieniu wyników dla 2-3 kolejnych lat obrotowych (po skorygowaniu ich o zdarzenia nadzwyczajne) i w ramach tych lat dla wybranych 2-3 wskaźników (zazwyczaj EV/EBITDA, P/E ewentualnie EV/Sales, czasem inne). Kwestia zastosowania lub nie zastosowania dyskonta za brak płynności udziałów/akcji zależy natomiast głównie od celu wyceny i oczekiwań zamawiającego wycenę. Jeżeli wyceniamy wartość spółki z perspektywy udziałowca, szczególnie mniejszościowego, w sytuacji gdy nie mamy do czynienia z przymusową sprzedażą udziałów w spółce, to przyjęcie dyskonta za brak płynności w wycenie jest uzasadnione. Taki udziałowiec ma bowiem bardzo ograniczone możliwości zbycia udziałów, w przeciwieństwie do akcjonariusza mniejszościowego w spółce giełdowej, który po prostu składa zlecenie na giełdzie i sprzedaje akcje.

**Jeżeli jednak dokonujemy wyceny wartości spółki notowanej na giełdzie, z perspektywy przeprowadzania transakcji całościowej (100% udziałów) lub ma ona dotyczyć pakietu większościowego, to przyjmowanie dyskonta w wycenie jest nie tylko nieuzasadnione, ale jest po prostu błędem metodologicznym, ponieważ z perspektywy takiej transakcji nie ma znaczenia czy udziały są płynne czy nie. Istotne jest, że jest chętny nabywca do kupienia całości lub większości przedsiębiorstwa. Co więcej, w przypadku spółek giełdowych, przejęcie pakietu kontrolnego czy całości spółki jest prawie zawsze powiązane z premią płaconą przez nabywcę.**

Stosowanie w realiach rynkowych premii przy transakcjach całościowych lub większościowych przejęciach (czyli zyskiwaniu pełnej lub istotnej kontroli nad spółką) może mieć różne przyczyny. Jedną z nich jest znajomość zasad działania obrotu giełdowego (skupowania akcji) w powiązaniu z czystą matematyczną kalkulacją. Gdybyśmy bowiem chcieli dokonać skupienia większości akcji jakiejś spółki bez otwartych deklaracji (wezwania) i negocjacji z jej akcjonariuszami, to **stopniowe ich skupowanie na giełdzie musiałoby wpłynąć w oczywisty sposób, przez wzrost popytu, do zwiększenia ich rynkowej ceny.** Tym samym łączna kwota jaką zapłacimy za akcje takiej spółki nie byłaby iloczynem ceny akcji z pierwszego dnia skupowania i ilości akcji jaka nabywca planowałby nabyć, lecz matematyczną całką (sumą) rosnącej ceny akcji mnożoną przez kolejne transze kupowanych akcji.

**Dlatego nigdy nie powinno się traktować wprost wartości przedsiębiorstwa notowanego na giełdzie jako iloczynu ceny akcji i ilości wszystkich akcji notowanych na giełdzie.** Cena pojedynczej akcji reprezentuje tylko jej jednostkową wartość a nie prosty ułamek wartości całej firmy. Ileż to razy mieliśmy do czynienia z sytuacją, gdy wycena wszystkich akcji spółki notowanej na giełdzie była w danym momencie niższa, niż wprost wartość rynkowa samych nieruchomości należących do takiej spółki. Podobnych paradoksów jest wiele, gdy wycenę przedsiębiorstwa dokonuje się bez wnikania w **cel tej wyceny** oraz istotne elementy jej biznesu. Pozostałe przyczyny płacenia premii za przejmowanie 100% przedsiębiorstwa lub większościowych pakietów ich udziałów dotyczą zwykle strategii biznesowej kupującego. Przejmowane przedsiębiorstwo ma zazwyczaj uzupełniać działania innych podmiotów należących do kupującego, przynosząc dodatkowe zyski lub oszczędności nabywcy z efektów synergii.

Tym samym, pominięcie premii w wycenie porównawczej całości firmy dokonywanej w oparciu o dane giełdowe oznacza de facto, że zastosujemy coś w rodzaju „ukrytego dyskonta”. Wycena taka będzie bowiem niższa niż dla porównywalnej spółki notowanej na giełdzie w przypadku przejęcia z

uwzględnieniem premii za przejęcie. **Warto zauważyć, że premie te bywają dość istotne i w warunkach rynków światowych potrafią zawierać się w przedziałach nawet 10-30%.**

## **5. Dyskonto czy premia? Zasadność dyskonta za brak kontroli nad spółką.**

Najkorzystniejsza rynkowo strategia, jaką powinien przyjąć mniejszościowy wspólnik, zainteresowany sprzedażą swoich udziałów za dobrą cenę, powinna polegać na doprowadzeniu do całościowej sprzedaży firmy i uzyskania części kwoty transakcji przypadającej na jego udziały. Jeżeli na taką transakcję nie ma szans, lub nie zgadzają się na nią większościowi wspólnicy, to mimo wszystko wycena wartości powinna odbywać się przy założeniu, że taka sytuacja jest teoretycznie możliwa do przeprowadzenia.

Jak wykazano wcześniej, **przy całościowej sprzedaży przedsiębiorstwa nie może być mowy o dokonywaniu dyskonta** w wycenie względem jego wartości oszacowanej na podstawie danych podobnych spółek notowanych na giełdzie, czyli dyskonta za „brak płynności” (czyli za to, że spółka nie jest notowana na giełdzie i nie ma dostępu do danych o częstych, powtarzalnych transakcjach na jej udziałach). Co więcej, istnieją poważne przesłanki za tym, że w takich sytuacjach należy dodać do wyceny istotną premię za fakt przejmowania „pakietu kontrolnego” lub po prostu całości spółki.

**Dyskonto za brak kontroli.** Gdy potrafimy już oszacować wartość całej spółki, to w następnym kroku należy odnieść się do tego, jak wycenić mniejszościowy pakiet udziałów, czyli rozstrzygnąć kwestię tego, czy z powodu, iż pakiet ten jest „mniejszościowy”, a zatem nie wiąże się z nim kontrola nad spółką, to może jego wartość powinna być pomniejszona o pewne dyskonto.

Większość argumentów przemawia za tym, że udziałowiec mniejszościowy, pozbawiony udziałów wbrew swojej woli powinien otrzymać po prostu odpowiednią, proporcjonalną do posiadanej części udziałów, część kwoty na jaką wyceniona została cała spółka. Udziałowiec ten powinien otrzymać udział w kwocie, jaką można by uzyskać w hipotetycznej transakcji całościowej sprzedaży spółki lub też w kwocie, jaką istotnie uzyskano podczas takiej rynkowej transakcji, o ile miała ona miejsce.

**Kwota przypadająca na takiego wspólnika mniejszościowego nie powinna być zatem przedmiotem żadnego dyskonta**, a przemawia za tym szereg bardzo istotnych argumentów:



**1. Wycena udziałów wspólnika, którego pozbawiono udziałów wbrew jego woli i w sposób nielegalny** (skoro czynności te zostały unieważnione przez sądy) jest czymś zupełnie innym, niż sytuacja, w której mniejszościowy wspólnik, z powodu np. złej sytuacji materialnej, z własnej inicjatywy poszukuje możliwości sprzedania swoich udziałów pozostałym wspólnikom lub na wolnym rynku. Wtedy cena udziałów jest po prostu przedmiotem indywidualnych negocjacji i rzeczywiście nietrudno sobie wyobrazić sytuację, w której taki wspólnik zgadza się na transakcję z dyskontem.

**2. W przypadku wyceny nie tyle mniejszościowego pakietu udziałów, lecz rekompensaty** za nie, wobec faktu nielegalnego pozbawienia ich, sytuacja wspólnika jest inna. Przejęcie udziałów nie odbyło się z tu woli wspólnika, lecz wbrew niej. Nie ma to nic wspólnego z dobrowolnym, rynkowym działaniem. W takiej sytuacji **jakikolwiek dyskonto od wyceny jego udziałów stałoby się automatycznie premią dla pozostałych wspólników**, ponieważ nabyli by oni wtedy te udziały z rabatem równym takiemu dyskontu. Doszłoby więc tutaj do sytuacji, w której większościowi wspólnicy nielegalnie pozbawiając udziałów wspólnika mniejszościowego, **otrzymaliby premię za swoje nielegalne działania**, równą dyskontu na udziałach wspólnika mniejszościowego.

Taki przebieg wypadków nie miałby nic wspólnego z godziwą czy rynkową wyceną mniejszościowych udziałów. Pogląd ten jest wzmacniany faktem, iż nielegalne (lub wrogie) przejęcie udziałów jest prawie zawsze odzwierciedleniem konfliktu istniejącego w spółce. W takich sytuacjach nie widać logicznych racji dla automatycznego uprzywilejowania większościowych wspólników, bez wnikania w to, kto jest przyczyną konfliktu.

**3. Kwestia godziwej wyceny** wyraża się również w ustalonej przez prawo zasadzie, że wycena odszkodowania jest należna według współczesnej wartości dobra a nie z czasu powstania szkody (przejęcia udziałów). Zdarza się, że sprawcy przejęcia, „przyparci do muru” wyrokami sądowymi unieważniającymi przejęcie, nalegają na rozliczenie się według wartości z momentu przejęcia a nie wyceny współczesnej czy z momentu, gdy dokonali sprzedaży przejętej nielegalnie spółki stronie trzeciej. Takie rozwiązanie jest nieakceptowalne, ponieważ **oznaczałoby to, że sprawcy będą czerpać zysk z dokonania nielegalnego i unieważnionego przejęcia.**

To istotna kwestia, ponieważ w polskich warunkach, czas jaki może upłynąć pomiędzy przejęciem oraz jego unieważnieniem może być bardzo długi, a wartość przejętych udziałów może wzrosnąć wielokrotnie. Moment wyceny na dzień powstania szkody tym bardziej nie powinien mieć zastosowania, ponieważ

właściciel udziałów nie podejmował w tym czasie dobrowolnej decyzji o ich sprzedaży, a jedynie doznał szkody na skutek nielegalnych działań wspólników większościowych. Dlatego ważna jest współczesna wartość przedsiębiorstwa/udziałów lub cena za którą przejmujący zbyli je ewentualnie w późniejszym czasie, pod warunkiem, iż była rynkowa i niezaniżona.

4. Dodatkowo warto zauważyć, że wspólnicy większościowi i tak są uprzywilejowani choćby w ten sposób, że **zachowują przedsiębiorstwo**, które mogą rozwijać i pobierać z niego przychody w przyszłości. Nie ma więc żadnego racjonalnego powodu, dla którego mieliby zyskiwać dodatkowo z tego tytułu, że wycena udziałów wspólnika nielegalnie pozbawionego udziałów będzie obciążona dyskontem. Udziałowiec mniejszościowy, pozostając z gotówką, musi rozpocząć od zera **ryzykowne poszukiwanie nowego obszaru inwestycji**, które mogłyby pomnażać jego kapitał, co zawsze wiąże się z ogromnym nakładem pracy, czasu i uwagi.

Z przedstawionych wyżej powodów wynika, że stosowanie dyskont za brak płynności udziałów czy też brak kontroli nad spółką, na jakimkolwiek etapie wyceny odszkodowań za nielegalnie przejęte wcześniej udziały mniejszościowego wspólnika, nie ma żadnych podstaw merytorycznych i jest błędne. Istnieją z kolei wyraźne przesłanki za ewentualnym stosowaniem premii przy ustalaniu wartości całości przedsiębiorstwa na potrzeby takiej wyceny.

Jeszcze raz potwierdza się więc zasada, że cel dla którego sporządzana jest wycena może mieć kluczowe znaczenie dla sposobu jej przeprowadzenia oraz wyników. Z kolei sztywne stosowanie „standardów korporacyjnych wycen” może zaowocować pokrzywdzeniem mniejszościowego udziałowca, a tym samym roszczeniami odszkodowawczymi z jego strony.

**Krzysztof Mikulski**

Krzysztof Mikulski - C-level manager, business angel, doradca na rynku M&A.

Krzysztof Mikulski ma ponad 20 letnie doświadczenie w rynku inwestycyjnym oraz w zarządzaniu spółkami na różnych etapach rozwoju. Był członkiem zarządu funduszu inwestycyjnego Business Angel SeedFund, wieloletni Dyrektor Rozwoju i Badań w Agora SA odpowiedzialny za strategię i realizację przejęć dla segmentu Internet oraz w zarządzaniu spółkami portfelowymi w Polsce i za granicą. Doradca startupów i funduszy inwestycyjnych w ich strategiach inwestycyjnych i prowadzeniu procesów M&A. Business Angel zaangażowany aktywnie w budowę i rozwój portfela spółek.