

Piotr Krupa

Piotr.Krupa@conslex.pl

Istotne aspekty wyceny odszkodowania za udziały wspólnika wykluczonego ze spółki.

Opracowanie jest poświęcone metodologii przeprowadzania wycen odszkodowań za udziały wspólników mniejszościowych w przypadku wykluczania w trybie art.266 lub po nielegalnym przejęciu udziałów wspólnika mniejszościowego, które zostało unieważnione sądownie wkrótce po sprzedaniu przedsiębiorstwa stronie trzeciej. Wskazujemy w nim istotne różnice między wyceną mniejszościowych pakietów udziałów przy dobrowolnej sprzedaży a wyceną odszkodowań za takie pakiety. Przedstawiamy krytykę nieuzasadnionego stosowania dyskont w wycenach. Opracowanie powstało na bazie opisanego w tekście studium przypadku przejęcia udziałów założyciela portalu eBilet.pl a następnie jego akwizycji przez grupę Allegro.

Wstęp – czym różni się transakcja przymusowa od dobrowolnej?

Opracowanie jest poświęcone nietypowemu wariantowi wyceny odszkodowań za mniejszościowy pakiet udziałów w spółce nienotowanej na giełdzie, gdy dochodzi do wykluczenia w trybie art.266 lub w sytuacji, gdy w przeszłości doszło do nielegalnego przejęcia udziałów a poszkodowanemu wspólnikowi udało się uzyskać na drodze sądowej unieważnienie takiego przejęcia ze względu na bezprawne działania pozostałych wspólników. Oba te przypadki łączy swego rodzaju wymuszenie transakcji oraz narzucenie drugiej strony transakcji, nabywcy, którą staje się większościowy udziałowiec.

Czym różni się transakcja „przymusowa” od sprzedaży mniejszościowego pakietu udziałów na otwartym rynku? Praktycznie wszystkim, co implikuje też zupełnie inną metodologię i procedurę oszacowania godziwej ceny dla takiej transakcji.

Transakcja dobrowolna oznacza, że inicjującym sprzedaż jest mniejszościowy udziałowiec, który poszukuje nabywcy na otwartym rynku. Takie transakcje są trudne i rzadkie. Sprzedający ma wtedy zazwyczaj dobrą wiedzę o sprzedawanej spółce, kupujący zazwyczaj mniejszą (asymetria informacji) i zdobywa wiedzę o spółce w toku procesów „due dilligence”. Sprzedanie mniejszościowego pakietu wiąże się wtedy z dyskontem, czyli koniecznością obniżenia ceny w związku z brakiem kontroli nad spółką. Dyskonto jest obliczane od naturalnej ceny udziałów, jaką byłaby ułamkowa część tych udziałów wobec wszystkich udziałów przemnożona przez wartość całej spółki. Rabat ten staje się swego rodzaju rekompensatą dla strony trzeciej, która decyduje się wejść do spółki w rolę mniejszościowego udziałowca (w

zastępstwie obecnego). Rekompensatą z uwagi na mniejsze uprawnienia i z definicji nieco przegraną pozycję w razie konfliktu z większościami udziałowcami.

Transakcja przymusowa oznacza prawie zawsze, że wspólnicy są w konflikcie uniemożliwiającym współdziałanie. Tym razem asymetria informacji wygląda inaczej – to kupujący, czyli większościowy udziałowiec, ma pełnię wiedzy o przedmiocie transakcji. Ma też oczywisty interes w zaniżeniu ceny. Wiedza sprzedającego jest ograniczona, ponieważ jako skonfliktowany mniejszościowy wspólnik jest zazwyczaj izolowany od wiedzy na temat spraw spółki. Gdyby w tym przypadku zastosować dyskonto, czyli rabat od wartości mniejszościowego pakietu, to automatycznie stanie się on korzyścią nabywcy, czyli większościowego wspólnika. To zjawisko niesie ze sobą cały wachlarz negatywnych konsekwencji, które są głównym tematem tego opracowania.

Trzeba też zdawać sobie sprawę z tego, że wycena transakcji przymusowej nie powinna być nazywana „wyceną rynkową”, bo cała sytuacja nie ma charakteru rynkowego, mimo że sama wycena może teoretycznie bazować też na zdarzeniach rynkowych, co będzie omówione dalej. Aby uznać daną wycenę za rynkową, musiałyby być spełnione podstawowe kryteria, czyli obie strony musiałyby być niezależne, a proces wyboru nabywcy przeprowadzony w sposób otwarty i rynkowy. W innych sytuacjach wycena zawsze obciążona będzie mniej lub bardziej ukrytymi motywami stojącymi za zastosowaniem art.266 KSH, co oznacza konflikt między wspólnikami.

Kolejna ciekawa różnica dla transakcji przymusowych i dobrowolnych to **różnica w stosowaniu zasady dostępności wiedzy sprzed i po transakcji**. Przy szacowaniu wartości spółki na użytek sytuacji dobrowolnych, rynkowych, gdy cenę trzeba sporządzić na datę z przeszłości, obowiązuje słuszna zasada uwzględniania w wycenie wyłącznie takiej wiedzy o spółce, która była znana przed tą datą w przeszłości. Jednak gdy przechodzimy do transakcji wymuszonych, to stosowanie tej zasady, podobnie jak wcześniej stosowanie dyskont, nagle okazuje się poważnym błędem metodologicznym. Uwzględnienie informacji o spółce z daty późniejszej od daty wyceny może być użyteczne choćby w celu ocenienia, czy kupujący nie usiłował oszukać biegłych (i nie zaniżył prognoz swego rozwoju). Zazwyczaj zarządy spółek mają interes w tym, aby jak najkorzystniej przedstawić perspektywy rozwoju i uzyskać jak najlepszą wycenę swojej wartości. **Przy wycenie przymusowej jest dokładnie odwrotnie**. Spółka (kierowana przez udziałowców większościowych) zrobi wszystko, aby jak najgorzej oddać własne perspektywy. Jeśli więc biegły wyceniający spółkę będzie bezrefleksyjnie trzymał się zasady, że nie wolno uwzględniać zdarzeń późniejszych od daty wyceny, to podda się tej manipulacji. Jeśli okaże się, że w pierwszych dwóch latach po

dacie wyceny spółka osiąga wyniki o 40–50% wyższe od prognozowanych przez siebie i dzieje się to rozpoznawalnej przyczyny, to wniosek musi być taki, że wspólnicy większościowi dopuścili się oszustwa przy prognozowaniu własnego rozwoju. W przypadku portalu eBilet, na którym bazuje niniejsze opracowanie, sytuacja taka miała miejsce w roku 2011, gdy zarząd zmanipulował dane księgowe za rok 2010 i 2011 raportując niewiarygodną stratę w roku 2010 (minus 800 tys.) oraz nienaturalny, niemożliwy do osiągnięcia zysk w roku 2011 (plus 1,7 mln zł), po to tylko, aby jesienią 2011, gdy znane były tylko wyniki za rok 2010, wykorzystać rzekomą stratę do wyceny przedsiębiorstwa metodą likwidacyjną, mimo że przeżywało ono wtedy swój rozkwit (działało już 10 lat i co roku podwajało(!) obroty). Biegli nie zweryfikowali sytuacji. Skończyło się procesem sądowym o udział w sfałszowaniu wyceny. Zarząd sugerował zbliżający się upadek i likwidację przedsiębiorstwa, chociaż nie podejmowano uchwał o upadłości. Zaraz po wycenie okazało się, że spółka kwitnie, i w kolejnych latach zwiększała obroty po 50-80% (!) rocznie. Mówimy więc nie o sytuacji teoretycznej, lecz zdarzeniach, które mają miejsce w rzeczywistości gospodarczej.

Jak więc widzimy, powszechny wśród ekonomistów pogląd, że na potrzeby sporządzania wycen retrospektywnych nie należy wykorzystywać informacji późniejszych niż data wyceny, może być bardzo zgubny. Jak więc widać, w transakcji „wymuszonej” wiele rzeczy dzieje się „odwrotnie” i nieco „stoi na głowie”.

Wstęp o stosowaniu dyskont:

Dyskonta są często stosowanym zabiegiem ekonomicznym w procesie przygotowywania wycen spółek oraz pakietów udziałów spółek. Stosowane są one 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 wycena spółki nienotowanej na giełdzie (lub pakietu jej udziałów), jest porównywana z wyceną spółek giełdowych (i ich akcji) o podobnym charakterze. 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 oferowanych usług czy produktów i rodzaju klientów, korzystających z jej usług czy kupujących jej towary. Jeśli już znajdziemy taką spółkę do porównania, to 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 zarządów spółek.

Kwestia zastosowania lub niezastosowania dyskonta za brak płynności udziałów czy akcji zależy natomiast głównie od celu wyceny i oczekiwań zamawiającego wycenę. Jeżeli wyceniamy wartość spółki z perspektywy udziałowca, szczególnie mniejszościowego, w sytuacji innej niż przymusowa sprzedaż 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. Jeżeli jednak wyceniamy wartość spółki nienotowanej na giełdzie z perspektywy przeprowadzania transakcji całościowej (100% udziałów) lub jeżeli ma ona dotyczyć pakietu większościowego, to przyjmowanie dyskonta w wycenie jest błędem metodologicznym, ponieważ z perspektywy takiej transakcji nie ma znaczenia czy udziały są płynne czy nie. Istotne jest to, że jest chętny nabywca do kupienia całości lub większości przedsiębiorstwa. **Sam fakt istnienia nabywcy** (w postaci większościowego udziałowca) **już oznacza płynność**. 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 (zyskiwanie 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 musiało by wpłynąć w oczywisty sposób, przez wzrost popytu, na zwiększenie 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 planowałaby nabyć, lecz **matematyczną całką (sumą) rosnącej ceny akcji mnożoną przez kolejne transze kupowanych akcji**. Zatem 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. Pozostałe przyczyny płacenia premii za przejmowanie 100% przedsiębiorstwa lub większościowych pakietów ich udziałów dotyczą zazwyczaj 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, jeśli nie dodamy w omówionym przypadku premii, to de facto zastosujemy coś w rodzaju „ukrytego dyskonta”. Wycena taka będzie bowiem niższa niż dla porównywalnej

spółki notowanej na giełdzie w przypadku oficjalnego. Warto zauważyć, że premie te bywają dość istotne i w warunkach rynków światowych potrafią zawierać się w przedziałach nawet 10-30%. Po omówieniu tych kwestii można już przedstawić rekomendowane kroki, z których powinna się składać wycena odszkodowania za transakcję przymusową. Oto one:

1. Przeprowadzenie analizy sytuacji i optymalnych strategii właścicielskich dla wspólnika, który jest wyłączany, włącznie z całym historycznym przebiegiem zdarzeń. Rzadko zdarza się bowiem, aby taki wyłączany, mniejszościowy wspólnik dążył do sprzedania, na wolnym rynku lub innym udziałowcom, swojego pakietu udziałów. Byłby bowiem wtedy skazany na dyktat cenowy bardzo ograniczonego grona nabywców, a zakup udziałów mniejszościowych w skonfliktowanej spółce w ogóle wydaje się mało prawdopodobny.

2. Prześledzenie historii przedsiębiorstwa pomiędzy momentem wszczęcia postępowania o wykluczenie wspólnika oraz momentem dokonywania wyceny. Należy przeanalizować kontynuację działalności i ciągłość przedsiębiorstwa. Czas, jaki może upłynąć pomiędzy momentem rozpoczęcia procedury wyłączenia wspólnika przez pozostałych a momentem uzyskania wyroków sądowych ustalających wycenę, może być bowiem bardzo długi.

3. Następnie należy dokonać próby wyceny „czystego biznesu”. Wycena powinna być dokonana metodą dochodową lub porównawczą z ewentualnym uwzględnieniem wyceny majątkowej. Z kolei wycena dokonana metodą porównawczą powinna w pierwszej kolejności uwzględniać ewentualne transakcje dotyczące wycenianej spółki, a dopiero potem spółek podobnych. Jeżeli nie dysponujemy taką transakcją, to trzeba ustalić wartość na podstawie transakcji przejść podobnych przedsiębiorstw lub wycen podobnych spółek do których danych jest publiczny dostęp. W obu tych przypadkach dochodzimy do ostatniego etapu wyceny, czyli ewentualnego zastosowania dyskonta lub premii.

4. Dyskonto czy premia? (w związku z brakiem płynności lub kontroli nad spółką)

Najkorzystniejsza długoterminowa strategia, jaką powinien przyjąć mniejszościowy wspólnik, polega 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.

Tym samym wycena powinna być dokonywana wobec całości przedsiębiorstwa, a z tego wynika, że nie wolno stosować przy niej dyskont za brak płynności (a dokładnie za to, że spółka nie jest notowana na giełdzie i nie ma dostępu do danych o częstych, powtarzalnych transakcjach na jej udziałach). Jak opisano wcześniej, całościowa sprzedaż oznacza raczej

doliczenie premii do wartości wyliczonej na podstawie wartości podobnych spółek giełdowych. Dyskonto za brak płynności jest nieuzasadnione. Istnieją poważne przesłanki za tym, aby w takich sytuacjach dodać do wyceny istotną premię za fakt przejmowania „pakietu kontrolnego” (czy po prostu całości spółki). Całościowa sprzedaż spółki wyklucza więc obniżanie jej wyceny z powodu faktu, iż nie jest ona notowana na giełdzie

Skoro potrafimy już oszacować wartość całej spółki – wszystko jedno czy na podstawie wyceny porównawczej giełdowych spółek do niej podobnych, czy przy użyciu DCF, czy też na podstawie faktycznej transakcji przejęcia tejże spółki, do której mogło dojść w przeszłości – to w następnym kroku należy wycenić mniejszościowy pakiet udziałów wyłączanego wspólnika. Wymaga to rozstrzygnięcia kwestii dyskonta za brak kontroli nad spółką przez mniejszościowego udziałowca.

Autor opracowania dostrzega szereg argumentów, które przemawiają za tym, że wyłączany ze spółki **udziałowiec mniejszościowy powinien otrzymać po prostu odpowiednią, proporcjonalną do posiadanej części udziałów, część kwoty** na jaką wyceniona została cała spółka – takiej, jaką można by uzyskać w hipotetycznej transakcji jej całościowej sprzedaży lub też jaką już uzyskano w przeszłości podczas dokonania takiej transakcji, w której pominięto tego mniejszościowego wspólnika. Odliczanie dyskonta od kwoty odszkodowania dla mniejszościowego wspólnika za jego udziały nie ma żadnego logicznego uzasadnienia.

Wycena udziałów arbitralnie wykluczanego wspólnika 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 przedmiotem indywidualnych negocjacji i rzeczywiście nietrudno sobie wyobrazić sytuację, w której taki wspólnik zgadza się na transakcję z dyskontem. **W przypadku wyceny rekompensaty** za mniejszościowe udziały, wobec faktu przymusowego ich pozbawienia, sytuacja wspólnika jest inna. Sprzedaż udziałów nie odbywa się z woli wspólnika, lecz jest on do niej przymuszany (np. w trybie art.266) lub udziały zostały mu już w ogóle odebrane w przeszłości i to nielegalnie, skoro udało się to „odebranie” unieważnić. Nie ma to nic wspólnego z dobrowolnym działaniem.

Gdyby więc naliczać dyskonto od wyceny mniejszościowych udziałów, to stałoby się ono jednocześnie premią dla pozostałych wspólników, ponieważ nabyli by oni wtedy pozostałe udziały w spółce z rabatem równym takiemu dyskontu.

Doszłoby więc tutaj do sytuacji, w której większościowi wspólnicy, pozbawiając siłowo udziałów wspólnika mniejszościowego, z definicji mogliby zawsze liczyć na premię za takie działanie, równą dyskontu na udziałach wspólnika mniejszościowego. Takie rozwiązanie nie

miałoby nic wspólnego ze sprawiedliwym czy godziwym rozliczeniem wspólników, a wręcz stanowiłoby zachętę dla wspólników większościowych do siłowych, przestępnych działań wewnątrz spółki. Pogląd ten wynika z faktu, że wyłączenie wspólnika jest prawie zawsze odzwierciedleniem konfliktu istniejącego w spółce. W takich sytuacjach nie widać logicznych racji dla automatycznego uprzywilejowania większościowych wspólników bez wnikania w przyczynę konfliktu. Dodatkowo należy zauważyć, że wspólnicy większościowi zostają i tak z definicji uprzywilejowani już 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 wyłączonego będzie obciążona dyskontem.

Z przedstawionych wyżej powodów wynika, że stosowanie dyskont za brak płynności udziałów czy też brak kontroli nad spółką na jakimkolwiek etapie wyceny udziałów wspólnika wyłączonego ze spółki nie ma żadnych podstaw merytorycznych i jest błędem metodologicznym. Z kolei celem wyceny biegłych powinno być ustalenie odszkodowania będącego uczciwym zadośćuczynieniem stratom doznany przez wspólnika mniejszościowego, a nie stawanie po stronie przestępców czy działających nielegalnie wspólników i pogłębianie krzywdy poszkodowanego przez bezrefleksyjnie stosowanie metod adekwatnych dla normalnego obrotu rynkowego.

Opis przypadku przedsiębiorstwa eBilet.pl:

W dalszej części omówimy wariant wyceny mniejszościowego pakietu udziałów w spółce, gdy w przeszłości doszło do jego nielegalnego przejęcia a poszkodowanemu wspólnikowi udało się uzyskać na drodze sądowej unieważnienie takiego przejęcia ze względu na bezprawne działania pozostałych wspólników. Omawiany przypadek jest tym bardziej krytyczny, że bezprawne działania pozbawiające daną osobę należących do niej udziałów miały miejsce w odległej przeszłości (2011), i są już nieodwracalne. Przywrócenie własności nielegalnie przejętych udziałów jest bezcelowe z punktu zadośćuczynienia szkodzie, bo późniejsze zdarzenia gospodarcze uczyniły przejęte udziały bezwartościowymi (tutaj z powodu wyprowadzenia przedsiębiorstwa do kolejnych innych spółek).

Zgodnie z polskim prawem odszkodowanie przysługuje poszkodowanemu według stanu posiadania w momencie gdy doszło do szkody, czyli w omawianym przypadku utracenia udziałów. Jednocześnie wartość tego odszkodowania powinna być ustalana według współczesnej wartości tego przedsiębiorstwa, 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 z faktu, że do utraty udziałów dochodzi wbrew woli pokrzywdzonego, czyli zakładać należy, że mógłby on dalej być współnikiem spółki aż do dnia zasądzenia na jego rzecz należnego odszkodowania lub do dnia w którym transakcja sprzedaży jego udziałów miałaby dla niego największą wartość ekonomiczną. Dlatego też, jeśli da się ustalić, że przedsiębiorstwo kontynuuje swoją działalność (nawet gdy zostało wyprowadzone do innego podmiotu, zmieniło osobowość prawną, lub zostało podzielone na formalnie odrębne elementy majątkowe), to powinno się dłożyć starań i wysiłków by ustalić maksymalnie precyzyjnie jego wartość w obecnym kształcie oraz sytuacji.

Długotrwałość procesów sądowych powoduje, że pomiędzy wrogim przejęciem a jego unieważnieniem może upłynąć dużo czasu – w przypadku eBilet.pl było to aż 10 lat (2010 – 2020). W tak długim czasie wartość przedsiębiorstwa może się znacznie zmienić. Może zmaleć do zera, jeśli spółka zbankrutuje lub zostanie opróżniona z majątku. Wtedy uzyskanie odszkodowań może być skomplikowane i trudne procesowo. Podobnie wartość może też znacznie wzrosnąć, jeśli spółka działa w szybko rozwijającej się branży, a popyt na jej usługi jest trwały rynkowo. Taka sytuacja miała właśnie miejsce w przypadku portalu eBilet.pl założonego w roku 2001, który od początku, dzięki ogromnej promocji w mediach, grał pierwsze skrzypce na rynku internetowej rezerwacji biletów na imprezy artystyczne, a właściwie to stworzył ten rynek w Polsce. Udziały założyciela eBilet.pl (29% wraz z istotnym pakietem kontrolnym) zostały wrogo przejęte w roku 2011, gdy wartość firmy była szacowana metodami porównawczymi i dochodowymi na ok. 20-30 mln zł, a do prawomocnego unieważnienia tego przejęcia doszło dopiero w latach 2020 – 2021, czyli wkrótce po transakcji przejęcia całości tego przedsiębiorstwa przez grupę Allegro (2019 – 2020). Publicznie znana kwota transakcji to łącznie 136 mln zł. Można ją dziś znaleźć w sprawozdaniach giełdowych grupy Allegro. Nabywający był wielokrotnie informowany o konflikcie i miał pełną świadomość wszystkich problemów związanych ze sporem wokół własności eBilet.

Ten naturalny dla branży internetowej wzrost wartości stał się jednocześnie głównym obszarem konfliktu sądowego oraz istotnym punktem pracy dla biegłego, ponieważ strona, która nielegalnie przejęła prawa majątkowe chciałaby wypłacić odszkodowanie według wartości z

momentu wrogiego przejęcia (lata 2010 – 2012), a strona poszkodowana słusznie argumentuje, że nie planowała wtedy sprzedaży udziałów i została ich pozbawiona wbrew swojej woli, a wedle uzasadnień znanych publicznie wyroków sądowych odbyło się w sposób podstępny i nielojalny (patrz strona www.eBiletHistoria.pl).

Ciągłość i tożsamość przedsiębiorstwa. Analizując przypadek odszkodowania za przejęcie udziałów, biegły-ekonomista powinien przede wszystkim uwzględnić i prześledzić kontynuację działalności przedsiębiorstwa w rozumieniu podstawowej działalności, skupiającej kluczowe aktywa, pomijając ewentualne zmiany formy. Ewentualne podwyższenia kapitału mogą zmieniać jego strukturę, co może wpływać na udział poszkodowanego. Należy je jednak analizować w funkcji celu – czy ich zamierzeniem było doinwestowanie czy też tylko rozładnianie udziałów poszkodowanego. I co bardzo ważne – podwyższanie kapitału powinno być uwzględniane przez biegłego w relacji do prawdziwej ceny rynkowej w momencie podwyższenia, a nie nominalnej.

Długi czas, jaki może upłynąć pomiędzy deliktem a jego unieważnieniem, w połączeniu z typowymi dla takich praktyk uciezkami z majątkiem do kolejnych spółek, generuje kolejny problem merytoryczny przed biegłym analizującym losy i wartość przedsiębiorstwa.

Otóż trzeba ustalić, czy przedsiębiorstwo, w którym poszkodowany miał udziały w roku 2010, jest tym samym przedsiębiorstwem (w sensie ekonomicznym, nie formalnym), które właśnie zostało sprzedane stronie trzeciej (grupie Allegro). Sprawcy całego zamieszania będą oczywiście twierdzić, że to zupełnie różne firmy. Jednak jeśli w międzyczasie nie wprowadzono firmy na giełdę (czy choćby na NewConnect), nie wyemitowano obligacji w celu inwestowania w jego rozwój, nie dokonano żadnego „merge & aquisition” przez przejęcie i wchłonięcie innych portali rezerwacyjno-biletowych ani nie podniesiono w istotny sposób kapitału zakładowego aby doinwestować spółkę, to trudno twierdzić, że jest to inna firma. Nawet nazwa, domena internetowa oraz główne hasła reklamowe („eBilet.pl – Twój bilet dowolnego czasu”) są obecnie takie same, jak 20 lat temu. Podobnie portal nigdy nie zaprzestał ani nie zawiesił wykonywania swoich usług. Przedsiębiorstwo eBilet.pl rozwijało się wyłącznie w oparciu o własne zyski, przez ich reinwestowanie, a zatem w sposób organiczny. Trudno jest więc znaleźć jakikolwiek argument przemawiający za tym, że jest to inne przedsiębiorstwo.

W trakcie procesu sądowego przejmujący mogą usiłować wymuszać rozliczenie według wartości z momentu nielegalnego przejęcia, tak jakby mieli prawo do decydowania za wykluczonego współnika o tym, kiedy sprzeda on swoje udziały. Jest to oczywiste nadużycie. Biegły-ekonomista ma tu więc istotne zadanie odbiegające znacznie od samej procedury

wyceny – musi zweryfikować i ustalić czy mamy tu do czynienia z tym samym przedsiębiorstwem oraz czy jego ciągłość jest zachowana pomimo (nawet wielokrotnej) zmiany formy prawnej (w tym przypadku wniesienia aportem zorganizowanej części przedsiębiorstwa ze spółki eBilet (KRS 217316) do spółki eBilet Polska (KRS 496514) w roku 2014). Jest to uniwersalny problem, przed którym stanie każdy biegły wspierający merytorycznie procesy sądowe o odszkodowania za unieważnione przejęcia. Istotne w tej sprawie jest również to, że ucieczki z majątkiem do kolejnych spółek są typową, standardową metodą wyrachowanego postępowania sprawców wrogich, pozagiełdowych przejęć. Tym samym, aby zachować rzetelność, wszelkie analizy należy przeprowadzać obserwując przedsiębiorstwo, a nie formalne spółki z o.o. czy akcyjne, które pełnią jedynie rolę kolejnych „właścicieli” tego przedsiębiorstwa. Szczególnie wtedy, gdy własność jest stopniowo wyprowadzana do podmiotów cypryjskich, a pierwsza, oryginalna spółka pozostaje pusta, jak miało miejsce w przypadku eBilet Sp. z o.o. (KRS 217316).

Przejęcie przedsiębiorstwa przez stronę trzecią (Allegro.pl) a jego prawdziwa wartość.

Jedyną pozytywną stroną takiego zdarzenia dla walczącego o odszkodowanie jest fakt samoistnego dokonania się, przy tej okazji, jego wyceny. Wycena ta jest obciążona problemem w postaci nierozwiązanej sytuacji z mniejszościowym udziałowcem. Nie jest więc rynkowa. Jest oczywiste, że takie ryzyka mają wpływ na wycenę. Dodatkowo nabywca (Allegro), mając świadomość wad prawnych sprzedawanych mu udziałów staje się tym samym współodpowiedzialny i jako taki nie może być traktowany jako strona gwarantująca rynkowość wyceny. Naturalnym jest więc postawienie pytania, czy wycena według ceny zapłaconej za eBilet przez Allegro (Łącznie, w latach 2019 – 2020, było to 136 mln zł) jest słuszna z punktu widzenia celu tej wyceny, to jest rzetelnego wynagrodzenia wspólnika walczącego o odszkodowanie. Ten bowiem domaga się swojego udziału w przedsiębiorstwie przemnożonego przez jego prawdziwą wartość – czyli taką, **za jaką mogłoby zostać sprzedane, gdyby on również uczestniczył w transakcji sprzedaży**, a sama transakcja nie była dla kupującego obciążona ryzykiem prawnym i nie odbywała się w atmosferze skandalu. Tuż przed finalizacją transakcji oraz debiutem giełdowym grupy Allegro miała miejsce konferencja prasowa nagłaśniająca wszystkie aspekty nieetycznej akwizycji eBilet przez Allegro, zapis jest dostępny na stronie: www.eBiletHistoria.pl.

Jest oczywistym, że wszystkie ryzyka takiej akwizycji były wcześniej rozpoznane przez służby kupującego, podczas „due dilligence”. Ryzyka te ujawniły się już 2 tygodnie po transakcji w postaci wyroku Sądu Najwyższego z 15 X 2020 roku (I CSK 677/18), wspartego

następnie wyrokiem Sądu Apelacyjnego w Warszawie z 30.03.2021 roku (VII AGa 59/21), który unieważnił uchwały umarzające udziały wykluczonego wspólnika (pełna treść wyroków i ich uzasadnień na podanych wyżej stronie oraz www.eBilet-Allegro.pl).

Jest wiedzą powszechną, że dowolny towar z niepewnego, ryzykownego źródła ma zawsze niższą cenę niż ten ze świadectwem uczciwego pochodzenia. Kupujący ryzykuje bowiem w przyszłości roszczenia ze strony prawdziwego a pominiętego właściciela czy współwłaściciela. Tak jest również w omawianym przypadku. Zarówno kupujący (Allegro), jak i sprzedający (cypryjskie wehikuły, za którymi kryją się sprawcy przejęcia) zostali pozwani o unieważnienie transakcji akwizycji. Tekst pozwu jest dostępny na podanej wyżej stronie www. Podawana w publicznych sprawozdaniach grupy Allegro, kwota 136 mln zł, musiała uwzględniać ryzyko roszczeń współwłaściciela przedsiębiorstwa, który dysponował w nim 29% udziałów w chwili ich utraty. Co więcej, mniejszościowy udziałowiec dysponował, jako założyciel, istotnym pakietem kontrolnym zapisanym notarialnie w umowie spółki (materiał dostępny na życzenie). Z kolei sprzedający, przedstawiający się jako jedyni właściciele, byli nimi w rzeczywistości tylko w 71%. Grupa Allegro była świadoma tej sytuacji, co wynika nawet z wymiany pism z jej zarządem już rok przed transakcją (treść na stronie www).

W tych warunkach łatwo jest obliczyć, że prawdziwą wartością przedsiębiorstwa, wolnego od wad prawnych, może być kwota 192 mln zł, jako wynikająca z nieco upraszczającego założenia, że 71% prawdziwej wartości to znane publicznie 136 mln zł. Nabywający nie powinien bowiem płacić sprzedającym więcej niż 71% kwoty uznawanej przez niego za adekwatną w sytuacji, gdy było oczywiste, że tylko taki poziom własności potrafią bezspornie udokumentować. Zarząd Allegro robił dobrą minę do złej gry i udawał, że akceptuje punkt widzenia sprzedających, którzy legitymowali się dokumentami z polskiego i cypryjskiego KRS na pełną własność sprzedawanych podmiotów. Kupujący akceptował tę kontrowersyjną sytuację prawdopodobnie dlatego, że zależało mu na umieszczeniu w prospekcie giełdowym informacji o udanej akwizycji. Debiut giełdowy Allegro miał bowiem miejsce kilka tygodni później, zaraz po ostatniej transzy (20%) zakupu przedsiębiorstwa eBilet za kwotę 40 mln zł. Pierwsze 80% zostały zakupione w roku 2019. Przy okazji widzimy, że środek epidemii Covid, który poważnie ograniczył branżę artystyczną i rozrywkową w roku 2020 nie obniżył wycen portalu w oczach kupującego (zakup pierwszych 80% za 96 mln zł oznaczał bowiem wycenę 120 mln zł, a zakup kolejnych 20% za 40 mln zł oznaczał wycenę 200 mln zł za całość). Założenie, że przedsiębiorstwo eBilet było w rzeczywistości warte właśnie 192 mln zł, prowadzi do wyliczenia wskaźnika EV/S na poziomie zaledwie 0,71, a zatem bardzo rozsądnym i mieszczącym się w granicach wynikających ze wszystkich

dotychczasowych analiz sporządzanych przez specjalistów na przestrzeni dekady. Z kolei kwota 136 mln zł oznaczała wartość $EV/S = 0,53$, raczej poniżej większości profesjonalnych wycen, które możemy obejrzeć na wykresach na końcu opracowania.

Przedstawiony tu scenariusz nosi wysoki stopień prawdopodobieństwa. Życiowe doświadczenie wskazuje, że grupa Allegro na pewno szacowała wartość przedsiębiorstwa znacznie powyżej 136 mln zł, skoro taką kwotę ostatecznie zdecydowała się zapłacić. Powyższe oznacza, że wysokość odszkodowania dla wykluczonego wspólnika powinna być szacowana jako 29% od 192 mln zł, a nie od znanej z transakcji kwoty 136 mln zł. Rozumowanie to wzmacnia okoliczność, że wspólnik-założyciel dysponował bardzo istotnymi uprawnieniami o charakterze kontrolnym. Te uprawnienia wzmacniały ekonomiczną siłę udziałów powoda. Uchylenie tych uprawnień działaniami pozwanych o charakterze deliktowym nie zmienia istoty przedstawionego rozumowania.

Opisana sytuacja ujawnia bardzo ciekawą poznawczo sytuację. Otóż sprawcy przejęcia, którzy konsekwentnie, przez 10 lat, unikali zawarcia ugody z wykluczonym wspólnikiem, działali podczas tej sprzedaży z istotną szkodą dla samych siebie. Za sprzedanie przedsiębiorstwa eBilet za „jedynie” 136 mln zł odpowiadają bowiem wyłącznie oni. Jest oczywiste, że mogli taką ugodę zawrzeć przed transakcją i przystąpić do niej wraz z byłym wspólnikiem, usuwając w ten sposób wszelkie wady prawne i jednocześnie wzmacniając własną siłę negocjacji. W pełni uprawnione jest twierdzenie, że większościowi wspólnicy sprzedali przedsiębiorstwo eBilet.pl po zaniżonej cenie (ponieważ sprzedawali je z wadą prawną dotyczącą aż 29% jego wartości). **Jednocześnie takie obniżenie ceny nie powinno w żadnym stopniu odbywać się kosztem wykluczonego wspólnika**, który ma prawo rościć sobie 29% od prawdziwej wartości przedsiębiorstwa, czyli prawdopodobnie 192 mln zł, a nie wartości zaniżonej wskutek wady prawnej do 136 mln zł.

Sytuacja ta zawiera w sobie pewne komiczne aspekty, ponieważ gdyby przedsiębiorstwo sprzedano po wyższej cenie (załóżmy wspomniane 192 mln zł), to każdy z dwóch nielojalnych wspólników otrzymałby po $\frac{1}{2}$ z 71% ze 192 mln zł, czyli po 68 mln zł. W rzeczywistości, wybierając wariant konfliktowy, sprawcy przejęcia zainkasowali po $\frac{1}{2}$ ze 136 mln zł, czyli również po 68 mln zł. Tyle, że w tym wariantcie na każdym z dwóch przejmujących ciąży roszczenie po $\frac{1}{2}$ z kwoty 56 mln zł należnej wykluczonemu wspólnikowi (jako 29% z 192 mln zł). **To oznacza, że wybierając nielojalny, nieetyczny wariant postępowania**, przejmujący zredukowali swoje potencjalne możliwości przychodów z 68 mln zł do 40 mln zł. Trudno jest racjonalnie wytłumaczyć taką strategię działania. Jedynym, kto skorzystał na takim działaniu mógł być kupujący, Allegro, które nabyło przedsiębiorstwo eBilet

z „rabatem” w kwocie 56 mln zł, zgodnie z życiową zasadą, że „gdzie dwóch się bije, tam trzeci korzysta”. Ten sam rabat, wyrażony we wskaźnikach, oznaczał zakup eBilet przy EV/S na poziomie 0,53 zamiast 0,71, o czym wspominałem wcześniej. To spora różnica.

Publiczne ujawnienie kwoty transakcji Allegro w roku 2020 pozwoliło na eksperyment badawczy, polegający na zweryfikowaniu jakości kilkunastu wcześniejszych wycen, głównie metodami porównawczymi i DCF, które powstawały w latach 2008 – 2017. W tym celu sporządzono wykres przebiegu obrotów portalu eBilet.pl w latach 2008 – 2020 wraz z naniesionymi na nim punktami reprezentującymi wyceny. Szarymi liniami oznaczano dolny (0,5) oraz górny (0,8) poziom „zdroworozsądkowego” EV/S. Jak widać większość profesjonalnych wycen jest bliska wartości 0,7, która pojawia się dla wyceny na poziomie 192 mln zł w roku 2020. Z wykresu wynika również fakt, że Allegro nie brało w wycenie pod uwagę kryzysu branży rozrywkowej wywołanej pandemią, zakładając, że siła medialna portalu Allegro.pl pozwoli błyskawicznie odtworzyć rynek, na którym eBilet jest obecny od roku 2001. Można by się spodziewać, że Covid19 obniży wycenę eBilet, a stało się odwrotnie – ostatnie 20%, nabyte za 40 mln zł podwyższa ją do poziomu 200 mln zł za całość, podczas gdy poprzedni poziom wynosił 120 mln zł wynikające z nabycia 80% za 96 mln zł. Wykres jest umieszczony na końcu opracowania. Same oszacowania mogą być udostępnione wszystkim zainteresowanym na życzenie. Ich lektura też może być interesująca.

Wszystkie poruszone tu kwestie wydają się istotne, gdy weźmiemy pod uwagę, że w procesach o odszkodowania dla niesłusznie wykluczonych udziałowców **kluczowy jest cel dokonywania wyceny**, a nie tylko faktyczna rynkowa wartość przedsiębiorstwa, zaniżona przez konflikt wokół niej. Wycena dokonywana na użytek zaspokojenia interesu poszkodowanego udziałowca, powinna uwzględniać wartość przedsiębiorstwa nieobciążonego konfliktem, skoro z wyroków sądowych wynika, że przejęcie jego udziałów zostało dokonane bezprawnie.

Wady wyceny metodą dochodową. Zaniżanie wyników przedsiębiorstwa.

Pojawienie się prawdziwej transakcji sprzedaży przedsiębiorstwa, omówione w poprzednim punkcie, jest swego rodzaju szczęściem w nieszczęściu, ponieważ w innym razie przedsiębiorstwo musiałoby być wyceniane wyłącznie metodą DCF lub porównawczą (metody majątkowe nie mają zastosowania dla przedsiębiorstw internetowych, których główną wartością jest „good will”). Zarządy kontrolowane przez pozostałych wspólników tak prowadzą bieżącą działalność oraz swoją księgowość, aby wyniki i sprawozdania finansowe skonfliktowanych spółek, stanowiące dane wejściowe do metody DCF, były jak najniższe, bo to obniża wysokość odszkodowań szacowanych przez sądy.

Nie inaczej było w przypadku eBilet.pl – aż do roku 2012 przedsiębiorstwo osiągało i raportowało w sprawozdaniach finansowych rentowność netto na poziomie około 4%, co było wiarygodne i naturalne wobec wysokości typowych marż za bilety sprzedawane online, które wahały się od 6% do nawet 20%. W latach 2010 – 2011 miały miejsce niepokojące zjawiska w księgowości eBilet polegające na wykazaniu ogromnej straty za rok 2010 oraz gigantycznego, nienaturalnego zysku w roku 2011. Dzięki tym manipulacjom wynajęty przez komornika „biegły”, opierając się wyłącznie na niewiarygodnym sprawozdaniu za rok 2010 wycenił eBilet.pl metodą likwidacyjną (!), zaniżając jego wartość dwudziestokrotnie. Pomiął przy tym dziesięcioletni (2001 – 2010) rozwój portalu www.eBilet.pl, który praktycznie co roku podwajał swoje obroty, dynamicznie się rozwijając i bynajmniej nie miał w planach likwidacji. Później okazało się, że „biegły” wyznaczony przez komornika nie był nim formalnie, nie miał doświadczenia w wycenach przedsiębiorstw internetowych, a podpisu pod opinią użyczył mu, antydatując, kolega, wpisany na jakąś listę biegłych.

W roku 2012 stało się jasne, że poszkodowany wspólnik rozpoczął procesy sądowe w celu odzyskania udziałów lub odszkodowania za nie. Odszkodowanie wymaga wyceny wartości firmy, a tę ustala się między innymi na podstawie generowanego strumienia dochodów. Być może ma związek z faktem, że od roku 2012 przez kolejne lata spółka eBilet raportowała już tylko pół procenta(!) rentowności, czyli prawie 10 razy mniej niż przedtem. Rentowność wróciła do normalnego poziomu dopiero wtedy, gdy sprawcy przejęcia rozpoczęli rozmowy z inwestorem strategicznym (Allegro) i starali się poprawić wyniki finansowe.

Jest więc jasne, że gdyby wycena metodą DCF odbywała się w latach 2012 – 2017, to istniałoby spore ryzyko kilkunastokrotnego zaniżenia takiego oszacowania. Tylko rzetelność biegłego i analiza działania przedsiębiorstwa może zagwarantować przyjęcie prawidłowego wskaźnika rentowności i rzetelnego oszacowania przyszłych dochodów na poziomie adekwatnym do branży i przedsiębiorstwa, a nie według deklaracji wspólników, którzy przejęli spółkę i są zainteresowani jak najniższą wyceną, aby wypłacić jak najniższe odszkodowania.

Zaniżanie wyników przez spółkę, które odbywa się często przez nadmierne i nieuzasadnione wydatki lub astronomiczne wynagrodzenia przerośniętych zarządów (w przypadku eBilet członków rodziny wspólników większościowych) oznacza, że takie spółki „przejadają” zyski i najczęściej nie wypłacają oficjalnych dywidend. Wynagrodzenia zarządu eBilet pomiędzy rokiem 2008 oraz w latach 2016 – 2019 wzrosły nawet dwudziestokrotnie, przy zaledwie dwu-, trzykrotnym wzroście zatrudnienia i bez wyraźnego poszerzenia obszarów działania o kolejne branże. Nic nie uzasadniało takich wzrostów wynagrodzeń. Internetowym systemom rezerwacyjnym i serwerom, na których one działają, jest wszystko jedno czy

przetwarzają tysiąc czy 10 tysięcy rezerwacji dziennie. Zaniechanie wejścia na nowe obszary rynku (noclegi, wycieczki, bilety lotnicze, dostawy jedzenia) zaprzepaściło ogromny potencjał marki eBilet, zbudowany kampaniami medialnymi w latach 2001 – 2009. Ogromne wynagrodzenia zarządu nie były więc merytorycznie uzasadnione.

Z perspektywy wykluczonego wspólnika takie sytuacje oznaczają działania na szkodę spółki, a tym samym pozbawianie jego samego potencjalnej dywidendy. Dywidendy w takich spółkach nigdy się nie pojawiają, aby nie dawać formalnych podstaw do roszczeń w przyszłości. Jeżeli sytuacja utrzymuje się przez dłuższy czas (tutaj: 10 lat), środki finansowe, których mógł być pozbawiony wykluczony wspólnik mogą być znaczne. Pominięcie ich w wycenie DCF prowadzi w oczywisty sposób do zafałszowania ewentualnej wyceny.

Problemy wycen dokonywanych metodą porównawczą.

Typową wadą, czy nawet nadużyciem, wielu wycen porównawczych jest niewłaściwe stosowanie dyskont, które wynikają z porównania ze spółkami giełdowymi i nazywane są dyskontami „za brak płynności” lub „brak pakietu kontrolnego”. Odbywa się to niestety czasem, trochę na zasadzie „bo wszyscy tak robią”, „zwyczajowo” itp. Tymczasem o stosowaniu dyskonta nie powinna decydować obecność na dowolnym parkiecie publicznym, lecz dostęp do informacji na temat powtarzających się systematycznie wycen danej spółki. **Nie chodzi tu bowiem wcale o płynność transakcyjną, lecz informacyjną.** Rzeczywiście giełda daje ten komfort, że pozwala śledzić codzienne wyceny pojedynczych akcji. Ich suma nie musi jednak wcale przekładać się wprost na wartość całości firmy. Firma, która jest obecna na giełdzie, a której akcji nikt nie kupuje, nie jest „płynna” i nie stanowi dobrego materiału porównawczego. Z drugiej strony, prywatna spółka pozagiełdowa, której udziały są często przedmiotem obrotu, a my mamy dostęp do informacji o tych transakcjach, staje się dla nas w tym sensie „płynna”. Czym innym jest też wycena drobnego pakietu udziałów oraz wycena całości przedsiębiorstwa, szczególnie, gdy odbywa się przez porównanie do giełdowych cen akcji. Wycena całości odbywa się z doliczeniem premii i bez odejmowania dyskont.

Przypomnijmy też, że niesłusznie wykluczony wspólnik mniejszościowy (w przypadku eBilet posiadający jednak pewien istotny pakiet blokujących praw kontrolnych) ma prawo stać na stanowisku, że nie musi on w żadnych okolicznościach sprzedawać swoich udziałów pozostałym wspólnikom ani w ogóle nikomu. Ma on prawo przyjąć naturalną strategię poszukiwania nabywcy dla całości przedsiębiorstwa (100% udziałów), aby następnie uczestniczyć w tej transakcji i otrzymać po prostu co najmniej taki jej procent, jak posiadane przez niego udziały.

Podsumowanie – najważniejsze kwestie, na które należy zwrócić uwagę podczas wyceny odszkodowań za udziały wykluczonego wspólnika:

Z powyższych rozważań wynika jasno, że udziałowiec mniejszościowy, pozbawiony udziałów wbrew swojej woli, powinien otrzymać po prostu proporcjonalną do posiadanej części udziałów część kwoty na jaką wyceniono całość spółki. Jeżeli przedsiębiorstwo w międzyczasie sprzedano, to udziałowiec ten powinien otrzymać udział w cenie transakcji, o ile wspólnik tę cenę akceptuje jako rynkową. To zastrzeżenie jest konieczne, bo transakcja również może być elementem przestępnych działań – np. wyprowadzania przedsiębiorstwa do kolejnej spółki zależnej od wspólników większościowych. Kwota przypadająca na takiego wspólnika mniejszościowego nie powinna być jednocześnie przedmiotem żadnych dyskont.

Co więcej, warto sprawdzić, czy w dacie pozbawienia udziałów wspólnik nie dysponował specjalnymi prawami, a następnie rozważyć, czy z powodu posiadanego pakietu praw kontrolnych nie należy mu się premia. W przedmiotowym przypadku wspólnik założyciel dysponował, między innymi, prawem do „ostatniego słowa” na temat dysponowania głównymi aktywami przedsiębiorstwa, a bez jego zgody nie mogłoby dojść do żadnej transakcji całościowej sprzedaży. Tym samym wspólnik ten miał idealną pozycję do wynegocjowania dodatkowej premii.

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” może zaowocować pokrzywdzeniem mniejszościowego udziałowca.

Piotr Krupa, Piotr.krupa@conslex.pl

Zarzecki, D. (2013). *Współczesne wyzwania wyceny przedsiębiorstw*.

Byrka-Kita, K., (2013). *Dylematy szacowania premii z tytułu kontroli w wycenie przedsiębiorstw*; Wydawca CeDeWe

Szablewski A., Panfil M., (2016) *Wycena Przedsiębiorstw*, Wydawca PolText

Sprawozdania grupy Allegro za lata 2019 – 2020, Skonsolidowany Raport Roczny Grupy Allegro.eu za rok zakończony 31.12.2021, źródło: www.about.allegro.eu

Wyrok SN z 15 X 2020 (I CSK 677/18). Wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z 30.03.2021 (VII AGa 59/21).