

KANCELARIA PRAWNA BOGUDAR KORDASIEWICZ
ul. Grottgera 11/3; 00-785 Warszawa
tel.: (22) 851 30 51, 0-502 071 101; e-mail: bogudar@kordasiewicz.org
NIP 521-193-79-30, REGON 015374275

5

Warszawa, 29 maja 2020 r.

10

Sąd Okręgowy w Warszawie
XX Wydział Gospodarczy
ul. Czerniakowska 100
00-454 Warszawa

15

Powód:
Piotr Krupa
zastępowany przez:
radcę prawnego Tomasza Marjańskiego
adres do doręczeń:
ul. Hoża 64 lok. 2
00-682 Warszawa

20

Pozwani:
„Future Invest” sp. z o.o.
Marek Przechwański
Stanisław Matuszewski

25

Sygn. akt: XX GC 611/14

PISMO PRZYGOTOWAWCZE POWODA – UWAGI DO OPINII BIEGŁEGO

30

W imieniu powoda, jako substytut r.pr. Tomasza Marjańskiego, pełnomocnictwo substytucyjne w załączeniu, w związku z wyznaczeniem przez Sąd terminu do zgłoszenia uwag do opinii biegłego inż. niejszym:

35

1. wskazuję, że biegły nie wykonał najistotniejszej części powierzonego mu zadania to znaczy **nie wycenił aktualnej wartości firmy eBilet**. W związku z powyższym wnoszę o powierzenie biegłemu sporządzenia pisemnej opinii uzupełniającej, w której biegły:

40

a) dokona wyceny wskazującej wartość rynkową przedsiębiorstwa eBilet według stanu na 19 kwietnia 2019 r.;

b) wskaże wartość rynkową jaką miałyby przedsiębiorstwo eBilet według stanu na 19 kwietnia 2019 r. przy założeniu, że nie ma konfliktów pomiędzy powodem oraz pozwanymi;

45

c) poda przyjętą przez siebie wartość rezydualną, szczegółowe założenia metodologiczne, które stały się podstawą wyliczeń, jak również same wyliczenia matematyczne prowadzące do ustalenia wartości rezydualnej;

d) poda szczegółowo metodę i sposób wyliczenia innych kluczowych wartości przyjmowanych wyliczeń, przede wszystkim EBITDA, CAPEX, amortyzacji, wraz ze szczegółowym wskazaniem źródeł, z których biegły czerpał informacje tworzące podstawę dokonanych wyliczeń.

50

2. wnoszę o wyznaczenie biegłemu 21 dni na sporządzenie opinii uzupełniającej;

3. wnoszę o przesłuchanie biegłego na rozprawie;
- 55 4. już na obecnym etapie wskazuję, że prawdopodobnie powód ponowi swój wniosek o zasięgnięcie opinii instytutu naukowego lub innej jednostki o uznanej renomie, specjalizującej się w wycenie przedsiębiorstw internetowych. Ta zapowiedź wynika z faktu, że biegły przyjął zlecenie wykonania opinii, mimo że nie jest on – jak tego oczekiwał Sąd – specjalistą w zakresie wyceny portali internetowych; więcej nawet nie ma w tym zakresie wystarczającej wiedzy. Ponadto, dopuścił się w swym opracowaniu błędów metodologicznych, które dyskwalifikują złożoną Opinię;
- 60 5. wnoszę o wstrzymanie się przez Sąd z wydaniem postanowienia o przyznaniu wynagrodzenia biegłemu do czasu jego przesłuchania przed sądem.

UZASADNIENIE

65 I. Niewykonanie zadania przez biegłego

Biegłemu w Postanowieniu Sądu z 2 października 2017 r. postawiono pod lit. e) dwa pytania: 1) jaką aktualnie wartość przedstawiałoby 290 udziałów Piotra Krupy, gdyby udziały te nie zostały 27 kwietnia 2012 r. umorzone?; oraz 2) jaką wartość przedstawiało to 70 prawo 18 października 2011 r., z uwzględnieniem m.in. uprzywilejowanego charakteru udziałów powoda?

Sens pytań ujętych w postanowieniu 2 października 2017 r. jest jasny i oczywisty. Przecież eBilet sp. z o.o. była i jest spółką kapitałową, która systematycznie rozwijała się od lat i która miała swój zarząd, kierujący tym rozwojem. W 2011 r. nie doszło do sprzedaży 75 przedsiębiorstwa Spółki. Przeciwnie, uprzywilejowany charakter udziałów powoda wykluczał taką sprzedaż bez jego zgody. Stąd oczywiste jest, że pytanie Sądu dotyczyło właśnie tego, jak przedstawiałaby się wartość udziałów powoda, gdyby w 2012 r. nie dokonano niedozwolonych „operacji” korporacyjnych, natomiast przedsiębiorstwo spółki eBilet sp. z o.o. nadal prowadziło swoją działalność. Taki właśnie sens zadanych biegłemu pytań jest 80 niewątpliwy w kontekście wykładni językowej, w szczególności pytania o to, jaką wartość miałyby udziały powoda, „gdyby nie doszło do czynności obniżających wartość tych udziałów w drodze generowania przez eBilet sp. z o.o. nieuzasadnionych kosztów oraz w 85 drodze wyzbycia się przedsiębiorstwa przez ww. spółkę”. Nie da się postanowienia Sądu rozumieć inaczej, jak oczekiwania od biegłego odpowiedzi na pytanie, jaką wartość miałyby udziały powoda, gdyby przedsiębiorstwo spółki eBilet sp. z o.o. było do dzisiaj prowadzone w sposób niezakłócony, to znaczy gdyby nie doszło do zawłaszczenia udziałów powoda przez pozwanych oraz do wyzbycia się przedsiębiorstwa przez eBilet sp. z o.o.

Tymczasem biegły, nie będąc do tego powołany dokonuje (zob. Opinia w. 715 – 724) reinterpretacji Postanowienia Sądu i stwierdza, że „w jego rozumieniu” należy pominąć 90 normalny rozwój przedsiębiorstwa eBilet oraz spojrzeć na problem oczami nabywcy z 2011 r. Tyle tylko, że w 2011 r. do sprzedaży nie doszło, przedsiębiorstwo nadal było prowadzone i nie ma żadnych powodów, by oceniać je inaczej, niż przez analizę rzeczywistych, dotychczas uzyskanych wyników.

95 Wobec powyższego uzasadniona jest konkluzja tej części uwag do opinii, że biegły nie wykonał istotnej części powierzonego mu zadania. Przejął przy tym zadania Sądu, co niewątpliwie nie jest jego rolą. Mianowicie dokonał własnej interpretacji Postanowienia Sądu

z 2 października 2017 r. w części ujętej pod lit c), co pozwoliło mu zaniechać odpowiedzi na zawarte tam pytania.

100 W przedstawionym stanie wskazuję, że zachodzi pilna potrzeba zwrócenia się do biegłego o brakującą odpowiedź na pytanie ad e) Postanowienia z 2 października 2017 r. Podnoszę przy tym, że biegły myli się fundamentalnie, twierdząc że wobec znajomości ceny z umowy pomiędzy Bola Investments Ltd oraz Allegro PL sp. z o.o. jego opinia w tym zakresie nie jest potrzebna (zob. Opinia, w. 728 – 730). Przecież niedozwolone działania pozwanych musiały wywrzeć wpływ na cenę transakcji, co oznacza że Allegro.PL sp. z o.o. nabyła 105 udziały za cenę zaniżoną. Biegły nie zachowuje w tym zakresie wewnętrznej spójności intelektualnej Opinii. Traktuje według różnych założeń wpływ konfliktu na cenę w 2011 oraz w 2018/2019 r. Skoro dla roku 2011 zdaniem biegłego zasadne było podanie dwóch cen (uwzględniającej skonfliktowanie udziałowców oraz nie), to nie da się intelektualnie obronić 110 stanowiska, że wyliczenie wartości na 19 kwietnia 2019 r. jest niepotrzebne, bowiem znana jest wartość rzeczywiście dokonanej transakcji. Skoro konflikt w opinii biegłego wywiera istotny wpływ na cenę transakcji, to biegły nie może uchylić się od odpowiedzi na pytanie o wpływ tego konfliktu na Umowę sprzedaży udziałów z 19 kwietnia 2019 r.

Jest bowiem oczywiste, że niepewność prawna wokół zbywanych udziałów miała znaczący wpływ na uzyskaną cenę. Przecież Allegro PL sp. z o.o. przystępując do transakcji 115 doskonale zdawała sobie sprawę z tego, że w SN za sygnaturą I CSK 677/18 oczekuje na rozprawę przyjęta do rozpoznania skarga kasacyjna od wyroku Sądu Apelacyjnego w Warszawie z 23 października 2017 r. VI ACa 1133/16. Ta wiedza wynikała z tzw. badania „due diligence” przedmiotu nabycia. W związku z tym jest rzeczą bardziej niż oczywistą, że Allegro sp. z o.o. zdawała sobie sprawę z tego, że uwzględnienie skargi kasacyjnej od wyroku 120 VI ACa 1133/16 może doprowadzić do podważenia nabycia przez Allegro sp. z o.o. udziałów w transakcji z 2018/2019 r. Zgodnie z poprawną w tym zakresie logiką wyводу biegłego cena 110 milionów złotych musiała uwzględniać niepewność dotyczącą losów skargi kasacyjnej I CSK 677/18. Zatem pytanie o wartość tych udziałów bez czynnika konfliktu prawnego zachowuje swoje znaczenie. Oznacza to, że błędny jest wyrażony w Opinii pogląd 125 (w. 728 – 730), że znana cena transakcji wynikająca z Umowy przedwstępnej z 31 października 2018 r. oraz Umowy sprzedaży udziałów z 19 kwietnia 2019 r. sprawia, że nie jest potrzebne wyliczenie wartości rynkowej przedsiębiorstwa na tę datę.

Poprawność wniosku co do zaniżenia ceny w transakcji z Allegro PL sp. z o.o. ze względu na istniejący konflikt potwierdza także znamienna okoliczność. Mianowicie, jest 130 wiedzą powszechną, że 19 kwietnia 2019 r. Allegro PL sp. z o.o. nabyła jedynie 80 % udziałów, zaś co do pozostałych 20 % zastrzegła sobie opcję zakupu w dwóch ratach po 10%. Otóż jest rzeczą powszechnie znaną, że konstrukcja opcji zakupu stosowana jest właśnie w sytuacjach, w których zdarzenie przyszłe i niepewne może znacząco wpłynąć na ekonomiczny sens transakcji. Także ta okoliczność przesądza o potrzebie wyceny rynkowej 135 wartości przedsiębiorstwa eBilet w kwietniu 2019 r., w szczególności jasnego wskazania, czy Allegro PL sp. z o.o. zakupiło udziały z rabatem z tytułu niejasności prawnych dotyczących nabywanych udziałów, a jeśli tak, to określenia wysokości tego rabatu.

140 Już tylko wymienione okoliczności przesądza o potrzebie sporządzenia pisemnej opinii, nie tyle uzupełniającej (w ścisłym tego słowa znaczeniu), co opinii zawierającej brakujące odpowiedzi na pytania zadane przez Sąd.

Wyjaśnienia wymaga także przyczyna, dlaczego biegłemu należy zlecić dokonanie wyceny właśnie na 19 kwietnia 2019 r. Wynika to z treści art. 363 § 2 k.c. Mianowicie sprzedaż udziałów Allegro PL sp. z o.o., w tym udziałów należących do powoda sprawia, że właśnie 19 kwietnia 2019 r. należy traktować jako „szczególne okoliczności” w rozumieniu przytaczanego przepisu.

II. Uchybienia metodologiczne

Trzeba podkreślić, że przedłożona przez biegłego Opinia zawiera cały szereg usterek metodologicznych różnej wagi, które łącznie doprowadziły do błędnej wyceny przedsiębiorstwa eBilet, zarówno według stanu na 2011 rok, jak i na 19 kwietnia 2019 r.

a) Błędne założenia podstawowe

Biegły w swoim opracowaniu zastosował jako jedyną – metodę DCF. Z Opinii nie wynika, czym motywowany jest ten wybór. Do tej kwestii jeszcze kilkakrotnie powrócimy.

Z punktu widzenia metodologicznego dla pracy biegłego podstawowe znaczenie ma następujący fragment złożonej Opinii (w. 522 -530):

Biegły ujmując to następująco:

„Niewątpliwie wzrosty te były bardzo znaczące. Ich wielkość jest oczywista dzisiaj, lecz patrząc z punktu widzenia 2011 r. nie znając przyszłego rozwoju spółki nie można zakładać scenariusza wzrostu spółki takiego, jaki miał miejsce w rzeczywistości. Sześciokrotny wzrost przychodów oznacza w praktyce zasadnicze przemiany w działaniu i organizacji firmy, w przypadku branży ticketingowej (słownictwo oryginału) musi być to przede wszystkim efektem skutecznego marketingu i zasadniczego rozbudowania puli klientów firmy wśród organizatorów imprez. W mojej ocenie nie można zakładać, że przyszły wzrost w opisywanej wyżej skali może zostać „zaliczony” na wartość spółki – oznaczałoby to, że kupujący spółkę płaciliby za wzrost wartości, który uzyskalby wskutek własnej działalności – np. wskutek wniesienia własnych kontaktów, marketingowego know how czy po prostu wykorzystania nadarzających się sposobności.”

W tym krótkim fragmencie zawiera się kilka błędów fundamentalnych. Najbardziej brzemienne w skutkach ogniskuje się w wywodzie, w którym zdaniem biegłego przyszły wzrost w skali, jaka w rzeczywistości nastąpiła nie może zostać „zaliczony” na wartość spółki, ponieważ to zakładałoby zapłatę za wzrost wartości, uzyskany wskutek własnej działalności.

Ten na pozór chwytliwy fragment, zawiera błąd dyskwalifikujący wydaną Opinię. Otóż biegły zapomina o tym, że *in casu* w 2011 r. udziały powoda nie zostały zakupione, ale bezprawnie zawłaszczone, używając jak najdelikatniejszego języka. O „zapłacie” przez kupującego nie może być w ogóle mowy. Przeciwnie komornik zwrócił należącej do pozwanych M. Matuszewskiego oraz S. Przezwańskiego spółce Future Invest sp. z o.o. „nabywającej” udziały Piotra Krupy wpłaconą cenę 438 430 zł. Oznacza to, że *de facto* pozwani otrzymali te udziały za darmo. Okoliczność ta może być uznana za bezsporną, w świetle upadku

185 podstawy prawnej przejęcia. Potwierdza ją dodatkowo Pismo Prezesa Sądu Okręgowego w Warszawie z 22 czerwca 2016 r.

Dowód: Pismo Prezesa Sądu Okręgowego z 22 czerwca 2016 r. s. 2 (Załącznik nr 1).

190 Warto już w tym miejscu podnieść, że biegły wdaje się w kwestie, które do niego nie należą i nie są objęte jego kompetencjami. Otóż z analizowanego fragmentu wynika niedwuznacznie, że jeżeli zawłaszczający udziały dobrze gospodarował przedsiębiorstwem spółki, to wynikające z tego korzyści mają przypaść zawłaszczającemu, a nie temu do kogo te udziały zgodnie z prawem należały. Trudno nie dostrzec, że biegły samodzielnie wszedł w

195 Wbrew temu, co na podstawie własnych „odczuć i ocen” przesądza biegły, punktem odniesienia dla określenia szkody polegającej na zawłaszczeniu udziałów nie jest hipotetyczna transakcja uczciwego ich nabycia. Z punktu widzenia prawnego szkodę należy określać na podstawie kryteriów wskazanych w art. 361 § 2 k.c. Zgodnie z przywoływaną normą „(...) *naprawienie szkody obejmuje straty, które poszkodowany poniósł, oraz korzyści które mógłby osiągnąć, gdyby mu szkody nie wyrządzono.*”

200 W ramach otrzymanego zadania biegły nie miał więc ustalać, co by się stało gdyby w 2011 r. uczciwy nabywca kupiłby udziały w eBilet sp. z o.o. Przeciwnie, zadaniem biegłego było ustalenie, co by się stało gdyby do bezprawnego zawłaszczenia udziałów nie doszło? To pytanie zostało zresztą postawione biegłemu aż nadto wyraźnie i nie spotkało się z

205 Wobec uchylecia się przez biegłego od wykonania zadania odpowiedzi na te kluczowe pytania należy udzielić w ramach uwag do złożonej Opinii. Otóż, gdyby nie doszło do ciągu bezprawnych zachowań pozwanych, do powoda Piotra Krupy nadal należałoby 29% udziałów w eBilet sp z o.o., zaś przedsiębiorstwo internetowej sprzedaży biletów (portal eBilet) nadal należałoby do tej spółki. Pozwani S. Matuszewski oraz M. Przewański nadal mieliby bezpośredni wpływ na zarządzanie Spółką. Ponieważ eBilet sp. z o.o. była spółką kapitałową, powód zaś profitowałby z wzrostu jej wartości, jak każdy inny udziałowiec. Zasadne jest założenie, że profitowałby nawet w wyższym stopniu niż pozostali udziałowcy, ze względu na wynikające z umowy spółki przywileje. Spółka byłaby zaś zarządzana w sposób nie gorszy, niż to miało miejsce w rzeczywistości. Już przed październikiem 2011 r. na czele zarządu spółki eBilet sp. z o.o. stał Marcin Matuszewski, syn pozwanego S. Matuszewskiego. Brak podstaw do wniosku, że bez wyrządzenia powodowi szkody M. Matuszewski zrezygnowałby z zarządzania spółkami, skoro jego wynagrodzenie wzrosło blisko dziesięciokrotnie! (ze 144 000 do 1 000 000 zł rocznie - niespome). Zresztą za takie

220 wynagrodzenie można łatwo znaleźć managera o równych, bądź wyższych kwalifikacjach.

225 W podsumowaniu tej części uwag należy podnieść, że jakiegokolwiek relatywizowanie odniesienia poniesionej przez powoda szkody do innego rozwoju Spółki, niż miało miejsce w rzeczywistości nie znajduje uzasadnienia. W szczególności dla stanu faktycznego sprawy nieadekwatne są symulacje potencjalnego rozwoju Spółki, oparte na wskaźnikach dość swobodnie dobieranych przez biegłego. Do kwestii tej będziemy jeszcze powracać.

b) Metoda wyceny

230 aa) Uwaga ogólna

Już z tego, co powiedziano powyżej wynika, że biegły mógłby posłużyć się metodą DCF, czy też jakkolwiek inną metodą tylko w jednym celu, tj. dla ustalenia, czy czasem wartość przedsiębiorstwa prowadzącego portal eBilet nie okazałaby się jeszcze wyższa, niż ta którą

235 To bowiem, że taką wartość (według wyceny portalu na 110 milionów za wszystkie udziały) powód mógłby uzyskać, gdyby mu szkody nie wyrządzono, wykazano już powyżej pod a).

bb) Przyjęta metoda

240 Jak stwierdza biegły (Opinia w. 478 - 480) wartość udziałów została oszacowana metodą wolnych przepływów pieniężnych do firmy (FCFF). Jest to podstawowy trzon metody znanej pod nazwą DCF.

Wbrew jednak temu, co można i należy oczekiwać od opinii biegłego wyceniającego przedsiębiorstwo o tak znaczącej wartości, biegły nawet słowem nie wyjaśnia, dlaczego tę
245 właśnie metodę przyjął i na czym polega jej przewaga nad innymi wchodzącymi w rachubę metodami wyceny. Mało tego, w aktach sprawy znajduje się kilka innych wycen (zob. karty: 98-99, 101, 120, 144, 2102, 2327-2329, 2652, 3572-3779, 4348), które biegły także ignoruje.

Tymczasem, z życia gospodarczego wiadomo, że w branży internetowej nawet przedsiębiorstwa przynoszące w danym momencie stratę mogą osiągać bardzo wysoką cenę
250 na rynku. Przykłady takich transakcji znajdowały się w aktach sprawy (zob. odesłania zawarte w opinii Macieja Kowalskiego z firmy CAG – akta k. 101).

Dla pełnej jasności (choć niemożliwe, aby biegły o tym nie wiedział) należy wskazać przyczynę, dla której przedsiębiorstwa internetowe przynoszące stratę osiągają wysoką cenę
255 rynkową. Wynika to z czynnika nadziei na to, że przedsiębiorstwa prowadzące działalność w sieci mają o wiele lepsze perspektywy rozwoju, w porównaniu z przedsiębiorstwami prowadzącymi działalność tradycyjną.

Biegły nie odnosi się także do tego, że w literaturze ekonomicznej i to nawet tej podstawowej podkreśla się, że metoda DCF ma także istotne wady¹. Podstawowa z nich
260 polega na tym, że prowadzi ona do poważnych błędów w odniesieniu do przedsiębiorstw, które mają olbrzymi potencjał wzrostowy, choć na razie (w chwili wyceny) ich zysk jest niewielki, albo wręcz przynoszą straty. Warto nadmienić, że metoda DCF w „czystej” postaci, stosowana do przedsiębiorstwa przynoszącego stratę musiałaby skutkować jej zerową
265 wartością (zero złotych). Skoro zatem istnieją spółki prowadzące działalność w sieci, przynoszące straty i mimo to wysoko wyceniane przez rynek, to wniosek może być tylko jeden. Metoda DCF (FCFF) nie ma charakteru uniwersalnego i nie powinna być stosowana jako jedyna przy profesjonalnej wycenie. Specjalista od rynku internetowego, jakiego oczekiwał w swoim postanowieniu dowodowym Sąd, powinien być w stanie przysłowiowym

¹ Zob. B Miedziński, *Nadużycia w wycenie przedsiębiorstw* – <https://1kns.pl/wp-content/uploads/2014/04/B.-Miedzi%C5%84ski-Nadu%C5%BCycia-w-wycenie-przedsi%C4%99biorstw.pdf> oraz A. Niemiec, *Wady i zalety wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych* - https://wneiz.pl/nauka_wneiz/sip/sip12-2009/SiP-12-249.pdf (oba opracowana załączam informacyjnie dla wygody, jako załączniki nienumerowane).

„jednym tchem” wymienić kilka przypadków tego rodzaju, tak z rynku polskiego, jak i międzynarodowego.

270 Zasadniczą wadą metody przyjętej przez biegłego jest duża wrażliwość na wprowadzenie błędnych założeń dotyczących wartości niepewnych (bo obejmujących przyszłe okresy). Ponadto, w tejże podstawowej literaturze zaznacza się, że przy metodzie DCF powinno się przyjmować dane z dłuższych okresów; rekomenduje się w tym zakresie nawet czas pięciu lat, jako zapewniający niezbędną stabilność obliczeń.

275 Powyższe oznacza, że minimalnym standardem, jakiego należało oczekiwać od biegłego byłoby porównanie uzyskanych wyników z wyliczeniami wartości na podstawie innych metod wyceny. Biegły powinien to uczynić tym bardziej, że w swoim badaniu metodą DCF przyjął wiele bardzo swobodnych, by nie powiedzieć dowolnych założeń wstępnych. Poprawności tych założeń biegły nie zweryfikował, nakazując je przyjąć „na wiarę” w jego
280 nieomyślność.

cc) Brak należytej staranności

W kilku miejscach Opinii biegły analizuje wyniki osiągnięte przez spółki eBilet sp. z o.o. oraz eBilet Polska sp. z o.o. Dopuszcza się przy tym istotnych uchybień w zakresie należytej
285 staranności. Z jednej strony sumuje przychody ze sprzedaży za lata 2015-2016 (zob. Opinia Tabela 7, w. 378), mimo że wobec wniesienia w 2014 r. przedsiębiorstwa do eBilet Polska sp. z o.o. spółka wnosząca (eBilet sp. z o.o.) nie prowadziła już internetowej sprzedaży biletów. Potwierdza to nawet najbardziej powierzchowne spojrzenie na sprawozdanie finansowe eBilet
290 sp. z o.o. za rok 2015. W całym 2015 roku (zob. rachunek zysków i strat pozycja „wynagrodzenia” w kosztach działalności operacyjnej) eBilet sp. z o.o. przeznaczyła na wynagrodzenia 4 196,39 zł. Jest oczywiste, że taka kwota mogła być wynagrodzeniem za sporządzenie sprawozdania finansowego lub inną podobną aktywność. Z pewnością jednak nie była wynagrodzeniem pracowników obsługujących system internetowej sprzedaży
295 biletów. Ponieważ nie da się prowadzić systemu internetowej sprzedaży biletów bez zatrudnienia pracowników jest oczywiste, że 348 000 zł przychodu w 2015 r., podobnie jak 174 000 zł w 2016 r., nie są przychodami z tytułu internetowej sprzedaży biletów.

Powyższe, choć jest świadectwem braku staranności biegłego, nie prowadziło jednak do znaczących konsekwencji w zakresie dokonanej wyceny, ze względu na niewielką wartość
300 przychodów eBilet sp. z o.o. we wskazywanych latach.

Inaczej miała się sprawa z latami poprzedzającymi rok 2011. W tym zakresie brak staranności pracy biegłego jest nie tylko znaczący, ale i brzemienisty w skutki. Z Opinii wynika, że biegły był świadomy tego, że powód w latach 2001 – 2008 prowadził przedsiębiorstwo PMP systemy komputerowe, które wniósł aportem do eBilet sp. z o.o. Z tej
305 wiedzy biegły korzysta jednak w sposób szczątkowy i tendencyjny, na przykład wtedy, gdy nie będąc do tego powołany, wbrew prawomocnemu wyrokowi w sprawie I C 564/10 stwierdza, że nie ma pewności odnośnie do tego, czy powód wniósł aportem rzeczywiście wszystkie składniki przedsiębiorstwa PMP systemy komputerowe (zob. Opinia, w. 243-245).

Budzi jednak zdumienie, że we wszystkich swoich zestawieniach i wyliczeniach biegły
310 uwzględnia wyłącznie wyniki spółek eBilet sp. z o.o. oraz eBilet Polska sp. z o.o. Pomija natomiast nader istotny fakt, że w latach 2006 – 2008 przychody przedsiębiorstwa

315 zogniskowanego wokół portalu eBilet były lokowane w dwóch podmiotach, tzn. w eBilet sp. z o.o. oraz w przedsiębiorstwie PMP systemy komputerowe. Przy tym zależność była taka, że w roku 2006 przychody ulokowane w eBilet sp. z o.o. kształtowały się na poziomie 15 % ogółu przychodów osiąganych z działalności portalu, w 2007 r. było to 23% ogółu przychodów portalu, zaś w 2008 – 45% ogółu przychodów portalu.

Dowód: Zeznania podatkowe PIT 36 L Powoda za lata 2005 – 2008 (Załączniki nr 2a -2d).

320 Skoro biegły w swoich analizach za lata 2006 – 2008 brał pod uwagę jedynie mniejszą część przychodów generowanych przez portal eBilet, to jego wyliczenia z samej natury rzeczy nie mogą być prawidłowe. Jak można było dokonywać wyliczenia na podstawie znikomej tylko części uzyskanego przychodu? Z jakich względów biegły nie sumował przychodów eBilet sp. z o.o. oraz PMP Systemy Komputerowe? Czym biegły tłumaczy różnice pomiędzy traktowaniem przychodów eBilet sp. z o.o. oraz eBilet Polska sp. z o.o. za lata 2014 – 2016 (sumowanie przychodów obu podmiotów) oraz przychodami z lat 2006 – 2008, gdzie uwzględnia się jedynie znikomą część przychodów przedsiębiorstwa prowadzącego portal eBilet, a pomija dominującą część tych przychodów?

330 Za rażący przejaw braku należytej staranności biegłego należy uznać także to, że biegły do swoich wyliczeń wprowadził dane nieprawdziwe (zob. niżej w. 754-805).

dd) Założenia wstępne biegłego

335 Już pierwsze fundamentalne założenie biegłego powinno zostać podane w wątpliwość. Oto bowiem Opinia oparta jest na karkołomnym założeniu, że nie jest możliwe dokonywanie wyceny przedsiębiorstwa na podstawie rzeczywiście osiągniętych przez nie wyników, ponieważ te rzeczywiste wyniki odzwierciedlają znakomite i zarazem nowatorskie zarządzanie przedsiębiorstwem przez Pozwanych. Już wyżej (zob. w. 160-205) wskazano, że świetne zarządzanie przez dopuszczającego się zawłaszczenia udziałów idzie na rachunek szkody uprawnionego, a nie stanowi zysku, który ma przypaść dopuszczającemu się deliktu. Wynika to z prostego faktu: sprawca szkody nie jest jedyną osobą, która potrafi właściwie zarządzać spółką. Poszkodowany, gdyby mu nie zawłaszczono udziałów, mógłby osiągnąć co najmniej takie same zyski, zarządzając samodzielnie majątkiem, bądź też zatrudniając osoby o należytych kwalifikacjach.

345 Niezależnie jednak od pryncypialnego błędu zawartego w twierdzeniach biegłego, warto przyjrzeć się wywodom o nadzwyczajnych kwalifikacjach pozwanych. W tym zakresie raz jeszcze odwołajmy się do cytowanego już fragmentu (Opinia w. 524 -530):

350 „Sześciokrotny wzrost przychodów oznacza w praktyce zasadnicze przemiany w działaniu i organizacji firmy, w przypadku branży ticketingowej (słownictwo oryginału - TM) musi być to przede wszystkim efektem skutecznego marketingu i zasadniczego rozbudowania puli klientów firmy wśród organizatorów imprez. W mojej ocenie nie można zakładać, że przyszły wzrost w opisywanej wyżej skali może zostać „zaliczony” na wartość spółki – oznaczałoby to, że kupujący spółkę placiliby za wzrost wartości, który uzyskalby wskutek własnej działalności

355 – np. wskutek wniesienia własnych kontaktów, marketingowego know how czy po prostu wykorzystania nadarzających się sposobności.”

Wskazany fragment zasługuje na wnikliwą uwagę z kilku przyczyn:

- 360 ➤ rozpocząć należy od początkowej części cytowanego fragmentu, w której biegły stwierdza, że dokonany w latach 2011 – 2018 „Sześciokrotny wzrost przychodów oznacza w praktyce zasadnicze przemiany w działaniu i organizacji firmy.” Powstaje zasadnicze pytanie metodologiczne, czy biegły w jakikolwiek sposób weryfikował poprawność tego założenia?;
- 365 ➤ z prawdopodobieństwem graniczącym z pewnością można przyjąć, że biegły takiej weryfikacji nie dokonał. Gdyby to bowiem uczynił doszedłby niechybnie do wniosku, że badane przedsiębiorstwo, które od 2001 r. zachowało jedność ekonomiczną (mimo zmiany formy prawnej) w okresie poprzedzającym 2011 rok osiągnęło przyrost przychodów większy, niż ten jaki był udziałem Spółki w latach 2011 – 2018. Biegły przemilcza w Opinii to, że przychody przedsiębiorstwa eBilet w latach 2006 – 2011 wzrosły więcej niż sześciokrotnie, bo 7,42 raza. Mało tego, ten wzrost nastąpił w ciągu pięciu, a nie (jak u biegłego) siedmiu lat. Okoliczność ta obraca wniwecz tezę o nadzwyczajnej skali wzrostów pod rządami pozwanych w latach 2011 – 2018. Wzrost w poprzednim okresie był bowiem jeszcze bardziej dynamiczny. Gdyby biegły nie zataił przed Sądem oraz innymi czytelnikami Opinii tempa przyrostu obrotów w latach 2006-2011, nie mógłby w ogóle zaprezentować tezy, że potencjalny kupujący z roku 2011, zapoznawszy się z wynikami portalu za ostatnie 5 lat, założy iż w ciągu kolejnych 5 lat dynamika wzrostu spadnie w kolejnym roku do poziomu 15,2% rocznie. Takie założenie z perspektywy roku 2011, w kontekście wyników z lat poprzednich byłoby absurdalne w stopniu oczywistym nawet dla całkowitego laika;
- 370
- 375
- 380 ➤ krótkiego ustosunkowania się wymaga twierdzenie dotyczące przyczyn wzrostu określanego przez biegłego jako nadzwyczajny. Biegły wskazuje w analizowanym zakresie na dwa czynniki: „skuteczny marketing” oraz „zasadnicze rozbudowanie puli klientów firmy wśród organizatorów imprez”. Każdym z tych twierdzeń należy się odrębnie zająć;
- 385 ➤ odnośnie do marketingu powstaje zasadnicze pytanie, czy biegły badał metody promowania firmy w latach 2001 – 2011 oraz w 2011 – 2018 i w toku tych badań dostrzegł jakieś nowatorskie, szczególnie skuteczne metody, których kierujący przedsiębiorstwem nie stosowali wcześniej? Czy też raczej, jak wolno sądzić, zastosował metodę odwróconego rozumowania, które można wyrazić zdaniem: skoro nastąpił sześciokrotny wzrost obrotów, to metody marketingu musiały być nowatorskie?;
- 390 ➤ w kontekście metod marketingowych należy postawić biegłemu jeszcze jedno pytanie z zakresu metodologii: która z sytuacji zdaniem biegłego stwarza przedsiębiorcy większe wyzwanie: a) czy ta z roku 2001, kiedy to nikt w Polsce nie słyszał o możliwości kupowania biletów w inny sposób, niż w kasie kina lub teatru?; b) czy też ta powstała po roku 2008, gdy powód wniósł do spółki eBilet bazę 47 953 dotychczasowych klientów korzystających z portalu eBilet (zob. § 2 ust. 2 Porozumienia wspólników z 23 sierpnia 2008 r. – Załącznik do pozwu), zaś zwyczaj kupowania biletów w sieci upowszechnił
- 395

400 się? Powyższe pytanie ma charakter w pełni retoryczny. Zostało ono postawione, by
uzmysłowić biegłemu wartość merytoryczną jego tezy „marketingowej”. Zależności
pomiędzy jakością marketingu w obu okresach działalności portalu można wyjaśnić
lapidarnie słowami popularnej piosenki: powód w 2001 r. podjął pracę tam gdzie „na
razie jest ściernisko”, pozwanym zaś przekazał marketingowe „San Francisco”;
405 > metody marketingowe dadzą się jednak analizować także przez pryzmat konkretów. Oto
bowiem w latach 2001 – 2008 powód przeprowadził cztery duże kampanie medialne o
rynkowej wartości ok. 2 milionów zł. Przez kilka lat kupowanie biletów w sieci
reklamowało „Radio Zet”, a także „RMF FM”. W obu przypadkach chodzi o czołowych
w skali kraju nadawców. Wyemitowali oni ponad dwa tysiące spotów reklamowych w
okresie 3 lat (2003-2006). Ponadto powód przeprowadził medialne kampanie i
410 przedsięwzięcia o charakterze lokalnym. Objęły one łącznie kilkadziesiąt (!) stacji
radiowych, telewizyjnych, gazet i czasopism. Wartość rynkowa wyemitowanych reklam
wyniosła ok. 2 milionów złotych. Ponadto przez kilka lat na wszystkich słupach
ogłoszeniowych w Warszawie widniał (na samej górze) baner z logo „eBilet.” Te banery
były wszechobecne do tego stopnia, że u publiczności powstawało wrażenie, że słupy
415 ogłoszeniowe należą do eBilet sp. z o.o. Nowatorski charakter reklamy na słupach
polegał na tym, że umieszczona na stałe opaska „eBilet.pl” czytający łączył ze
zmieniającymi się plakatami o koncertach i spektaklach. Dzięki temu każdemu (!)
plakatowi o koncercie czy spektaklu towarzyszyła informacja o możliwości zakupu biletu
przez portal eBilet.pl.

420

Dowód: media plan jednej z głównych kampanii reklamowych w radiu Zet (Załącznik nr 3 – na płycie CD); przykładowe faktury na plakatowanie miasta banerami (Załączniki nr 4a – 4e), zdjęcie słupa reklamowego z banerem (Załącznik nr 5).

425

Nadto, w tamtym czasie promowano oryginalne hasła reklamowe typu „Twój bilet dowolnego czasu” (celowo pisane razem, hasło wymyślone przez Macieja Peryta, informatyka i udziałowca Spółki w latach 2003 – 2009), informatyka pracującego na stałe w CERN w Genewie). Warto dodać, że w latach 2001 – 2004 portal eBilet był nowością do tego stopnia, że co kwartał organizowano spotkania dyrektorów teatrów z udziałem stacji radiowych i telewizyjnych, na których powód wyjaśniał istotę sprzedaży internetowej biletów. Więcej nawet, powodowi kilka razy umożliwiono prezentację działania portalu w cieszącym się wysoką oglądalnością programie „Kawa czy Herbata”;

430

> w nauce ekonomii opisane powyżej zjawisko jest znane i określane mianem „premię dla pioniera”. Powód był marketingowo tak skuteczny, budził zainteresowanie radia i telewizji właśnie dlatego, że w latach 2001 – 2002 nikt nie słyszał o kupowaniu biletów przez Internet. Z tego właśnie względu media z własnej inicjatywy udostępniały powodowi w szerokim zakresie mikrofony i kamery. Stąd właśnie brała się skuteczność marketingowa, dzięki której powód w 2008 r. mógł wnieść do spółki bazę 47 953 klientów, którzy w przeszłości dokonali zakupu ok. 280 000 biletów poprzez portal eBilet (zob. akta k. 60);

440

> w powyższym kontekście należy postawić biegłemu bardzo proste pytanie: jakie wartościowe, ogólnopolskie kampanie reklamowe w odniesieniu do przedsiębiorstwa

445 prowadzącego portal eBilet zaobserwował w latach 2011 – 2018? Jeśli zaś nie zaobserwował, to na czym opiera tezę o skoku jakościowym w zakresie marketingu w latach 2011 – 2018? (zob. Opinia, w. 524-530);

450 ▶ chwili uwagi wymaga także znajdująca uznanie w oczach biegłego jakość zarządzania („zasadnicza rozbudowa puli klientów firmy wśród organizatorów imprez” – Opinia, w. 527). Jak powszechnie wiadomo podstawowym miernikiem jakości zarządzania jest rentowność firmy. Można z pewnym zdziwieniem skonstatować charakterystyczne zjawisko. W 2011 r. eBilet sp. z o.o. uzyskuje marżę EBITDA na poziomie 5,81%. Tymczasem w latach 2012 – 2014, kluczowych dla deliktowych poczynań pozwanych, marża EBITDA spada pięciokrotnie w stosunku do wcześniejszych wyników. Dopiero „po wyprowadzeniu” udziałów na Cypr, zaczyna podnosić się w okolice 3,5% rocznie, zaś jeszcze większą wartość (4,19%) osiąga w roku sprzedaży portalu, kiedy to pozwany zaczyna bardzo zależeć na pokazaniu dobrych wyników;

455 ▶ dane przytoczone powyżej pozwalają na wniosek oczywisty nawet dla osób niemających gruntownej wiedzy ekonomicznej. Jeżeli mianowicie przy bardzo dużym, wręcz olbrzymim (jak ocenił biegły) wzroście przychodów rentowność spada pięciokrotnie, to znaczy, że mamy do czynienia z jeszcze większym, wręcz „galopującym” wzrostem kosztów. Ten galopujący wzrost kosztów uzasadnia graniczące z pewnością podejrzenie, że w Spółce dochodzi do „kreowania” kosztów, w celu wyprowadzania jej majątku. O tym aspekcie będzie także mowa niżej.

460 W podsumowaniu tej części uwag należy wskazać, że wadliwe założenia oraz błędy metodologiczne położyły się głębokim cieniem na uzyskanych wynikach. Pośród tych błędów najpoważniejsze znaczenie miały: a) przyjęcie, że w przypadku zawłaszczenia udziałów w spółce prowadzącej przedsiębiorstwo osiągnięty zysk powinien przyspaść zawłaszczającemu, a nie uprawnionemu; oraz b) przyjęcie, że podczas wyceny należy abstrahować od rzeczywistego rozwoju portalu eBilet w przeszłości, zastępując dane ekonomiczne z realnego życia gospodarczego stopą wzrostu wyznaczoną swobodnie przez biegłego. Stanowisko 470 biegłego trudno nie tylko zaakceptować, ale wręcz zrozumieć. Oto bowiem zdaniem biegłego nie jest możliwe przyjmowanie do wyceny rzeczywistych wyników osiągniętych przez Spółkę, ale zasadne jest wprowadzenie w to miejsce rzeczywistych wyników uzyskanych przez konkurentów Spółki, tj. Eventim sp. z o.o. oraz Ticketpro sp. z o.o. Jakby tego było mało, w odniesieniu do obu tych spółek biegły wprowadził dane nieprawdziwe, bo niezgodne 475 ze sprawozdaniami składanymi przez nie w KRS (zob. niżej w. 750-805).

480 Biegły dopuszcza się także poważnych niespójności metodologicznych. Z jednej strony stwierdza, że wyceny należy dokonywać na podstawie wiedzy, jaką miał potencjalny kupujący pod koniec 2011 r. (zob. Opinia, w. 522-524). Jednocześnie jednak tego założenia nie przestrzega, stosując pełny eklektyzm metodologiczny. Biegły sporządza opinię, dobierając dowolnie dane z różnych spółek i różnych okresów. I tak: przychody szacuje na podstawie wyników Eventim oraz Ticket Pro za lata 2010 – 2014; nakłady kapitałowe Capex ekstrapolując na inne okresy wydatki eBilet Polska sp. z o.o. za lata 2016 – 2018; wskaźnik EBITDA określa na podstawie wyników eBilet sp. z o.o., ale za lata 2011-2014. Natomiast sposobu wyliczenia kluczowej dla metody DCF (FCFF) tzw. „wartości rezydualnej” na 485 wszelki wypadek nie podaje wcale. Przy takim doborze wskaźników, według zasady: „biorę

to, co jest mi wygodne” można wprowadzić napisać opinię dowolnej treści. Ale nie treści wiarygodnej (zob. także tzw. „analizę wrażliwości” - w. 1170-1478).

III. Opinia w odniesieniu do zagadnień szczegółowych wskazanych przez sąd

490

1. Problem zawyżania kosztów oraz wniesienia portalu aportem do innej spółki

a) Uwagi do punktu 5.1 (Opinia w. 386 – 421)

495

Na zadane pytanie b) z Postanowienia z 2 października 2017 r. w sprawie wpływu zawyżania kosztów uzyskania przychodów na wartość udziałów powoda, biegły odpowiedział w ten sposób, że takie zawyżanie kosztów „...pozostaje bez wpływu na wartość spółki w określonej dacie, chyba że łączy się z długotrwałym i trwałym obciążeniem spółki nadmiernymi kosztami. Z akt sprawy nie wynika jednak, by takie nadmierne obciążenia miały charakter trwały” (Opinia, w. 392 – 396).

500

Biegły zaczyna swoje rozważania stwierdzeniem, że o wartości spółki nie decydują przychody, koszty i wyniki osiągnięte w dotychczasowej działalności, tylko „nadwyżki pieniężne, które może ona wygenerować w przyszłości przy racjonalnym zarządzaniu...” (zob. Opinia, w. 398 – 399). Już w tym miejscu należy postawić pytanie, czy czasem tych nadwyżek nie wylicza się (czy raczej szacuje się) na podstawie wyników osiągniętych dotychczas? Przecież sam biegły w Opinii szacował wartość przychodów, zastępując tymi szacunkami rzeczywiście osiągnięte wyniki. Gdyby przyjął wartości wyższe, niż 15,2% rok do roku, jak to uczynił, to uzyskałby wyższe przychody. Te wyższe przychody generowałyby wyższe nadwyżki pieniężne. Powyższe nie podlega dyskusji. Podobnie ma się rzecz z kosztami. Zmniejszenie kosztów powoduje wzrost EBITDA. Inaczej być nie może. Wynika to wprost ze wzoru wyliczenia współczynnika EBITDA:

505

510

Przychody – koszty (bez amortyzacji, podatków, odsetek)

515

Przychody

Jest sprawą podstaw matematyki wiedza, że a) przy danych przychodach każde obniżenie kosztów powoduje wzrost wartości ułamka (ponieważ jego licznik rośnie); b) podobnie, przy stałych kosztach każde zwiększenie przychodów powoduje wzrost wartości ułamka.

520

Powyższe powoduje konieczność postawienia zagadnienia kluczowego. Przecież metoda DCF (FCFF) polega na ustaleniu wartości przedsiębiorstwa (jego zdolności generowania przepływów pieniężnych w przyszłości) na podstawie dotychczas uzyskiwanych wyników.

525

Jedną z podstaw takich wyliczeń jest właśnie EBITDA. Jak można zatem twierdzić, że koszty nie mają wpływu na ustalenie wartości przedsiębiorstwa metodą DCF, skoro one determinują wielkość czynnika (marży EBITDA), od którego rozpoczyna się wszelkie dalsze wyliczenia?

Należy w kontekście kosztów postawić jeszcze jedno ważne pytanie: czy, a jeśli tak to w jaki sposób, biegły badał zagadnienie nadmiernego obciążenia spółki kosztami, jak też jego „trwały charakter”? (zob. Opinia w. 395-396). Czy też, jak sądzi powód, to twierdzenie przyjęte jest „na wiarę”? Przypuszczenie, że niedostrzeżenie w Opinii trwałego charakteru

530 zawyżania kosztów jest raczej kwestią wiary, niż badania ma swoje uzasadnione podstawy. Mianowicie, Spółka w swoich sprawozdaniach finansowych stwierdza, że koszty podaje w ujęciu rodzajowym (zob. przykładowo Wprowadzenie do sprawozdania finansowego za 2013 r., s. 6-7 punkt 2.10). Jednakże wbrew temu zapewnieniu, wszystkie koszty w samym sprawozdaniu są „wrzucone do jednego worka”. W szczególności z innymi kosztami jako

535 „usługi obce” księgowane są wydatki na zakup biletów. Te wydatki na zakup biletów stanowią około 85-90% wszystkich kosztów. W liczbach bezwzględnych te wydatki w latach 2012 – 2013 wynosiły po 3-6 milionów złotych miesięcznie². W takiej masie pieniędzy łatwo było skutecznie „schować” inne wydatki idące w dziesiątki, czy nawet setki tysięcy złotych miesięcznie. Wskutek takiego ujęcia księgowego nie da się ustalić, jakie koszty, poza

540 wydatkami na zakup biletów wzrastały w latach 2012-2013 oraz w jakim stopniu, powodując radykalny spadek wyników. Ustalenie tych danych i odnośna ocena, wymagałaby badania ksiąg spółki oraz dokumentów źródłowych, a nie tylko jej sprawozdań. Ponieważ biegły nie podaje, aby takie badanie przeprowadził, zaś jego wykonanie wymagałoby pozyskiwania od Spółki danych poza procesem, teza o dowolnym, abstrahującym od merytorycznych podstaw

545 charakterze twierdzenia o braku nadmiernych kosztów zyskuje przysłowiowy „twardy grunt”.

Dalszy problem dotyczący kosztów i ich wpływu na wartość przedsiębiorstwa związany jest z drastycznymi różnicami wyników, osiągniętymi przez poszczególnych wyceniających. Biegły wycenił wartość udziałów powoda na 4 800 000 zł. Na razie pomińmy ocenę prawidłowości tej wyceny. Skąd wszakże bierze się 10-krotna różnica wartości, w stosunku

550 do wyceny dokonanej na ten sam czas przez powołane przez komornika w roli rzeczoznawców I. Harbuz i R. Lubowicką? Wyjaśnienie tej różnicy ma istotne znaczenie dla odpowiedzi na pytanie o to, czy zawyżanie kosztów wpływa na wycenę przedsiębiorstwa.

b) Uwagi do punktu 5.2. (Opinia, w. 427 - 471)

555

Wywód biegłego w zakresie odpowiedzi na pytanie zawarte w postanowieniu Sądu z 2 października 2017 r. pod lit. c) jest powierzchowny w stopniu trudnym do zrozumienia. Przypomnijmy konkluzję biegłego (Opinia, w. 428-429):

560 „Wniesienie aportem zorganizowanej części spółki eBilet sp. z o.o. do Ticketstock sp. z o.o. nie miało wpływ na wartość spółki eBilet sp. z o.o.”

Oraz kluczowe dla tej konkluzji fragmenty uzasadnienia (Opinia, w. 465-471):

565 „W efekcie eBilet sp. z o.o. pozostawał właścicielem albo bezpośrednio, albo pośrednio – poprzez 100% udziałów w Ticketstock sp. z o.o. – wszystkich dotychczasowych składników majątku. Zauważmy też, że podobna sytuacja bywa w tzw. spółkach holdingowych. A zatem samo wydzielenie operacyjnej części przedsiębiorstwa eBilet sp. z o.o. i wniesienie go aportem do Ticketstock sp. z o.o. w zamian za udziały w Ticketstock sp. z o.o. nie uszczupliło wartości spółki eBilet sp. z o.o. tak długo, jak eBilet sp. z o.o. był właścicielem wszystkich udziałów w Ticketstock sp. z o.o. (później eBilet Polska sp. z o.o.)”.

² W 2012 r. obrót Spółki wynosił 44 miliony złotych, co daje roczne koszty z tytułu zakupu biletów (85-90% obrotu) na poziomie 37,4 – 40 mln. zł, a zatem średnie miesięczne koszty w wysokości 3,11 – 3,33 mln. zł. Dla roku 2013, w którym obrót Spółki wynosił 83 mln. zł te średnie miesięczne koszty zakupu biletów mieściły się już w przedziale 5,85 – 6,26 mln. zł.

570 Otóż, przede wszystkim biegły, pominął istotę zadanego pytania. Mianowicie należy
uznać za wiedzę trywialną, że wniesienie przez spółkę przedsiębiorstwa do spółki córki, która
nie prowadzi innej działalności gospodarczej (jak Ticketstock w 2014 r.) nie powoduje
zmiany wartości majątku spółki wnoszącej. Ale też biegły nie został w sprawie powołany w
575 celu zaprezentowania wiedzy tak trywialnej i oczywistej dla każdego prawnika mającego
choćby niższe od przeciętnego pojęcie o spółkach prawa handlowego. Sąd z całą pewnością
nie pytał biegłego o model teoretyczny, ale o to, czy *in casu*, przy zastosowaniu konkretnego
modelu wniesienia przedsiębiorstwa aportem, wartość „ww. udziałów” (tzn.
przywłaszczonych przez pozwanych udziałów powoda) uległa zmianie, czy też nie?

580 Jest jeszcze jedna prawda o oczywistym charakterze. Już ze sposobu zredagowania pytania
jest jasne, że biegły nie miał oceniać samej uchwały o wniesieniu przedsiębiorstwa, ale
wniesienie aportu jako proces gospodarczy, z perspektywy ekonomicznego celu tego
przedsięwzięcia. Z tego punktu widzenia biegły powinien był dokonać oceny tego, w jakim
zakresie wniesienie przedsiębiorstwa aportem było częścią całościowego i z góry powziętego
zamiaru ekonomicznego.

585 Trzeba także powiedzieć, że biegły nie był pytany o przysłowiową „sekundę wydzielenia”,
czyli moment podjęcia uchwały o wniesieniu przedsiębiorstwa aportem. W pytaniu nie
chodziło zatem wyłącznie o to, czy ewentualny wpływ wniesienia przedsiębiorstwa do innej
spółki ujawnił się natychmiast, w chwili rejestracji aportu. Jeżeli jakieś skutki pozostające w
590 bezpośrednim związku przyczynowym ujawniły się nieco później, biegły nawet bez
specjalnego pytania powinien był je zaliczyć do następstw wniesienia przedsiębiorstwa do
nowej spółki. Dlatego za esencjalną, z punktu widzenia istoty zadanego pytania należy uznać
sytuację, jaka miała miejsce na koniec roku, w którym nastąpiło wniesienie. Niestety
biegły nie wyszedł w swej analizie poza przysłowiową „sekundę wniesienia”.

595 To zaniechanie sprawia, że przytoczone powyżej odpowiedzi biegłego wyodrębnione
pogrubionym drukiem (zob. w. 564-569) należy poddać analizie z punktu widzenia sensu
zadanego pytania. Nie bez przyczyny biegły używa słów „samo wydzielenie” nie uszczupliło
wartości eBilet sp. z o.o. To zdanie, należy skonfrontować z kolejnym fragmentem
wyróżnionym pogrubionym drukiem, w którym dr hab. inż. wskazuje, że wartość
600 spółki eBilet nie była uszczuplona „tak długo, jak eBilet sp. z o.o. był właścicielem
wszystkich udziałów w Ticketstock sp. z o.o. (później eBilet Polska sp. z o.o.)”

Biegły przemilcza kwestię, jaka jest wartość owego „tak długo” w bezwzględnych
jednostkach miary czasu? Należy zatem przypomnieć, że wniesienie aportem
przedsiębiorstwa prowadzonego przez eBilet sp. z o.o. nastąpiło uchwałą Zgromadzenia
Wspólników z 30 kwietnia 2014 r. Ta uchwała została zarejestrowana w KRS 14 maja 2014 r.
605 Ze względu na konstytutywny charakter wpisu do KRS, ostatnio wymienioną datę należy w
sensie prawnym uważać za datę wniesienia aportu oraz otrzymania w zamian udziałów.

Warto zauważyć, że pół roku później bo 14 listopada 2014 r., te udziały o wartości
nominalnej 8 465 000 zł, nie należały już do eBilet sp. z o.o., tylko do Bola Investments
Limited na Cyprze. Przy tym nie może być wątpliwości odnośnie do tego (choć ocena w tym
zakresie nie należy już do biegłego), że wniesienie aportem przedsiębiorstwa do spółki
610 Ticketstock sp. z o.o. zostało wykonane właśnie w tym celu, aby ucieleśnioną w
otrzymanych w zamian udziałach wartość aportu „wyprowadzić” nie tylko poza eBilet
sp. z o.o., ale także poza granice Polski, na Cypr.

W aktach sprawy znajdują się pominięte w Opinii dokumenty, świadczące o tym, że:

615 a) w połowie 2014 r. na Cyprze zostaje zarejestrowana spółka Bola Investments Ltd., która w cypryjskim rejestrze spółek otrzymuje numer HE 334845 (zob. zaświadczenie cypryjskie HE 14 sporządzone 24 października 2014 – **Załącznik nr 21a i 21b** do pisma powoda złożonego 26 czerwca 2019 – k. 3996 i n.);

620 b) z końcem września 2014 r. kapitał zakładowy Bola Investments Ltd zostaje podniesiony, przez stworzenie 9 000 udziałów o nominalnej wartości 1 EUR każdy. Te udziały zostały zaoferowane eBilet sp. z o.o. po cenie 224 Eur za udział, czyli *aggio* wyniosło 223-krotność nominalnej wartości udziału. Nie wolno zapominać o tym, że chodzi o spółkę zarejestrowaną kilka tygodni przed wyemitowaniem 9 000 udziałów oraz ich zaoferowaniem eBilet sp. z o.o (Zaświadczenie cypryjskie HE 12 sporządzone 24 października 2014 r., wraz z tłumaczeniem na język polski – **Załącznik nr 22a i 22b** do pisma powoda z 26 czerwca 2019 – k. 3996 i n).

625 c) w ciągu kilku kolejnych tygodni mianowicie 10 listopada 2014 r. eBilet sp. z o.o. przynosi dopiero co objęte udziały w Bola Investments na swoją spółkę zależną z siedzibą na terenie Republiki Cypru – Tardasmp Limited (co do powiązania spółek zob. sprawozdanie finansowe eBilet sp. z o.o. za 2015 rok, s. 23, pkt 25). Jest znamienne, że ta transakcja z 10 listopada 630 2014 r. została zgłoszona w rejestrze spółek na Cyprze dopiero 2 stycznia 2015 r. Tak wynika z zaświadczenia HE 57 (**Załączniki nr 23 a oraz 23 b** do pisma powoda złożonego 26 czerwca 2019 – k. 3996 i n). Wskazywanego przesunięcia w czasie dokonano po to, aby w rejestrze spółek na Cyprze 31 grudnia 2014 r., eBilet sp. z o.o. nadal figurowała jako udziałowiec w Bola Investments Ltd.;

635 d) za ledwie, dwa miesiące po zgłoszeniu Tardasmp Limited jako udziałowca spółki Bola Investment Ltd, zostaje podjęta specjalna uchwała o obniżeniu kapitału zakładowego Bola Investment Limited do 1 000 Eur, przez umorzenie 9 000 udziałów należących do Tardasmp Limited (Uchwała z 4 marca 2015 r. - **Załączniki nr 24a oraz 24b** do pisma powoda złożonego 26 czerwca 2019 – k. 3996 i n). Na mocy punktu 5 tej uchwały postanowiono, że 640 za umorzone udziały wypłaci się Tardasmp Limited ich nominalną wartość – czyli 9 000 Eur. Uchwała z 4 marca 2015 r. została zatwierdzona Postanowieniem Sądu Rejonowego w Nikozji z 6 kwietnia 2015 r. (postanowienie z 6 kwietnia 2015 r., wraz z tłumaczeniem na język polski - **Załącznik nr 25a i 25b** do pisma powoda złożonego 26 czerwca 2019 – k. 3996 i n).

645 e) nie można pominąć jeszcze jednego: eBilet sp. z o.o. wniosła aportem udziały do spółki Bola Investments 26 września 2014 r. Tymczasem, ujawnienie w polskim rejestrze Bola Investments Limited jako udziałowca eBilet Polska sp. z o.o. nastąpiło dopiero 28 lipca 2015 r. (**Załącznik nr 15, wpis nr 6** do pisma powoda złożonego 26 czerwca 2019 – k. 3996 i n), a zatem po złożeniu w KRS sprawozdania finansowego za 2014 rok. Nie jest to dziełem 650 przypadku;

Wprawdzie ocena prawna tego, co wymieniono pod lit. a) – e) (w. 616 – 650), należy do Sądu, nie do biegłego. Nie zmienia to jednak faktu, że powziąwszy z akt wiedzę o wymienionych zdarzeniach gospodarczych biegły był zobowiązany zweryfikować je ze sprawozdaniami finansowymi eBilet sp. z o.o. oraz eBilet Polska sp. z o.o. za 2014 rok, a w 655 przypadku eBilet sp. z o.o. także za 2015 rok. Gdyby biegły takiej weryfikacji dokonał doszedłby bez wątpienia do następujących spostrzeżeń:

745 danymi ekonomicznymi. Natomiast im większy jest stopień wprowadzania danych
wynikających z własnych założeń, tworzonych przez dokonującego wyliczeń, tym większa
niepewność i przypadkowość uzyskanych wyników. Właśnie z tego względu w literaturze
podkreśla się, że poprawność wyliczeń uzyskuje się przez przyjmowanie wyników
ekonomicznych z dłuższych okresów, najlepiej z 3-5 lat.

750

b) Dowolność poczynań biegłego w zakresie wprowadzania danych

aa) nieprawdziwe dane

755 Jest uderzające, że biegły wprowadza do modelu DCF dane zaprojektowane przez siebie
według całkowicie nieprzejrzystych kryteriów. Całe swoje procedowanie podporządkował
przy tym założeniu, że z perspektywy roku 2011 potencjalny nabywca nie kierowałby się
wzrostem takim, jaki miał miejsce w rzeczywistości. Wobec tego biegły przyjął jako punkt
wyjścia wzrost uzyskany przez dwa dobrane według własnego uznania podmioty i wyciągnął
średnią z tego wzrostu.

760 Biegły dopuszcza się przy tym nadużycia w dwojakim sensie. Po pierwsze, posługuje się
danymi **nieprawdziwymi**. W ramach uwag niepodobna śledzić poczynań biegłego krok po
kroku. Poprzestaniemy zatem na wykazaniu nierzetelności Opinii w odniesieniu do jednego
tylko wskaźnika – dynamiki obrotów. Oto biegły podaje (zob. Opinia, w. 536 – 540), że w
latach 2010 – 2014 przychody Ticketpro sp. z o.o. wzrastały z ok. 15 do 24 mln. zł, zaś
765 Eventim sp. z o.o. wzrastały z ok. 17,5 mln do ok. 34 mln zł, czyli o ok. 94%. Tymczasem,
złożone w KRS sprawozdania Eventim sp. z o.o. wskazują przychody ze sprzedaży w 2009 r.
– 92,9 mln. zł, w 2010 r. w wysokości 70,9 mln. zł, w 2011 r. w wysokości 81,9 mln. zł, w
2012 r. 82,8 mln. zł, w 2013 r. – 91,1 mln. zł i w 2014 r. - 134,7 mln. zł. Warto jednak podać
wyniki Eventim sp. z o.o. za dwa kolejne lata tj. 2015 z obrotami w wysokości 106 mln. zł
770 oraz 2016 zamknięty obrotem 109 mln. zł

*Dowód: rachunek zysków i strat za lata 2010 r. - 2016 złożone w KRS przez Eventim sp. z o.o.
(Załączniki nr 6 a – 6 g).*

775 Podobnie, dane z KRS dla z Ticketpro sp. z o.o. wskazują przychody: w 2010 r. - 61,6 mln.
zł, w 2011 r. – 76,9 mln. zł, w 2012 r. – 72,0 mln. zł, w 2013 r. – 83,3 mln. zł, w 2014 r. –
94,7 mln. zł, w 2015 r. – 54,7 mln. zł, zaś w 2016 r. – 48,7 mln. zł. (Załączone na CD).

780 Jak widać z przedłożonych danych w odniesieniu do Ticketpro sp. z o.o. obroty w latach
2010 – 2014 wzrastały nie od 15 do 24 milionów zł, jak chciałby biegły, ale na poziomie
czterokrotnie wyższym od 61,6 mln. zł do 94,7 mln. zł. W procentach ten wzrost wynosił nie
ok. 60%, tylko 53,7%. Gdyby jednak objąć analizą jeszcze jeden (2015) rok, okazałoby się, że
przychody Ticketpro sp. z o.o. od 2010 r. do 2015 r. **nie wzrosły tylko spadły o 11,2 %** (od
61,6 mln. zł do 54,7 mln. zł). W całym okresie pięciu lat Ticketpro sp. z o.o. **odnotowała**
ujemny wzrost. W relacji rok do roku ten „ujemny wzrost” ilustruje ciąg liczb: 29%, (-)6%,
785 16%, 13,6%, (-) 43,3 %. Ten spadek wyjaśnia, czemu biegły „urywa” wyliczenia na 2014 r.

Także Eventim sp. z o.o. wzrastała nie jak podaje biegły od 17,5 do 34 milionów, ale od
70,9 mln. zł do 134,7 mln. zł. Ten wzrost jest również na poziomie blisko **czterokrotnie**
wyższym od podawanego przez biegłego. Wprawdzie różnica wskaźnika procentowego

osiągniętego przez Eventim w rzeczywistości wynosi 89,9%, a zatem odbiega w niewielkim
790 tylko stopniu od tego, który podał biegły (94%), jednakże ta niewielka różnica jest dziełem
przypadku. Trzeba zauważyć, że gdyby biegły przyjął do porównania lata 2010 – 2015, to
wskaźnik wzrostu dla Eventimu (od 70,9 do 106 mln. zł) wynosiłby nie 94% ale 49%.
Dawałoby to średnioroczną dynamikę wzrostu nie 18,1%, ale zaledwie 8,4%. Co więcej,
795 gdyby do obliczeń przyjął dynamikę wzrostu za lata 2010 – 2016, to wzrost (od 70,9 do 109
mln. zł) wyniósłby wprawdzie 53,7%, ale jego średnioroczna dynamika spadłaby do zaledwie
7,5%. Dla lat 2009 – 2015 wzrost wynosiłby tylko 14 % ze średnioroczną dynamiką 2,2 %.

Powyższe pokazuje ogrom swobody biegłego w ustalaniu dynamiki wzrostu przyjętego do
wyliczeń. Pokazują to także, że ani Eventim ani Ticket Pro nie mogą być punktem odniesienia
dla eBilet. Ich wyniki nie tworzą bowiem logicznego trendu, tylko przypominają „ruch konika
800 szachowego”, to w górę to w dół. Ten efekt wynika stąd, że Eventim oraz Ticketpro są
spółkami innego typu, niż eBilet. Do kwestii tej jeszcze powrócimy (zob. w. 860 - 1035).

Jak można mieć minimalne choćby zaufanie do opinii, której autor dobiera sobie według
własnego uznania spółki stanowiące punkt odniesienia dla wyceny? Do tego wprowadza dane
nieprawdziwe, zaś wyliczenia „ucina” w momencie, w którym dane gospodarcze stają się
805 niewygodne dla jego tezy? (obie spółki odnotowały znaczący spadek w 2015 r.).

bb) Dane wykreowane przez biegłego w miejsce rzeczywistych

Po **drugie**, jak nadmieniono, biegły dopuszcza się nadużycia o znacznie poważniejszym
810 znaczeniu, podstawiając do wzoru DCF (FCFF) dane wybranych przez siebie podmiotów, w
miejsce danych spółki wycenianej.

W tym miejscu należy przypomnieć istotę wyceny metodą DCF. Otóż w największym
uproszczeniu polega ona na określaniu wartości przedsiębiorstwa (spółki) na podstawie jego
zdolności generowania zysków w przyszłości; tę zdolność ustala się zaś na podstawie
815 wyników uzyskanych przez **dane przedsiębiorstwo** w przeszłości w stosunku do chwili
wyceny (jak wskazano najlepiej za poprzednie 3-5 lat). Skoro zatem biegły przypisuje tak
wielką wagę postrzeganiu eBilet sp. z o.o. w 2011 r. przez potencjalnego kupującego, to
trzeba koniecznie podnieść, że ten potencjalny kupujący ze 100% pewnością nie ustalałby,
jaka była dynamika przychodów Eventim sp. z o.o. oraz Ticket Pro sp. z o.o. Niewątpliwie
820 natomiast ten kupujący zainteresowałby się **przychodami osiągniętymi** w ciągu ostatnich
pięciu lat przez eBilet sp. z o.o. (w odniesieniu do lat 2006 – 2008, łącznie z przychodami
generowanymi przez PMP Systemy Komputerowe).

Wymieniona kwestia należy do **elementarza** metody DCF (FCFF). Z tego powodu,
ustalanie prognozy przychodów eBilet sp. z o.o. na podstawie przychodów innych spółek w
825 sytuacji, gdy istnieją wyniki z przeszłości spółki badanej, jest zabiegiem nie tylko dowolnym,
ale wręcz frywolnym.

Wobec powyższego należy wskazać rzeczywiste przychody eBilet sp. z o.o. wraz z PMP
Systemy Komputerowe. Przedstawiały się one w latach 2002 – 2011 następująco:

Tabela nr 1 Obroty całkowite portalu eBilet w latach 2002 – 2011 (w milionach zł)

ROK	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
eBilet sp. z o.o.	---	----	----	----	0,628	2,414	5,529	15,024	20,502	30,854
PMP	0,345	1,435	2,379	2,570	3,527	8,045	6,523	0	0	0
Razem eBilet.pl	0,345	1,435	2,379	2,570	4,155	10,459	12,052	15,024	20,502	30,854
Wzrost %	---	316%	66%	8%	62%	152%	15%	25%	36%	50%

835

Jak widać z powyższego zestawienia, w latach 2006 – 2011, a zatem w ciągu pięciu lat przychody spółki badanej wzrosły z 4 155 000 zł do 30 854 000 zł, czyli 7,42 raza. I na ten właśnie wzrost patrzyłby potencjalny kupujący w 2011 r. W dalszej części uwag wskażemy wpływ, jaki wywiera zafalszowanie polegające na zastąpieniu danych realnego życia gospodarczego, danymi dowolnie wybranymi przez biegłego (zob. w. 1145 - 1173). Jedynie tytułem wstępu zauważmy, że średni przyrost przychodów eBilet sp. z o.o. w latach 2006 – 2011 wynosił 56,66 %, podczas gdy biegły „uśrednił” wyniki innych spółek uzyskując przeciętną 15,2 % (zob. Opinia w. 535 – 540). Oznacza to, że do wzoru matematycznego biegły wstawił przychody o dynamice nieomal czterokrotnie mniejszej, niż ta uzyskana przez eBilet sp. z o.o (włącznie z PMP Systemy Komputerowe).

Z ostrożności należy także poczynić uwagę o charakterze metodologicznym. Otóż biegły nie może tłumaczyć się tym, że nie znalazł odnośnych danych dotyczących rzeczywistej dynamiki obrotu eBilet sp. z o.o. (włącznie z PMP) w aktach sprawy. Rzecz w tym, że dynamika obrotów za pięć lat poprzedzających moment wyceny (2011 r.) jest użyteczna albo i nie do wyceny wartości przedsiębiorstwa, w zależności od obranej metody wyceny. Skoro biegły zdecydował się na metodę, przy której takie dane są relewantne dla analizy ekonomicznej i jej wyniku końcowego, mógł je za pośrednictwem Sądu uzyskać, zarówno od powoda, jak i od pozwanych. Dane te były bowiem udostępnione pozwany przy okazji transakcji z 2008 r. Powód zaś dysponuje nimi do dnia dzisiejszego.

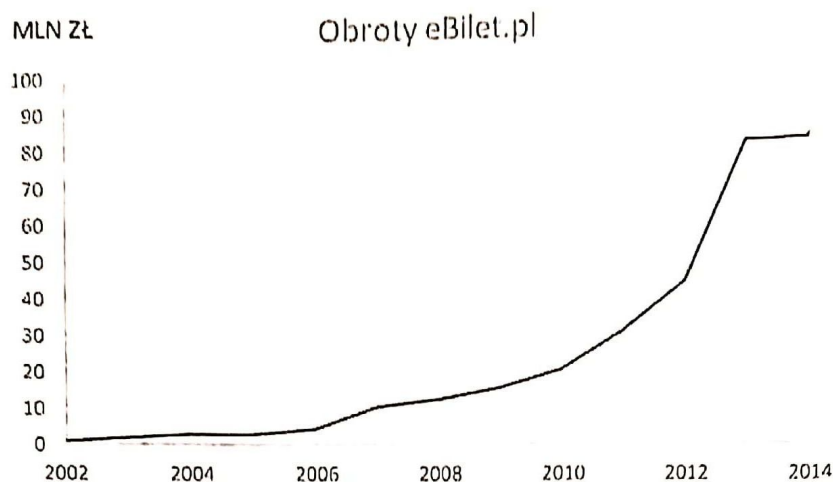
Dowód: Zeznania podatkowe PIT 36 L powoda za lata 2005-2008 (Załączniki nr 2a - 2d) oraz wyliczenia księgowe dochodu PMP Systemy Komputerowe za lata 2004 – 2006 (Załączniki nr 7a – 7e).

860

Obecnie celowe jest przedstawienie wykresu pokazującego dynamikę wzrostu eBilet w porównaniu ze wzrostem przyjętych przez biegłego za punkt odniesienia Eventim sp. z o.o. oraz Ticketpro sp. z o.o. Posłużymy się przy tym danymi prawdziwymi, tj. wynikającymi ze sprawozdań finansowych obu spółek, złożonych w KRS, a nie danymi zastosowanymi przez biegłego, pochodzącymi z niewiadomego źródła.

865

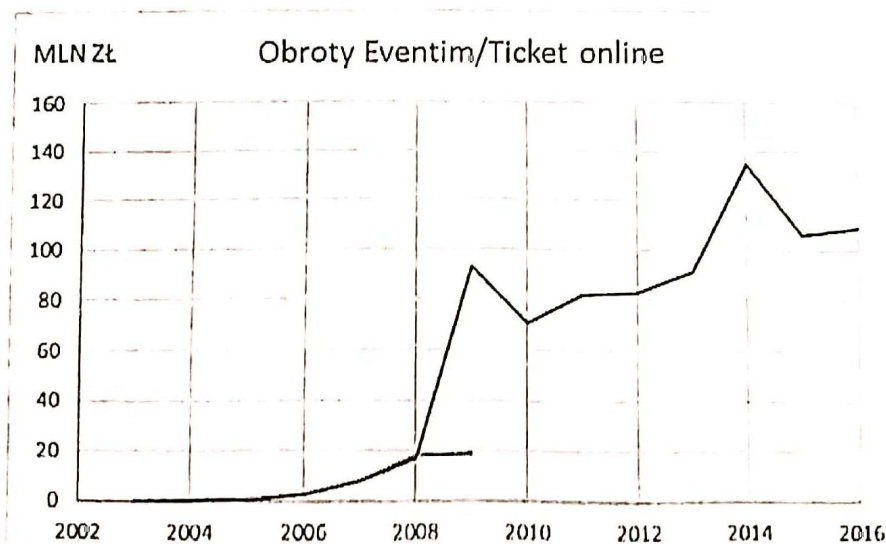
870 Tabela nr 2 Obroty eBilet w latach 2002 - 2014



875 Już w tym miejscu należy zadać biegłemu pytanie: jaki był cel odwoływania się do wyników konkurentów na rynku, skoro spółka wyceniana przez 10 lat swego istnienia (z perspektywy 2011 r.) wykazywała stały i harmonijny wzrost od 12 mln zł do 205 mln zł. Nienaturalne zatrzymanie wzrostu w roku w roku 2014, którego nie obserwujemy nawet w roku katastrofy smoleńskiej (2010), ma bez wątpienia związek z wydarzeniami, jakie rozegrały się w tym właśnie roku zarówno w Polsce, jak i na Cyprze.

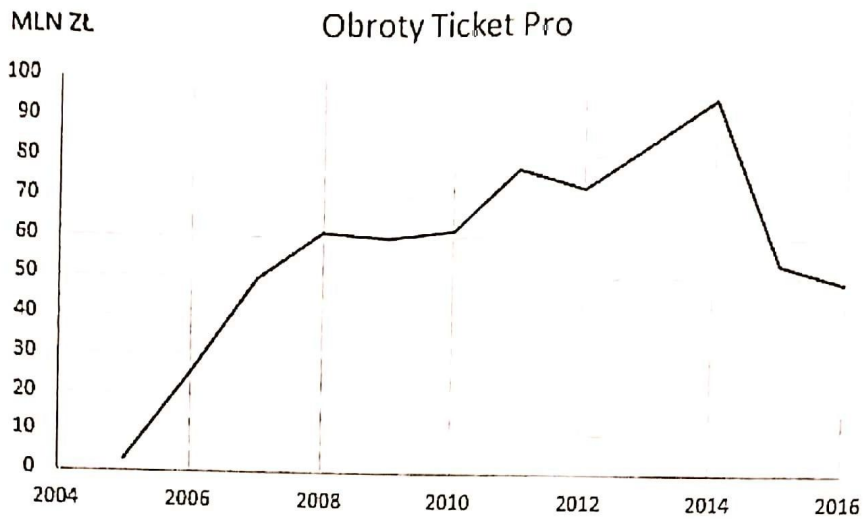
880 Powyższy wykres warto porównać z wykresami przychodów spółek obranych przez biegłego jako wzorzec.

Tabela nr 3 A Obroty Eventim w latach 2005 – 2016



885 Legenda: Linia czerwona – obroty Ticket on Line; Linia niebieska obroty Eventim. Za lata 2006 -2008 linie pokrywają się ze względu na niemal identyczne obroty obu spółek w tych latach.

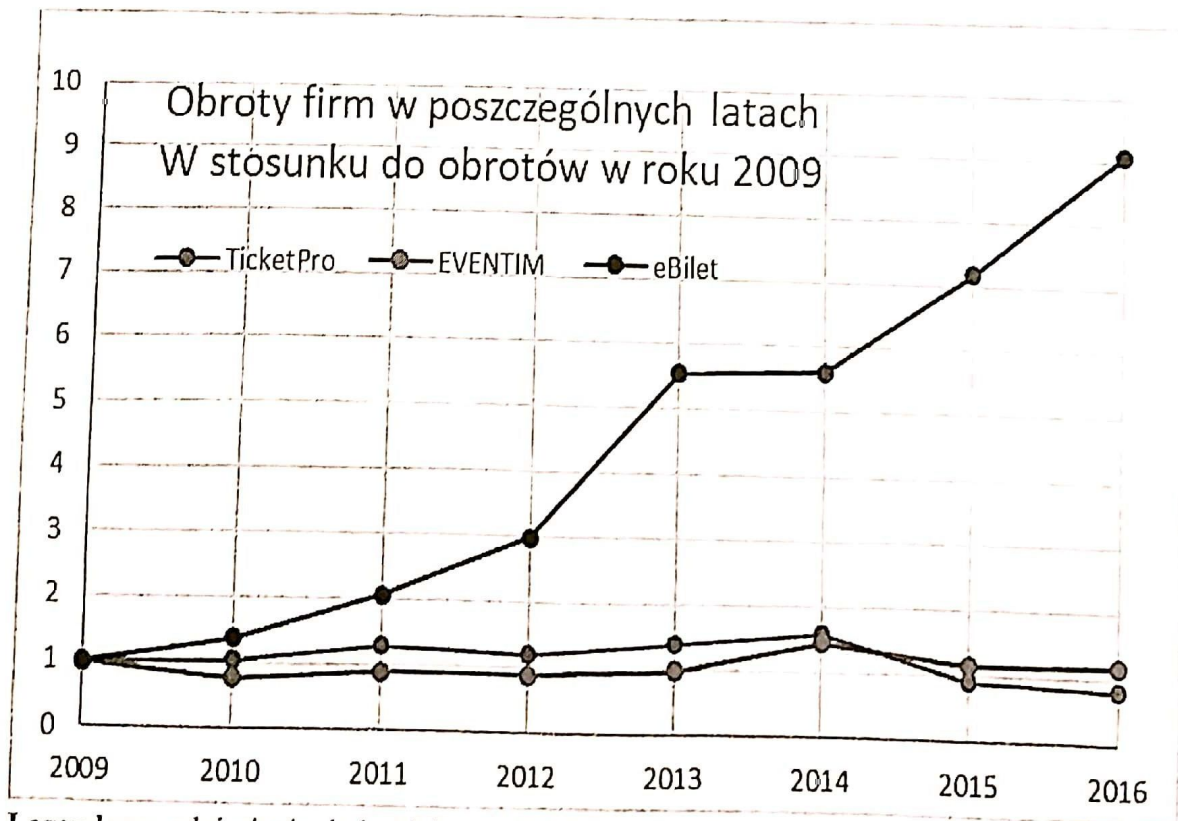
Tabela nr 3 B Obroty Ticketpro w latach 2005 – 2016



890

W tabeli 3C ujęto dynamikę wzrostu eBilet, Eventim oraz Ticketpro, w postaci krotności obrotów osiągniętych przez daną spółkę w 2009 r.

895 Tabela nr 3 C Dynamika obrotów – Ticketpro, Eventim oraz eBilet w latach 2009-2016



Legenda: w odniesieniu do każdej ze spółek jej obrót z 2009 r. ujęto jako „1”.

900 Z tych wykresów wyraźnie wynika, że gdyby biegły w sposób metodologicznie
konsekwentny usiłował „postawić się” w sytuacji z roku 2011, to dostrzegłby, że spółki te w
ogóle nie nadają się jako obiekt porównań. Zwłaszcza z Tabeli 3 C jasno wynika, że w latach
2009 - 2016 tak Eventim, jak Ticketpro praktycznie „stoją w miejscu”, wobec dynamicznego
rozwoju eBiletu. Nadto, ze sprawozdań finansowych Eventim sp. z o.o. wynika, że rok 2010
905 był pierwszym rokiem, po przejęciu przez Eventim konkurenta na polskim rynku firmy Ticket
on Line sp. z o.o. Ten konkurent generował w latach 2008 – 2009 na polskim rynku
przychody odpowiednio 18,3 oraz 18,7 mln. zł. Te przychody w 2010 r., czyli po przejęciu,
obroty stały się przychodami Eventim sp. z o.o.

Dowód: Rachunki zysków i strat Eventim sp. z o.o. za lata 2010 -2012 (Załączniki nr 6a-6c).

910

Z przytoczonych faktów należy wyciągnąć kilka wniosków. Po pierwsze, że wynik
Eventim sp. z o.o. za 2010 r. (czyli rok będący punktem odniesienia w analizie biegłego)
został w sposób sztucznie zawyżony, przez połączenie dotychczasowych obrotów Ticket on
line oraz Eventim. Trzeba sobie zdawać sprawę, że podniesienie wyniku za 2010 rok,
915 wynikające z połączenia, w sposób automatyczny „splaszczyło” stopę wzrostu za kolejne lata.
Tę stopę wzrostu biegły zaczął bowiem odnosić do wyższego punktu wyjściowego.

Biegły nie ujawnił faktu połączenia spółek Eventim oraz Ticket on line. Nie omówił też
wpływu tego połączenia na wyniki jego analizy. Trudno przesądzić, czy to przemilczenie jest
wyrazem braku orientacji co do wydarzeń na rynku, czy też nierzetelności zawodowej.

920

Biegły, który zauważył fakt połączenia dwóch spółek i to w roku newralgicznym dla jego
wyliczeń, powinien nie tylko ujawnić ten fakt w Opinii, ale też poddać wyniki Eventim sp. z
o.o. bardziej szczegółowej analizie. Wobec tego braku należy przedstawić odnośne przychody
za lata 2008 – 2016. Uczyniono to w Tabeli nr 4:

925 Tabela nr 4 Przychody Eventim sp. z o.o. za lata 2008 - 2016

Rok	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Obrót mln. zł	16,7	92,9	70,8	81,9	82,8	91,1	134,7	106	109

Nawet pobieżne spojrzenie na te wyniki pozwala odnotować dwa zjawiska o charakterze
fenomenu. Oto spółka Eventim w roku 2009 w stosunku do 2008 osiąga stopę wzrostu 556%
930 (!), by w kolejnym odnotować spadek 32%, który w dodatku został złagodzony wskutek
połączenia z Ticket on Line i włączenia jej obrotów w obroty Eventim (zob. w. 904 - 916).
Obrotów z roku 2009, mimo połączenia z Ticket on line sp. z o.o. nie udało się odbudować aż
do 2013 r. Natomiast w 2014 r. następuje kolejna eksplozja. Przychody skaczą o 48%, by w
następnym 2015 r. spaść o 32% i pozostać na tym samym mniej więcej poziomie w 2016 r.,
935 bo tak należy ocenić symboliczny wzrost o 2,6% (109:106). Nie da się przeoczyć, że
pomiędzy rokiem 2009 oraz 2016 obroty Eventim sp. z o.o. wzrosły wszystkiego o 17,3%.

Podobne wnioski można wyciągnąć z analizy przychodów Ticketpro. Już wcześniej
(zob. w. 775-778) podaliśmy przychody Ticketpro za lata 2010 – 2016. Poniżej zostaną one
przedstawione tabelarycznie, z poszerzeniem o lata 2008 oraz 2009.

940 Tabela nr 5 Przychody Ticketpro sp. z o.o. za lata 2008 - 2016

Rok	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Obrót mln. zł	61,1	59,8	61,6	76,9	72,0	83,3	94,7	53,7	48,7

945 Konieczne jest zadanie jeszcze jednego pytania metodologicznego: dlaczego biegły przyjął dynamikę wzrostu spółek Eventim sp. z o.o. oraz Ticketpro sp. z o.o. właśnie w latach 2010 – 2014? Jakie logiczne kryterium zdecydowało o wyborze?

950 Na te pytania będzie musiał odpowiedzieć Sądowi biegły. W ramach uwag do Opinii można jedynie pokusić się o wskazanie rzeczy oczywistych. Biegły w Opinii wskazał (zob. w. 518 – 540), że niewłaściwe byłoby szacowanie wzrostu eBilet sp. z o.o. na podstawie rzeczywistych wyników, bowiem nie dawało się ich przewidzieć w 2011 r. Ale skoro tak, to w 2011 r. nie wiedziano także, jakie będą przyszłe wyniki spółek Ticket Pro oraz Eventim. Wobec tego, aby zachować spójność metodologiczną biegły mógł uczynić jedynie dwie rzeczy: obrąć za podstawę wyniki eBilet sp. z o.o. z wcześniejszych lat, bądź też wyniki spółek konkurencyjnych z tychże wcześniejszych lat.

955 Biegły powinien odpowiedzieć Sądowi na pytanie, czy przy prognozach wyników spółek podstawowe znaczenie jako materiał źródłowy mają wyniki spółki badanej, czy też innych spółek? To pytanie ma oczywiście retoryczny charakter. Wyjaśniliśmy już powyżej, że obranie za punkt odniesienia wyników eBilet sp. z o.o. z lat wcześniejszych (czy to 2006 - 2011, czy to w krótszym okresie 2008-2011) wskazywało na perspektywę rozwoju jeszcze bardziej dynamicznego, niż ten osiągnięty (zob. wyżej w. 812- 855).

960 Niezależnie jednak od retorycznego pytania postawionego w poprzednim akapicie warto pokusić się o wyjaśnienie, dlaczego biegły w odniesieniu do spółek Ticket Pro oraz Eventim nie mógł prowadzić analizy z perspektywy roku 2011. Otóż gdyby tak uczynił musiałby skonfrontować się co najmniej z kilkoma czynnikami, dyskwalifikującymi obrane obiekty porównania. Przede wszystkim musiałby udzielić sensownego wyjaśnienia dotyczącego tego, że spółka Ticketpro w latach 2008 – 2010 odnotowywała praktycznie zerowy wzrost obrotów, natomiast przyrost na poziomie 24,8 % został osiągnięty w jednym tylko 2011 r. Nawet w podstawowych podręcznikach ekonomii zwraca się uwagę na to, że jednoroczne „skoki” wyników nie mogą być podstawą do uśredniania. Gdyby jednak takiego uśrednienia dokonać, to uzyskalibyśmy dynamikę wzrostu rok do roku na poziomie 8%.

970 Jeszcze trudniejsze zadanie miałby biegły z wyjaśnieniem przydatności do analizy wyników osiągniętych przez Eventim. Wówczas musiałby przekonująco wyjaśnić przyczyny, dla których uważa za miarodajną spółkę, która osiąga wzrost w wysokości 556% w jednym roku, a następnie nie potrafi go utrzymać, odnotowując spadki w kolejnych latach.

975 Jednakże nie tylko to. Gdyby biegły rzeczywiście ustawił się na pozycji 2011 r. i badał przychody Eventim za wcześniejsze lata, to musiałby dojść do wniosku, że pomiędzy rokiem 2011 oraz 2008 dynamika wzrostu dla Eventim sp. z o.o. wyniosła 490% (81,9 mln.: 16,7 mln). Te liczby dają średnią dynamikę wzrostu w ciągu trzech lat na poziomie 70 % rok do roku. Przypomnijmy wspomniany wyżej wynik rok do roku dla Ticket Pro w wysokości 8%.

980 Otóż biegły musiał sobie zdawać sprawę z tego, że wyliczenie średniej dla dwóch tylko podmiotów, z których jeden osiąga dynamikę r/r na poziomie 8%, zaś drugi dynamikę r/r

dziewięciokrotnie wyższą (70%) narazi go nie tylko na krytykę, ale wręcz na śmieszność. Ta właśnie okoliczność sprawiła, że biegły nie mógł w odniesieniu do Ticket Pro oraz Eventim przyjąć wyliczeń takich, do jakich uprawniały dane dostępne w roku 2011.

985 Powyższy wywód podważa rzetelność biegłego, ale przynajmniej jasno w sensie logicznym wskazuje przyczynę, dla której biegły dokonał „ucieczki w lata 2010-2014”. Jest to bowiem jedyny okres, w którym dane obu spółek w pewnym stopniu przystają do siebie. Jednocześnie jednak ta „ucieczka” jest z punktu widzenia rzetelności Opinii typowym przejściem „z deszczu pod rynnę”. Wymaga podniesienia, że wywody zawarte w Opinii tylko dlatego zachowują pozory logiczności, że zostają „ucięte” na 2014 r.

990 Pozostaje do wyjaśnienia pytanie, dlaczego wskaźniki wzrostu spółek Ticket Pro oraz Eventim są tak mało stabilne: skaczą raptownie w górę, by następnie pozostawać przez kilka lat na tym samym poziomie, bądź wręcz znacząco spadać (jak w przypadku Eventim sp. z o.o. Wyjaśnienie tego zjawiska całkowicie niedostrzeżonego przez biegłego nie jest specjalnie trudne. Trzeba tylko wziąć pod uwagę to, że TicketPro i Eventim są przedsiębiorstwami zupełnie innego typu, niż eBilet. Są to oddziały zachodnich przedsiębiorstw biletowych i eventowo-biletowych, które nie były nigdy istotnie promowane na polskim rynku, jako podmioty sprzedające bilety. Co najmniej równorzędną, jeśli nie przeważającą stroną ich działalności była natomiast działalność skupiona wokół przyjazdów do Polski wielkich gwiazd światowego „show biznesu”. Wprawdzie ta działalność także polegała na sprzedaży biletów jednakże była to sprzedaż o charakterze monopolistycznym, przy okazji promocji tournée wielkich gwiazd. Innymi słowy była to sprzedaż typu „tu kupisz bilety” na koncert gwiazdy o światowej sławie. Niedostępność biletów w innych miejscach (monopol wymienionych spółek) generowała nadzwyczajne zyski, ale w tych jedynie latach, w których udawało się sprowadzić do Polski gwiazdy klasy światowej.

1000
1005
1010
1015
1020 Powyższy charakter działalności silnie sugeruje już sama nazwa jednej z obranych spółek „Eventim”. Pochodzi ona od angielskiego „Event”, które można oddać takimi słowami polskimi, jak „ impreza”, czy „wydarzenie”. Otóż lwią część obrotów obu obranych za wzorzec firm nie pochodziła z rozwijania internetowej sprzedaży biletów, tylko z monopolistycznej sprzedaży biletów na koncerty i temu podobne występy gwiazd o renomie światowej. Ten monopol zapewniały spółki matki o europejskim zasięgu. Stąd mamy zasadnicze różnice: przychody eBilet, pochodziły ze sprzedaży dziesiątek i setek tysięcy biletów na tysiące spektakli w kinach i teatrach, podczas gdy podstawowym źródłem przychodów Eventim oraz Ticketpro były bilety na kilka koncertów gwiazd światowej sławy, organizowanych często na stadionach, lub w halach mieszczących wiele tysięcy widzów. Z tej to przyczyny przybycie w danym roku kilku „gwiazd” (artystów o światowej renomie) mniej, niż w roku poprzednim powodowało ujemny wzrost przychodów w stosunku rok do roku. Widać to doskonale na przykładzie firmy Eventim. W roku 2014 osiągnęła ona wzrost rok do roku w wysokości 47,8 %, by w następnym 2015 roku odnotować pokaźny spadek (-) 21,4%, zaś w kolejnym roku symboliczny wzrost o 2,6%. Ten ciąg liczb jest całkowicie niezrozumiały, jednakże tylko do momentu, gdy prowadzący analizę pozyska wiedzę odnośnie do tego, że właśnie w 2014 r. spółce Eventim udało się zaprosić na koncerty kilka gwiazd najwyższej próby, z tenorem światowej sławy Plácido Domingo na czele.

Podobnie ma się sprawa z podnoszonym już wzrostem Eventimu na poziomie 556% w 2009 r. Staje się on oczywisty, gdy uwzględną się to, że właśnie w 2009 r. sprzedawano

1025 bilety na koncerty takich indywidualności jak: Angie Stone, Mark Knopfler, Jean Michelle Jarre, czy Path Metheny.

1030 Tym samym zapożyczanie przez biegłego dynamiki wzrostu polskiego oddziału firmy Eventim, którego obroty wynikały przede wszystkim z powierzania mu monopolu na sprzedaż w Polsce biletów zachodnich gwiazd przyjeżdżających do kraju i jednocześnie ignorowanie prawdziwej dynamiki eBilet osiągananej dzięki ciągłemu reinwestowaniu całości 9-cio letnich zysków pod zarządem Powoda (2001-2009) w promocję i ekspansję stanowi bardzo poważne nadużycie. Jest ono tym bardziej niezrozumiałe, że **wyniki portalu eBilet rozwijanego w sposób systematyczny i organiczny od 2001 r. przedstawiały się w sposób nicomal podręcznikowy, układają się w stopniowy, wykładniczy wzrost, co przedstawia**

1035 **graficznie tabela nr 2.**

cc) pozostałe niekonsekwencje w zakresie wprowadzanych danych

- 1040
- biegły nie zachowuje spójności metodologicznej danych wprowadzanych do modelu matematycznego. Oto, poświęcił cały wywód temu, że dokonując wyceny na koniec 2011 r. nie może posługiwać się rzeczywistymi danymi z przyszłości, co do dynamiki przychodów. Tymczasem, marże (Opinia w. 544 – 554) wycenia właśnie na podstawie rzeczywistych wyników uzyskanych w przyszłości, tj. w latach 2011 – 2014. Jest to niczym nieusprawiedliwiona niespójność metodologiczna;
 - powyższe warto uzupełnić o jeszcze jedno. Biegły szacując marżę EBITDA, posługuje się danymi za lata 2011-2014 (Opinia, w. 556), mimo tego że dysponuje danymi za lata 2011 – 2018. Powstaje pytanie, dlaczego ogranicza się do średniej z lat 2011 – 2014? Jakie obiektywne i poprawne kryterium miałyby uzasadnić tak dobór daty?;
 - ten zupełnie dowolny, wręcz woluntarystyczny dobór dat jest rażąco niepoprawny metodologicznie zwłaszcza wtedy, gdy weźmie się pod uwagę to, czego biegły nie chce dostrzec. Otóż wahania marży EBITDA w latach 2011-2018 nie są wynikiem obiektywnych czynników gospodarczych. Zwróćmy uwagę, że po zawłaszczeniu udziałów powoda w 2011 r. pozwani dokonali malwersacji tymi udziałami w latach 2012 – 2014 (zob. w. 570 – 704).
 - **Szkoda, że biegły nawet nie wspominał o tym, że dokonywane w tym okresie „manewry” udziałami mogły mieć znaczący wpływ na wyniki gospodarcze prezentowane w sprawozdaniach finansowych, oraz nie ocenił wartości marży EBITDA z tego właśnie punktu widzenia.** Dokonując tej analizy, zaczynajmy od tego, że w 2011 r. eBilet Polska sp. z o.o. osiągnęła marżę w wysokości 5,81%. Ta marża w kolejnym roku spada do poziomu 1,13% przy zwiększających się przychodach i bez jakiegokolwiek wyraźnego powodu. Jest to spadek ponad **pięciokrotny(!)**. W kolejnym 2013 r. przychody eBilet sp. z o.o. **nieomal podwajają się**. A mimo to marża EBITDA nadal spada do wartości 1,05% . W stosunku do roku 2011 jest to spadek **5,5 krotny (!)**. W 2014 r. przyrost obrotów nie jest już tak spektakularny, ale EBITDA dalej jest bardzo niska, bo wynosi 1,75%;
- 1060
- 1065

- 1070 ➤ w kontekście powyższego jest po prostu nieuczciwie intelektualnie twierdzenie, sugerujące, że w roku 2015 i następnych marża wzrosła do poziomu 3,6 – 4,19 %, oraz że ten wzrost zyskowności miał jakiś logiczny i dający się uzasadnić ekonomicznie weryfikowalnymi kryteriami związek z wniesieniem przedsiębiorstwa do eBilet Polska sp. z o.o. (zob. Opinia, w. 548-551). Ta teza jest więcej niż bałamutna. Przecież eBilet Polska działała w tych samych pomieszczeniach, zatrudniała taką samą liczbę pracowników. Zarządzali nią ci sami managerowie. Skąd zatem miałyby się brać najpierw ponad 5,5-krotny spadek, a potem 3,5-krotny wzrost efektywności? Na pewno nie z „nowej jakości zarządzania”. Zresztą biegły nie potrafił wskazać jednego bodaj elementu tej nowej jakości;
- 1075 ➤ należy powiedzieć wprost to, czego biegły dostrzec nie chce. Otóż lata 2012 – 2014 są okresem najbardziej intensywnych sporów pomiędzy stronami. Kolejne zapadające orzeczenia nie wykluczają zwrotu udziałów w spółce powodowi. To jest prawdziwa przyczyna słabej efektywności do 2014 r. włącznie (niskiej marży EBITDA). W końcu 2014 r. udziały w spółce udaje się „wyprowadzić na Cypr” i rozzerwać ich związek z powodem w obecnym procesie. Pozwani poczuli się zatem bezpiecznie i to jest logiczne wyjaśnienie wzrostu efektywności w roku 2015 oraz kolejnych latach. Warto zauważyć, że ten wzrost także nie miał przesadnie wielkiego charakteru. Dość powiedzieć, że EBITDA w roku 2018 nadal nie osiągnęła poziomu z roku 2011;
- 1080 ➤ w przedstawionym stanie rzeczy przyjęcie do wyliczanej średniej EBITDA, danych z lat 2012 – 2014 branych „za dobrą monetę” jest zabiegiem niedopuszczalnym, tym bardziej że biegły nie podał żadnych argumentów, które wsparłyby tezę o niezawyżaniu kosztów, jak też racjonalnie wyjaśniały nagłe załamanie się marży EBITDA w latach 2012-2014. Warto przy tym zauważyć, że niska efektywność przekłada się wprost na niską wycenę metodą DCF.
- 1085 ➤ podobnie ma się sprawa z wydatkami na modernizację systemu informatycznego. Biegły ustala nakłady z lat 2016 – 2018 na poziomie pomiędzy 20,6% a 27,8% EBITDA. Przede wszystkim, nie jedyny raz w Opinii, biegły nie podaje liczb, które w latach 2016-2018 doprowadziły go do wskaźników 20,6% oraz 27,8% EBITDA. Dane te nie wynikają wprost ze sprawozdań finansowych Spółki. Biegły nie podaje skąd je wzięł, ani ile kwoto wynosiły. Dlatego poprawności wskaźników procentowych niepodobna zweryfikować. Jest to mankament poważny, ponieważ wyliczenia prowadzone przy zastosowaniu metody biegłego nie potwierdzają wskaźników procentowych podanych w Opinii. Ale to nie jest jedyne uchybienie w omawianym zakresie. Po zakomunikowaniu *a priori* wartości pomiędzy 20,6% a 27,8% biegły przeprowadza operację zupełnie niezrozumiałą. Stwierdza, że „dane z lat wcześniejszych nie pozwalają na poczynienie tego typu ustaleń” (Opinia, w. 556-558). Znowu nie wyjaśnia dlaczego. Przecież dysponował kompletnymi sprawozdaniami finansowymi za wszystkie lata. W związku z tym, że „dane nie pozwalają na poczynienie ustaleń” biegły dokonuje ekstrapolacji zakładając, że nakłady na modernizację systemu informatycznego w latach 2012 – 2016 także kształtowały się rokrocznie na poziomie wyciągniętej średniej 25% EBITDA. Tego typu konkluzja nie wytrzymuje konfrontacji z logiką nie tylko dlatego, że dane tworzące podstawę ekstrapolacji nie zostały przez biegłego ujawnione, nie mówiąc o wykazaniu poprawności wyliczeń. Jest oczywiste, że wydatków na modernizację systemu
- 1090
- 1095
- 1100
- 1105
- 1110

informatycznego nie dokonuje się „liniowo” tylko „skokowo”. To znaczy w realnym życiu ekonomicznym nie ponosi się rokrocznie stałego wydatku, jak na przykład rachunku za zużyty prąd. W zakresie modernizacji systemu informatycznego realny proces gospodarczy przebiega inaczej. Po gruntowniejszej modernizacji przez kilka lat nie dokonuje się żadnych bądź prawie żadnych wydatków na modernizację. Następnie, po pewnym czasie system starzeje się i trzeba ponownie wydatkować jakąś większą kwotę. Wprawdzie na rynku spotyka się rozwiązania, w których twórcom systemu informatycznego płaci się opłaty roczne za modernizowanie systemu. Ale występowanie takiej sytuacji *in casu* trzeba wykazać. Poza tym, jeśli ona zachodzi, to wydatki z tego tytułu nie należą do nakładów kapitałowych tylko są bieżącym kosztem. Nie wpływają one zatem na kwotę „CAPEX”. Przekładając powyższe na język niniejszego sporu: w latach 2010 – 2011 eBilet sp. z o.o. wydała poważną kwotę na wprowadzenie systemu informatycznego ENOVA (zob. Opinia w. 278 - 286). W tej sytuacji trudno zakładać, że w 2012, 2013 czy 2014 ten nowy system wymagał modernizacji. Biegły nie podał zaś jakichkolwiek merytorycznych argumentów, które uzasadniałyby ekstrapolację. W rezultacie biegły przyjął wydatki na modernizację systemu informatycznego na poziomie 25% EBITDA nie mając cienia śladów w materiale dowodowym, że w roku 2012 oraz 2015 Spółka dokonała jakichkolwiek wydatków na modernizację systemu informatycznego. W przedstawionych okolicznościach przyjęcie, założenia, że w latach 2012 – 2016 wydatki CAPEX stanowiły 25% EBITDA jest po prostu frywolne.

IV. Wartość przedsiębiorstwa wyliczona metodą biegłego z rzeczywistymi danymi dotyczącymi dynamiki przychodów eBilet sp. z o.o.

1135

a) Uwaga wstępna

Z punktu widzenia prawidłowości zastosowanej metody warto jest wyliczyć wartość przedsiębiorstwa eBilet sp. z o.o. według założeń biegłego, z jedną tylko różnicą, tzn. z przyjęciem dynamiki przychodów uzyskanych przez eBilet sp. z o.o. (łącznie z PMP Systemy Komputerowe) w latach 2006 - 2011 r., w miejsce danych fikcyjnych ustalonych przez biegłego na podstawie swobodnie dobranych danych firm Eventim oraz TicketPro.

Wyliczenie zostanie wykonane przy ścisłym przestrzeganiu wszystkich wskaźników oraz metod pracy biegłego, lecz z dynamiką przychodów określoną nie na podstawie średniej osiągniętej w przyszłości przez dwóch konkurentów gorzej radzących sobie na rynku (zob. Opinia, w. 536-540), ale na podstawie średniej arytmetycznej z rzeczywistych przychodów eBilet (włącznie z PMP Systemy komputerowe) z lat 2006 – 2011. Jak wiadomo, przychody te wzrosły z 4 155 000 zł w 2006 r., do 30 854 000 zł w 2011 r.

b) Wyliczenie

Jak powiedziano, do wyliczeń przyjmujemy wszystkie założenia biegłego, z wyjątkiem dynamiki przychodów. Tak więc liczymy z zastosowaniem danych i wskaźników biegłego: **aa)** marżę EBITDA, na poziomie 1,8 % za 2012 r. ze stałym wzrostem w wysokości 0,4% rocznie (zob. Opinia w. 552-554) **bb)** współczynnik wydatków kapitałowych na poziomie

25% EBITDA (zob. Opinia w. 559-560); cc) oszacowany wskaźnik podatku dochodowego (Opinia, w. 563 - 567); dd) współczynnik β na poziomie 0,72 oraz wynikający z niego szacunek stopy dyskontowej w wysokości 9,2114% (Opinia, w. 632); ee) wartość rezydualną, wynikającą z tabeli biegłego (Opinia, w. 741 - 742).

1160 Przy tych założeniach biegłego oraz wskaźniku dynamiki wzrostu przedsiębiorstwa w wysokości 56,66 %, którą w 2011 r. można było szacować na podstawie wyników w latach 2006 – 2011 otrzymujemy wartość przedsiębiorstwa eBilet na 18 października 2011 r. w kwocie: 51 880 000 zł. Jest ona 4,18 raza wyższa od podanej przez biegłego (12 401 000 zł).

1165

V. Analiza wrażliwości wyceny

1) Uwaga wstępna

1170

Należy podnieść, że stosownie do powszechnie prezentowanego w literaturze poglądu, metoda DCF (FCFF) jest niezwykle wrażliwa na prawidłowość „wskaźników wyjściowych” wprowadzanych przez prowadzącego wyliczenia. Biegły w Opinii aspekt ten pominął. Powyżej pokazaliśmy już (zob. w. 1160-1164), że przyjęcie różnych wskaźników dynamiki wzrostu przychodów może prowadzić do gigantycznych różnic, sięgających czterokrotności uzyskanych wyników.

1175

Przedstawiona okoliczność skłania do poczynienia zaniechanej przez biegłego analizy wrażliwości stosowanej metody³. W jej ramach pokażemy, jak zmienia się wynik końcowy w zależności od danych wyjściowych obejmujących cztery wskaźniki: dynamikę przychodów, marżę EBITDA, współczynnik wydatków kapitałowych oraz wartość rezydualną. Dla poprawności metodologicznej, analiza wrażliwości każdego wskaźnika będzie prowadzona z zachowaniem wszystkich pozostałych elementów, według założeń biegłego.

1180

2) Wrażliwość na poszczególne wskaźniki

1185

a) Dynamika wzrostu przychodów

Powyżej pokazaliśmy, że zastąpienie przez biegłego wskaźnika dynamiki wzrostu przychodów wyliczanego na podstawie wyników osiągniętych w przeszłości przez badaną spółkę, wynikami innych podmiotów gospodarczych dobranych swobodnie przez biegłego doprowadziła do diametralnie różnych wyników wartości przedsiębiorstwa na koniec 2011 r. czyli 12 401 000 zł *versus* 51 880 000 zł (zob. wyżej w. 1160-1164). Wobec tak dużej rozbieżności wyniku warto jest poddać analizie w szerszym zakresie wpływu wskaźnika dynamiki wzrostu przychodów na wycenę wartości przedsiębiorstwa.

1190

Poniżej przedstawiamy zatem uzupełniająco wartość przedsiębiorstwa uzyskaną przy zastosowaniu dodatkowych współczynników dynamiki wzrostu przychodów: 25%, 35%, oraz

1195

³ Analiza wrażliwości należy do podstaw warsztatu osoby wyceniającej. Znamcom treść dokonanej analizy wrażliwości umożliwia ocenę merytorycznego poziomu dokonanej wyceny.

45%. Tabela zawiera także wycenę według dynamiki ustalonej przez biegłego (15,2%), oraz wynikającej z dynamiki przychodów eBilet w latach 2006-2011 (56,66%).

1200 Tabela nr 6 Wpływ przyjętego wskaźnika dynamiki wzrostu przychodów na wycenę eBilet według stanu na 18 października 2011 r.⁴

dynamika wzrostu	15,2%	25,00%	35,00%	45,00%	56,66%
Wartość (mln. zł)	12,401	18,123	26,035	36,566	51,880

1205 Jak wynika z przedstawionej tabeli, wzrost wskaźnika dynamiki przychodów o 10% w stosunku do przyjętego przez biegłego (czyli z 15,2 % do 25 % powoduje wzrost wartości przedsiębiorstwa o 50 % (z 12 do 18 milionów złotych). Podniesienie wskaźnika o kolejne 10% (do 35%) sprawia, że wartość przedsięwzięcia wzrasta o dalsze 43%, zaś w stosunku do wyceny biegłego więcej niż, niż podwaja się. Podobne zależności wynikają przy założonym wzroście wskaźnika dynamiki przychodów do 45%, kiedy to wartość przedsiębiorstwa eBilet

1210 rośnie o dalsze 40%, stanowiąc już trzykrotność wartości ustalonej przez biegłego. Wreszcie, jak wskazano powyżej, zastosowanie wskaźnika wyceny przychodów wynikającego z rzeczywistej dynamiki przedsiębiorstwa eBilet w latach 2006 – 2011 (czyli 56,66%) prowadzi do wartości przedsiębiorstwa na 18 października 2011 r. ponad czterokrotnie wyższej od ustalonej przez biegłego.

1215 Powyższe wyliczenie pokazuje, jak bardzo wrażliwa jest metoda DCF (FCFF) na poprawność przyjętego założenia tempa wzrostu przychodów. Ostrożność w stosunku do wyliczeń biegłego nakazuje już samo to, że wskaźnik wynikający z przeciętnej dwóch konkurentów, zdecydowanie słabiej radzących sobie na rynku, został obrany zupełnie dowolnie. Do tego, przy przyjęciu tej średniej posłużono się błędnymi danymi (zob. wyżej, w. 754- 805).

1220 Należy zwrócić uwagę na jeszcze jedną okoliczność. Zawarty w Opinii wywód (zob. Opinia, w. 522-540) jest przysłowiowym „postawieniem sprawy na głowie”. Rozumowania nie zaczyna się od swojej wiedzy na temat rozwoju Spółki do 2018 r., ale od wiedzy dotyczącej dynamiki jej przychodów w latach 2006 - 2011⁵. Wyceniający, po ustaleniu dynamiki rok do roku na poziomie 56% mógłby ewentualnie dojść do wniosku, że w długim okresie ta dynamika ulegnie pewnemu obniżeniu. To założenie realne życie ekonomiczne zweryfikowało w tym sensie, że kolejny blisko siedmiokrotny wzrost (od 30,8 mln zł w 2011 r. do 204 mln zł w 2018) osiągnięto w czasie niewiele tylko dłuższym.

1225 Powstaje jednak pytanie dotyczące perspektywy, jaką przyjmowałby wyceniający w 2011 r. Jeżeli przyjmowałby spadek dynamiki wzrostu przychodów, to na jakim poziomie? Za racjonalne można byłoby ewentualnie uznać spadek typu 10-15 %. Z całą jednak pewnością ekspert wyceniający Spółkę w 2011 r. nie zakładałby, że już w kolejnym roku ta dynamika spadnie blisko czterokrotnie. Nie miałby po prostu podstaw do przyjęcia tak

⁴ Wyliczenie dokonane z zachowaniem wszystkich pozostałych parametrów przyjętych przez biegłego.

⁵ Zwykle eksperci metody DCF sugerują korzystanie z pięcioletniej historii firmy.

1235 dowolnego założenia. Jak wykazano, to dowolne założenie miało potężny wpływ na uzyskany wynik.

b) Wrażliwość na wskaźnik marży EBITDA

aa) uwagi wstępne

1240

1245 Wynik wyliczeń wartości przedsiębiorstwa metodą DCF (FCFF) jest nader wrażliwy nie tylko na wskaźnik dynamiki wzrostu obrotów. Poniżej zostanie przedstawione wyliczenie wartości przedsiębiorstwa przy zastosowaniu różnych wskaźników EBITDA. To posunięcie jest metodologicznie uzasadnione, gdy zważy się, że aa) biegły ewidentnie dostosował współczynnik EBITDA do wyników gospodarczych uzyskanych w latach 2012 – 2014, czego z perspektywy 2011 r. nie wolno mu było robić. Tym tylko chyba da się wyjaśnić przyjętą „na start” w 2012 r. nader niską wartość 1,8%, skoro w poprzednim 2011 roku współczynnik EBITDA wyniósł 5,81%; bb) nie wiadomo na jakiej podstawie biegły do oszacowania średniej połączył akurat lata 2012 – 2014, z rokiem 2011. Chyba tylko po to, żeby średnia nie wyszła na poziomie katastrofalnym (średnia marży EBITDA dla lat 2012-2014 wyniosła 1,12%); cc) także przyjęty wzrost EBITDA akurat według współczynnika 0,4% rocznie nie znajduje potwierdzenia w analizowanym materiale. Warto zauważyć, że w rzeczywistości w żadnym z lat nie nastąpił wzrost EBITDA według wskaźnika 0,4% rok do roku; cc) analizując odnośny fragment dotyczący EBITDA (zob. Opinia w. 546 – 554) nasuwa się uwaga, że 1255 wskaźnik ten został przyjęty w taki sposób, aby: **po pierwsze**, choć trochę złagodzić w punkcie startowym (wskaźnik 2012) dramatyczny bo ponad pięciokrotny (!) spadek wartości EBITDA w porównaniu do poprzedniego roku 2011 (z 5,81% do 1,13%); **po drugie**, współczynnik ukształtowano tak, aby wynik końcowy dla roku 2018 odpowiadał temu, co osiągnęła eBilet Polska sp. z o.o. w realnym życiu gospodarczym, chociaż nie powinno się 1260 robić takich „dopasowań”; **po trzecie**, aby wzrost rok do roku kształtował się według zasad postępu arytmetycznego.

Potwierdzeniem prawidłowości odczytania metodologii, „ułożenia” przez biegłego wskaźnika EBITDA jest niepodany wprost w Opinii ciąg wartości liczbowych dla lat 2012 – 2018. Według metodologii biegłego (1,8% wartość początkowa oraz wzrost 0,4% rocznie) 1265 EBITDA dla lat 2012 – 2018 układa się w ciąg liczb: 1,8%, 2,2%, 2,6%, 3,0%, 3,4%, 3,8%, 4,2%.

1270 W przedstawionym ciągu liczb szczególnie zadziwiające jest to, że wartość dla końcowego roku 2018 (4,2%) trafia „w punkt” tego, co osiągnięto w realnym życiu gospodarczym (4,19%). Trzeba wszakże raz jeszcze podkreślić, że to „trafienie w punkt” jest efektem **niedopuszczalnych** posunięć metodologicznych. Wycena metodą DCF (FCFF) polega na szacowaniu wartości przedsiębiorstwa **na podstawie danych dostępnych na moment szacowania**. Innymi słowy nie jest dopuszczalne wybiórcze wstawianie niektórych tylko wskaźników zaczerpniętych z późniejszego realnego życia gospodarczego. Stąd też uzasadniony jest wypowiedziany już wniosek, że oba wskaźniki (1,8 % jako początkowy, 1275 oraz 0,4 % jako wzrost rok do roku) są wynikiem swobodnego uznania biegłego.

Ta okoliczność upoważnia nas do przedstawienia obliczeń alternatywnych, wykonanych na podstawie założeń, o wiele bardziej prawdopodobnych z punktu widzenia tego, co można

1280 było zakładać z perspektywy końca roku 2011. Tak więc w tabeli zestawimy wyniki uzyskane przez biegłego, z tymi jakie uzyskuje się przy początkowym wskaźniku odpowiednio 2,5%,
 1285 3% oraz 3,5%, zachowując założony przez biegłego coroczny wskaźnik wzrostu 0,4%. Przyjęcie takich danych wyjściowych z perspektywy 2011 r. jest o wiele bardziej zasadne, gdy zważy się, że punktem odniesienia jest wynik uzyskany w 2011 r. (5,81%). Jeśli weźmie się pod uwagę ten punkt odniesienia, to z perspektywy roku 2011 uzasadnione wydaje się wręcz przyjęcie dla pierwszego okresu szacowanego, czyli 2012 roku wskaźnika jeszcze
 1290 wyższego, niż 3,5%. Przecież 3,5% EBITDA to tylko 60% tego, co osiągnięto w 2011 r. Dla porównania, wskaźnik założony przez biegłego 1,81 % to zaledwie 31% wyniku z roku 2011. W tym kontekście warto podkreślić, że osoba dokonująca wyliczeń metodą DCF (FCFF) w 2011 r., znając w październiku ze znaczącą dokładnością wyniki za cały 2011 rok, z całą pewnością nie zakładałaby trzykrotnego spadku wskaźnika EBITDA w kolejnym 2012 r.

bb) wyliczenia wartości przedsiębiorstwa eBilet dla różnych wartości EBITDA

1295 Zgodnie z tym, co powiedziano wyżej obecnie w Tabeli nr 7 zostanie pokazana wartość przedsiębiorstwa eBilet, przy zachowaniu wszystkich parametrów przyjętych przez biegłego (zob. wyżej w. 1177-1182), z wyjątkiem marży EBITDA, który przedstawiono według wskaźnika początkowego 2,5%, 3% i 3,5% rocznie oraz wzrostem prognozowanym według wartości 0,4% rocznie. W celu zapewnienia przejrzystości Tabela nr 3 pokazuje także wartość EBITDA przyjętą przez biegłego:

1300 Tabela nr 7
 Zależność wartości eBilet od przyjętego wskaźnika EBITDA

EBITDA 2012 i wskaźnik wzrostu	1,8% + 0,4% (r/r)	2,5% + 0,4% (r/r)	3,0% + 0,4% (r/r)	3,5% + 0,4% (r/r)
Wartość eBilet ^x w mln. zł	12,431	15,133	17,084	19,035

1305 ^x wartość wyliczana każdorazowo na koniec 2011 r. Uproszczenie wyniku z faktu, że wyceny na 18 października oraz koniec 2011 r. różnią się minimalnie (w pomijalnym stopniu). *Nota bene* także biegły przedstawił w Opinii wyliczenia właśnie na koniec 2011 r.

cc) podsumowanie dla wskaźnika EBITDA

1310 Lektura Tabeli nr 7 pokazuje, jak znaczące różnice wartości przedsiębiorstwa uzyskuje się wraz ze zmianami współczynnika EBITDA. Już niewielkie podniesienie wskaźnika początkowego do 2,5% w 2012 r. powoduje wzrost wartości przedsiębiorstwa eBilet o 21,7% w porównaniu z wynikiem uzyskanym przez biegłego. Natomiast obranie jako początkowego wskaźnika 3,5% prowadzi do wartości przedsiębiorstwa o 53% większej od podawanej przez
 1315 biegłego. Przypomnijmy, że takie znaczące różnice wyniku uzyskujemy przy zachowaniu wszystkich pozostałych wskaźników przyjętych przez biegłego.

1320 Powyższe prowadzi do wniosku, że wyliczenie metodą DCF (FCFF) jest w wysokim stopniu wrażliwe na wysokość wprowadzonego wskaźnika EBITDA. Merytoryczne znaczenie tego argumentu wzrasta zwłaszcza wtedy, gdy weźmie się pod uwagę, że wartość początkowa przyjęta przez biegłego powstała wskutek metodologicznie niedopuszczalnego wyciągania średniej z dowolnie dobranych liczb z okresu przeszłego i okresów przyszłych w stosunku do daty, na którą ustalana jest wartość przedsiębiorstwa

1325 c) wrażliwość na przyjęty wskaźnik wydatków kapitałowych (CAPEX)

1330 W celu pokazania wrażliwości wyliczeń na wskaźnik wydatków kapitałowych pokazuje Tabela nr 4. Wskaźnik przyjęty przez biegłego (25% EBITDA) zostanie pokazany na tle możliwych alternatywnie wskaźników CAPEX 10%, 15%, 20% oraz 30% wartości EBITDA. Tak jak powyżej w wyliczeniach zastosowano wszystkie pozostałe wskaźniki przyjęte przez biegłego:

Tabela nr 8
Zależność wartości eBilet od przyjętego wskaźnika wydatków kapitałowych (CAPEX)

CAPEX	10%	15%	20%	25%	30%
Wartość eBilet	16.338	15.354	13.385	12.401	11.417

1335 Jak pokazano w tabeli, wyliczenia wartości eBiletu są wrażliwe także na przyjmowany wskaźnik wydatków kapitałowych CAPEX. Zależność w tym zakresie ma charakter odwrotnie proporcjonalny. Jednakże obniżenie wskaźnika CAPEX o 10% (czyli do 15% EBITDA) powoduje wzrost wartości eBiletu o 23,8%.

1340 Trzeba podnieść, że biegły w sposób dość arbitralny założył, że średnia wydatków CAPEX za lata 2016-2018 jest miarodajna także dla lat 2012 – 2015. Ponadto, biegły zignorował, a nawet przemilczał okoliczność nader istotną. Mianowicie przysłowiową „lwią część” wydatków kapitałowych stanowiły wydatki na modernizację systemów informatycznych. Przy tym, wydatki te była czynione na rzecz spółki powiązanej Idea Beta, należącej do pozwanych S. Matuszewskiego i M. Przewańskiego. Spółka ta zatrudniała tylko jednego pracownika, który w 2017 r. wygenerował obrót w wysokości 659 tys. zł. Obrót za rok 2016 wyniósł 764 tys. zł.

1350 **Dowód:** co do powiązania zob. sprawozdanie finansowe eBilet sp. z o.o. za rok 2011, s. 20 pkt 19. Co do obrotów, zob. Sprawozdanie finansowe Idea Beta za 2017 r. (Załącznik nr 8)

1355 Czynienie wydatków poprzez podmioty powiązane stanowi bardzo typowy sposób ukrywania tego, komu i za co płacono. W księgach spółki „docelowej” znajdują się bowiem wyłącznie faktury podmiotu powiązanego. To pozwala ukryć za ile wykonał usługę rzeczywisty wykonawca (jaki był narzut podmiotu powiązanego), zaś w skrajnych przypadkach umożliwia nawet fakturowanie usług, które w rzeczywistości nie miały miejsca. Już z tej tylko przyczyny założenie, że można wydatki kapitałowe z lat 2016 – 2018 ekstrapolować na lata wcześniejsze nie znajduje uzasadnienia (zob. o tym także w. 1093 - 1131).

1360 d) Wrażliwość na ustalenie wartości rezydualnej

aa) Uwaga wstępna

1365 Przy zastosowaniu metody DCF (FCFF) jedną z zasadniczych kwestii jest ustalenie tzw. wartości rezydualnej. Odgrywa ona kluczową rolę w procesie ustalania wartości przedsiębiorstwa na określoną datę. Mówiąc w poważnym uproszczeniu wartość rezydualna to wartość przedsiębiorstwa przyjmowana przy założeniu, że wyceniana jednostka będzie istniała *ad infinitum*.

1370 To założenie *in casu* mogło przysparzać pewnych trudności z punktu widzenia wiedzy ekonomicznej. Biegły uchylił się jednak od ich otwartego pokazania, oraz wskazania, w jaki sposób występujące problemy przewyciężył. Co więcej, biegły w żadnym miejscu nie pokazuje ani wartości samego wyliczenia, ani też metody, którą do tej wartości doszedł. Tego niepodobna zrozumieć, tym bardziej, że wartość rezydualna wpływa na końcową wycenę biegłego w blisko 80%. Jak w takiej sytuacji można nie poświęcić ani jednego wiersza sposobowi jej wyliczenia?

1375 Ten ewidentny brak Opinii uniemożliwia pełne ustosunkowanie się do jej poprawności. Dlatego poważna dyskusja dotycząca treści Opinii musi zostać poprzedzona podaniem przez biegłego 1) samej wartości rezydualnej; 2) szczegółowych założeń metodologicznych przyjętych do wyliczenia tej wartości; 3) wyliczenia matematycznego, z zastosowaniem przyjętych założeń.

1380 Wskazane uchybienie uzasadnia złożony wniosek dotyczący zobowiązania biegłego do przygotowania opinii uzupełniającej (zob. w. 43 - 45). Jest to warunek *sine qua non* prowadzenia pełnej merytorycznej dyskusji.

1385 bb) Wyliczenie

1390 Wobec niewskazania w Opinii wartości rezydualnej a zwłaszcza sposobu jej wyliczenia powód, w celu zobrazowania wpływu odnośnego wskaźnika na wartość przedsiębiorstwa przedstawi wyliczenia, przy założeniu, że przedsiębiorstwo eBilet będzie istniało odpowiednio przez kolejne 15, 20, 25 lat. Nawet bez szczegółowej wiedzy ekonomicznej jest oczywiste, że obliczenia dla krótszego okresu, a nie dla nieskończoności, nie mogą prowadzić do zawyżenia wyceny.

1395 W wyliczeniach zastosowano wszystkie założenia biegłego, z jedną tylko modyfikacją. Przyjęto mianowicie (zgodnie z istotą internetowej sprzedaży biletów), że marża EBITDA nie przekracza wartości 6%. Dlatego przy założonych przez biegłego wartościach (1,8% + 0,4%), przyjęto że po osiągnięciu (w ósmym roku) wartości 6%, wskaźnik EBITDA dalej nie rośnie, pozostając na tym poziomie. Jest to założenie konserwatywne, które obniża, a nie podnosi uzyskane wyniki.

Stosowne dane przedstawia Tabela nr 9

1400

Tabela nr 9

Zależność wartości eBilet na 18 października 2011 r. od zakładanej długości istnienia przedsiębiorstwa

1405

Dalsze istnienie eBilet	10 lat	15 lat	20 lat	25 lat
Wartość 18.10. 2011	9 800 000	19 600 000	32 300 000	49 000 000

1410

Jak z powyższego wyliczenia wynika, przy danych przyjętych przez biegłego, eBilet będzie miał w październiku 2011 r. wartość 12 400 000 zł, jeżeli (z perspektywy 2011 r.) będzie istniał jeszcze 12 lat.

3. Analiza wrażliwości - kombinacja wskaźników

1415

Dotychczas analizie poddawano oddziaływanie każdego z istotnych wskaźników w izolacji. To znaczy wyliczano wartość przedsiębiorstwa przy zmianie wskaźnika odpowiednio: dynamiki wzrostu przychodów, EBITDA, CAPEX, długości okresu dalszego trwania przedsiębiorstwa eBilet. Przeprowadzone wyliczenia pokazały, że poszczególne czynniki może powodować czterokrotny wzrost wartości przedsiębiorstwa (jak w przypadku wskaźnika dynamiki wzrostu obrotów, zob. w. 1170-1235), bądź też zmiany wartości rzędu

1420

od 23 % (CAPEX – zob. w. 1331-1357), do 53% (EBITDA – zob. w. 1240 - 1323). Należy jednak zdawać sobie sprawę z tego, że przy zastosowaniu metody DCF (FCFF), w razie niepoprawnego wprowadzenia kilku wskaźników może dojść do ich skumulowanego łącznego działania. Wtedy różnice wyceny mogą przybrać wartość astronomiczną.

1425

Przypomnijmy, że biegły w szczególnie dyskusyjny sposób dobrał wskaźnik dynamiki dalszego wzrostu eBiletu. Wobec tego poglądowo pokazemy kształtowanie się wyceny eBiletu przy zróżnicowanej dynamice wzrostu przychodów oraz przyjęciu do obliczeń różnych okresów dalszej działalności przedsiębiorstwa. Pozostałe wskaźniki, zgodnie z założeniami biegłego

1430

Tabela nr 10

Zależność wartości eBilet na 18 października 2011 r. od zakładanych: dynamiki wzrostu przychodów oraz długości dalszego istnienia przedsiębiorstwa

A \ B	10 lat	15 lat	20 lat	25 lat
15,2%	9,9 mln	21,6 mln	36,9 mln	56,8 mln
25%	17,7 mln	51,9 mln	119,4 mln	255,0 mln
35%	31,2 mln	127,3 mln	404,2 mln	1.203,6 mln
45%	55,9 mln	306,5 mln	1.343,9 mln	5.624,7 mln
56%	102,0 mln	780,5 mln	4.826,9 mln	28.891,8 mln

1435

Legenda: A. Dynamika wzrostu w % B. Zakładany dalszy okres trwania Spółki

Powyższa tabela pokazuje, jak wielką rozpiętość wyników uzyskuje się w zależności od wprowadzonych danych. Widać to najlepiej na wartościach skrajnych. Wycena przy wprowadzeniu danych najbardziej niekorzystnych dla wycenianego podmiotu (dynamika przychodów czterokrotnie niższa od osiągniętej w rzeczywistości oraz dalsze trwanie spółki jedynie przez 10 lat) jest prawie trzy tysiące razy (!) niższa od wartości, jaką uzyskuje się przy podstawieniu do wzorów matematycznych metody DCF wartości sprzyjających wysokiej wycenie (rzeczywiście uzyskana dynamika wzrostu – 56 % oraz założony 25 letni okres dalszego istnienia przedsiębiorstwa. Ta gigantyczna wprost różnica 3000 razy (!) pokazuje jak wiele przy metodzie DCF (FCFF) zależy od prowadzącego wycenę. Odnosząc tę uwagę do Opinii biegłego wystarczy powiedzieć, że nawet przy przyjętej skrajnie zaniżonej dynamiki rozwoju 15,2% rok do roku, biegły uzyskałby na koniec 2011 r. wartość 56,8 mln. zł, gdyby tylko założył, że Spółka będzie istniała przez kolejne 25 lat.

1450

4. Analiza wrażliwości - podsumowanie

Analiza przeprowadzona powyżej (zob. w. 1170 – 1478) potwierdziła olbrzymią wrażliwość metody DCF (FCFF) na wskaźniki wprowadzone do stosowanych wzorów. Najbardziej widać to na przykładzie założonej dynamiki wzrostu przedsiębiorstwa. Jak wykazano, różnice wyceny sięgają kilkakrotności. Podkreślaliśmy przy tym, że biegły nie ma przekonujących podstaw, którymi dałoby się wykazać, że za przyjęciem wskaźnika 15,2 % przemawiają jakieś obiektywne, merytoryczne argumenty. W szczególności nie jest przekonujące twierdzenie, że eBilet rozwijałby się według wskaźnika właściwego dla słabszych na rynku konkurentów, a nie wskaźnika wynikającego z jego własnego rozwoju.

Tak wielka wrażliwość na wprowadzane wskaźniki sprawiła, że od kilku lat daje się zaobserwować zdecydowane odchodzenie od metody DCF; jest ono szczególnie widoczne odnośnie do przedsiębiorstw prowadzących handel w sieci. Co więcej, wśród specjalistów z dziedziny ekonomii często wyrażane są opinie, że metoda DCF nadaje się najlepiej do potwierdzania *ex post* tez, które wyceniający chce udowodnić. Warto podkreślić, że zdając sobie sprawę z tej „zalety elastyczności”, wykazywanej przez metodę DCF (FCFF) powód w opiniach przedkładanych w ramach procesu, nie eksponował wyników uzyskiwanych tą metodą (zob. zwłaszcza wycenę firmy Ventus S.A. – k. 120).

Powyższe spostrzeżenie nie jest może wystarczające do postawienia zarzutu bezzasadności zastosowania metody DCF (FCFF). Ale zasadny jest zarzut ogniskujący się wokół tego, że biegły stosując metodę, która może dawać tak znaczący rozrzut wyników powinien był co najmniej skonfrontować uzyskane wyniki z wycenami prowadzonymi innymi metodami, wśród nich metodą porównawczą. Rzecz jasna powinien był także efekty takiego porównania ujawnić.

Uchybienia biegłego w tym zakresie są tym bardziej ważne, że w aktach sprawy znajduje się kilka wycen sporządzonych metodą porównawczą przez specjalistów o uznanej renomie, do tego specjalizujących się w wycenie przedsiębiorstw na potrzeby transakcji przejęć oraz emisji giełdowych. Skonfrontowanie się przez biegłego z tymi wycenami, wskazanie ich mocnych i słabych stron byłoby użytecznym materiałem, pomocnym do wydania wyroku. Zaniechanie tej analizy jest istotnym mankamentem przedłożonej Opinii.

1480

VI. Wycena metodą porównawczą

1) Istota metody porównawczej

1485

Metoda porównawcza w największym uproszczeniu mówiąc polega na ustaleniu wartości danego przedsiębiorstwa na podstawie rzeczywistych transakcji zawartych na rynku, obejmujących sprzedaż przedsiębiorstw o cechach podobnych do tego poddanego oszacowaniu wartości. W istocie ustalenie wartości następuje w sposób wysoce zbliżony do powszechnego w obrocie wyceniania tą metodą wartości nieruchomości.

1490

Wprawdzie wycena przedsiębiorstw metodą porównawczą jest nieco bardziej skomplikowana, ze względu na większą liczbę czynników, podlegających rozważeniu odnośnie do tego, czy daną transakcję można uznać za podobną do będącej przedmiotem aktualnej wyceny. Ta okoliczność nie dezawuuje, ani nie podważa użyteczności metody porównawczej w odniesieniu do przedsiębiorstw.

1495

2) Metoda porównawcza *in casu*

a) argumenty ekonomiczne przemawiające za wykorzystaniem metody porównawczej

1500

Istniały co najmniej cztery argumenty, które powinny skłonić biegłego do skonfrontowania wyników uzyskanych metodą DCF (FCFF) z rezultatami do jakich prowadzi zastosowanie metody porównawczej. **Po pierwsze**, biegły musiał być świadomy tego, że przyjął do wyceny metodą DCF (FCFF) wiele wskaźników ustalonych według dość swobodnie dobranych kryteriów. Wobec wskazywanej wyżej olbrzymiej wrażliwości metody DCF na poprawność wprowadzonych wskaźników, skonfrontowanie uzyskanych wyników z wyceną przeprowadzoną inną metodą było kwestią zwykłej ostrożności oraz staranności i rzetelności zawodowej; **Po drugie**, biegły musiał być świadomy licznych, znaczących nieprawidłowości w księgach eBilet sp. z o.o. oraz eBilet Polska sp. z o.o. Ta świadomość oczywista zarówno w świetle sprawozdań finansowych, jak i materiałów zawartych w aktach powinna była doprowadzić biegłego do wniosku, że wprowadzanie do wzorów DCF (FCFF) danych spółki, których rzetelność jest wysoce wątpliwa, przekłada się wprost na ryzyko uzyskania zafalszowanych wyników. Stawia też pod znakiem zapytania użyteczność tej metody *in casu*. **Po trzecie**, istniała znacząca liczba transakcji, które mogły zostać obrane jako materiał do porównań. Istniała też łatwość pozyskania danych dotyczących tych transakcji. O nabyciach i przejściach szeroko informują media specjalistyczne, zarówno tradycyjne, jak i funkcjonujące w sieci. Co do tych ostatnich należy podkreślić, że takie portale jak „wirtualnemedi.pl”, czy „parkiet.pl” regularnie podają wyczerpujące dane odnośnie do transakcji dotyczących spółek prowadzących działalność gospodarczą w sieci. Nawet gdyby biegły chciał zakwestionować dane publikowane przez media, samo pozyskanie wiedzy o transakcji stwarzało możliwość pozyskania sprawozdań finansowych odnośnych spółek. Warto wskazać również, że w Polsce pozyskiwanie wiarygodnych danych jest niezwykle ułatwione wskutek tego, że znaczną część relewantnych transakcji zawierały jako nabywcy spółki notowane na giełdzie papierów wartościowych. Jak wiadomo te spółki są z mocy ustawy zobowiązane do publikowania bardzo szczegółowych informacji dotyczących

1505

1510

1515

1520

1525

swej działalności. Te publikacje są nader wartościowym źródłem całej gamy informacji dotyczących nabywania udziałów i akcji w spółkach prowadzących działalność gospodarczą w sieci. Ponadto, wartość portali internetowych prowadzonych przez spółki notowane na giełdzie jest łatwo weryfikowalna iloczynem liczby akcji oraz ich giełdowego kursu.

- 1530 By nie przedłużać wątku łatwości dostępu do relewantnych danych trzeba podkreślić jedno. Powodowi w ciągu kilku zaledwie godzin udało się pozyskać wiarygodne dane dotyczące ok. 30 spółek, które mogłyby stanowić punkt odniesienia do przeprowadzenia wyceny metodą porównawczą. Po czwarte, w aktach sprawy znajduje się kilka wycen sporządzonych właśnie metodą porównawczą. To także jest bardzo ważny argument, który nakazywał biegłemu (w sensie merytorycznym, a nie formalnym) dokonanie wyceny także tą metodą. Wprawdzie tzw. opinie prywatne mają jedynie walor stanowiska strony. To jednak bynajmniej nie oznacza, że można w procesie cywilnym traktować je *per non est*. Skoro zadaniem biegłego, wynikającym z samej istoty jego funkcji jest dostarczenie Sądowi wiedzy specjalistycznej potrzebnej do wydania wyroku, to siłą rzeczy własna wycena biegłego metodą porównawczą pozwalałaby Sądowi ocenić wartość całego materiału dowodowego, także tego wynikającego z opinii prywatnych przedstawionych przez stronę.

b) stan faktyczny sprawy jako argument wykorzystania metody porównawczej

- 1545 Niezależnie od argumentów natury ogólnoeconomicznej biegły był obowiązany wyciągnąć wnioski ze stanu faktycznego leżącego u podłoża wydanej Opinii. Już powyżej (zob. w. 555 - 704) przedstawiono zdarzenia, które powinny wzbudzić uzasadnione podejrzenia biegłego odnośnie do transparentności zachowania pozwanych. Przede wszystkim taką wątpliwość powinno wzbudzić tajemnicze zniknięcie portalu internetowego eBilet z majątku eBilet sp. z o.o. i brak jakiegokolwiek ekwiwalentu w majątku tej spółki (patrzac w okresie dłuższym, niż 4 miesiące). To, że biegły przemilczał sprawę wartości aportu wniesionego do eBilet Polska w kwietniu 2014 r. nie zwalnia go od dostrzeżenia i wzięcia pod uwagę następującego zjawiska: Według jego wyceny wartość spółki eBilet w październiku 2011 r. wynosiła 12 400 000 zł. Jak zatem ma się ta wycena do wartości aportu z 2014 r., wynoszącego 8 465 000 zł. Czy był on prawidłowo i uczciwie wyliczony? Czy odzwierciedlał właściwie wartość przedsiębiorstwa prowadzonego przez Spółkę? Czy wobec tego dane pokazywane przez Spółkę w latach 2012 – 2014 mogą być podstawą do przyjmowania zawartych tam wskaźników do wyliczeń?

- 1560 Biegły powinien także zauważyć i skomentować następujące zjawiska, wynikające z umieszczenia ciągu zdarzeń na osi czasu: a) komornik 18 października 2011 r. wydaje postanowienie o nabyciu udziałów powoda przez Future Invest sp. z o.o. Za ten rok EBITDA dla eBilet sp. z o.o. wynosi 5,81%; b) w kwietniu 2012 r. Sąd Okręgowy przywraca powodowi termin do złożenia sprzeciwu od wyroku zaocznego w sprawie I C 564/10, co pozwala z bardzo wysokim prawdopodobieństwem przewidzieć brak tytułu pozwanych do prowadzenia egzekucji przeciwko powodowi, zaś 12 września 2012 r. Sąd Okręgowy uchyla Postanowienie Komornika z 18 października 2011 r., co otwiera przed powodem drogę do odzyskania udziałów. Po tych dwóch orzeczeniach wskaźnik EBITDA za kolejny 2012 rok spada **pięciokrotnie (!)** i utrzymuje się na tym katastrofalnym poziomie przez trzy lata (2012 – 2014); c) w drugiej połowie 2014 r. zostaje „rozcięty” związek pomiędzy spółką eBilet oraz

- 1570 portalem eBilet tak, aby ewentualne odzyskanie udziałów w Spółce przez powoda nie mogło mu przynieść jakichkolwiek korzyści. Po ostatnio wymienionym fakcie wyniki Spółki radykalnie poprawiają się, co umożliwiło zawarcie transakcji z Allegro.pl, w której wartość portalu eBilet wyceniono na 110 000 000 zł. **Jednocześnie ze wskazanymi wydarzeniami w Polsce na Cyprze zostają podjęte działania o przestępczym charakterze, których**
- 1575 **oczywistym celem jest sprawienie, by eBilet sp. z o.o. nie otrzymała żadnego ekwiwalentu za udziały wniesione do Bola Investments Ltd (zob. w. 555 – 690).**

Powstaje zasadnicze w swej naturze pytanie. Czy opisywane fakty nie stały się wystarczającym impulsem dla biegłego do podjęcia wyceny Spółki także inną metodą, niż DCF? Tym bardziej, że uważane przyjrzenie się sprawozdaniom finansowym eBilet Polska sp. z o.o. oraz eBilet sp. z o.o., jak również odnotowanie tego, że w 2014 r. z majątku eBilet sp. z o.o. w ciągu kilku miesięcy zniknęło co najmniej kilkanaście milionów złotych. Dla biegłego musiało być przecież jasne, że w świetle jego wyceny na 2011 r. (12 400 000 zł) wartość eBilet sp. z o.o. nie mogła, po potrojeniu obrotów (!) spaść do 8 465 000 zł, czyli o 32%.

1585 **c) wyceny metodą porównawczą**

Powód nie zamierza zastępować biegłego i dokonywać wyceny wartości portalu eBilet metodą porównawczą. Pokaże jednak podobne transakcje na rynku, w celu ilustracji, jak dalece wycena biegłego odbiega od realiów życia gospodarczego.

- 1590 Na wstępie należy wskazać, że najczęściej stosowanym przez analityków rynku sposobem wyceny firm metodą porównawczą jest zestawianie ich wartości na podstawie stosunku ceny uzyskanej w ramach realnych transakcji⁶ do wartości rocznych obrotów danego podmiotu, czyli tzw. współczynnik EV/S (od angielskich słów Evaluation [wycena] oraz Sales [sprzedaż – obroty]). Podobnym wskaźnikiem jest proporcja wartości firmy do jej zysków – EV/EBIDTA. Ostatnio wspomniany parametr ma jednak tę wadę, że umożliwia swobodne manipulowanie wykazywaną wielkością zysków w zależności od potrzeb wyceniającego. Tymczasem parametr EV/S jest w wysokim stopniu odporny na manipulacje, ponieważ „S” (sprzedaż) to po prostu suma faktur wystawianych corocznie przez wyceniany podmiot. W rezultacie wycena dokonywana na podstawie obrotów jest bardziej wiarygodna.
- 1595 Nadto współczynnik EV/EBITDA jest nieprzydatny (niemożliwy do zastosowania) do wyceny firm, które na razie nie przynoszą zysków, choć mają olbrzymi potencjał (zob. w. 253-265).

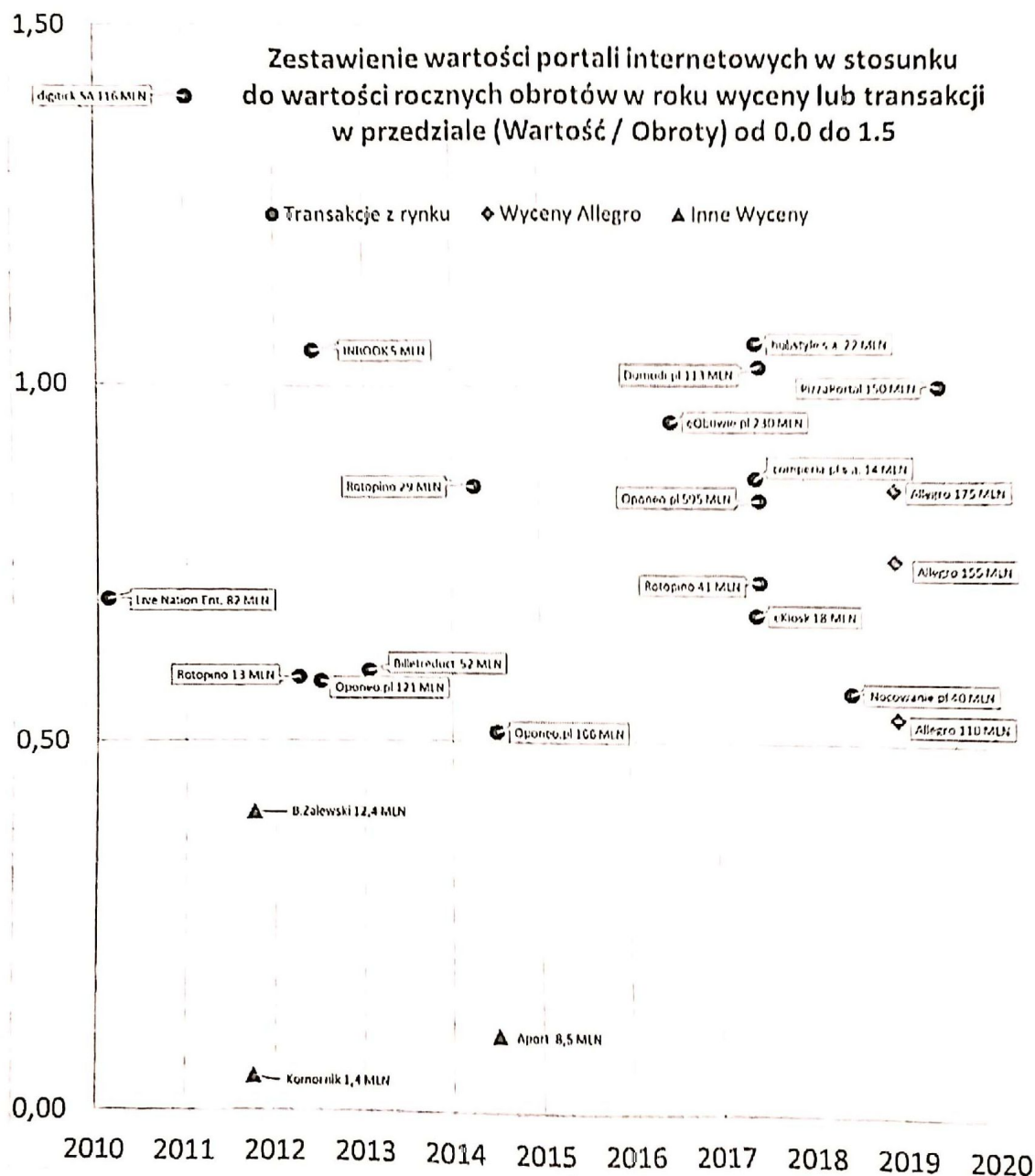
1600 Jak wspomniano, większość z łącznie 31 transakcji obejmujących portale internetowe cechuje się wskaźnikiem EV/S w przedziale 0,5 – 2. Zestawienie tych transakcji przedstawia

1605 tabela nr 11.

1610

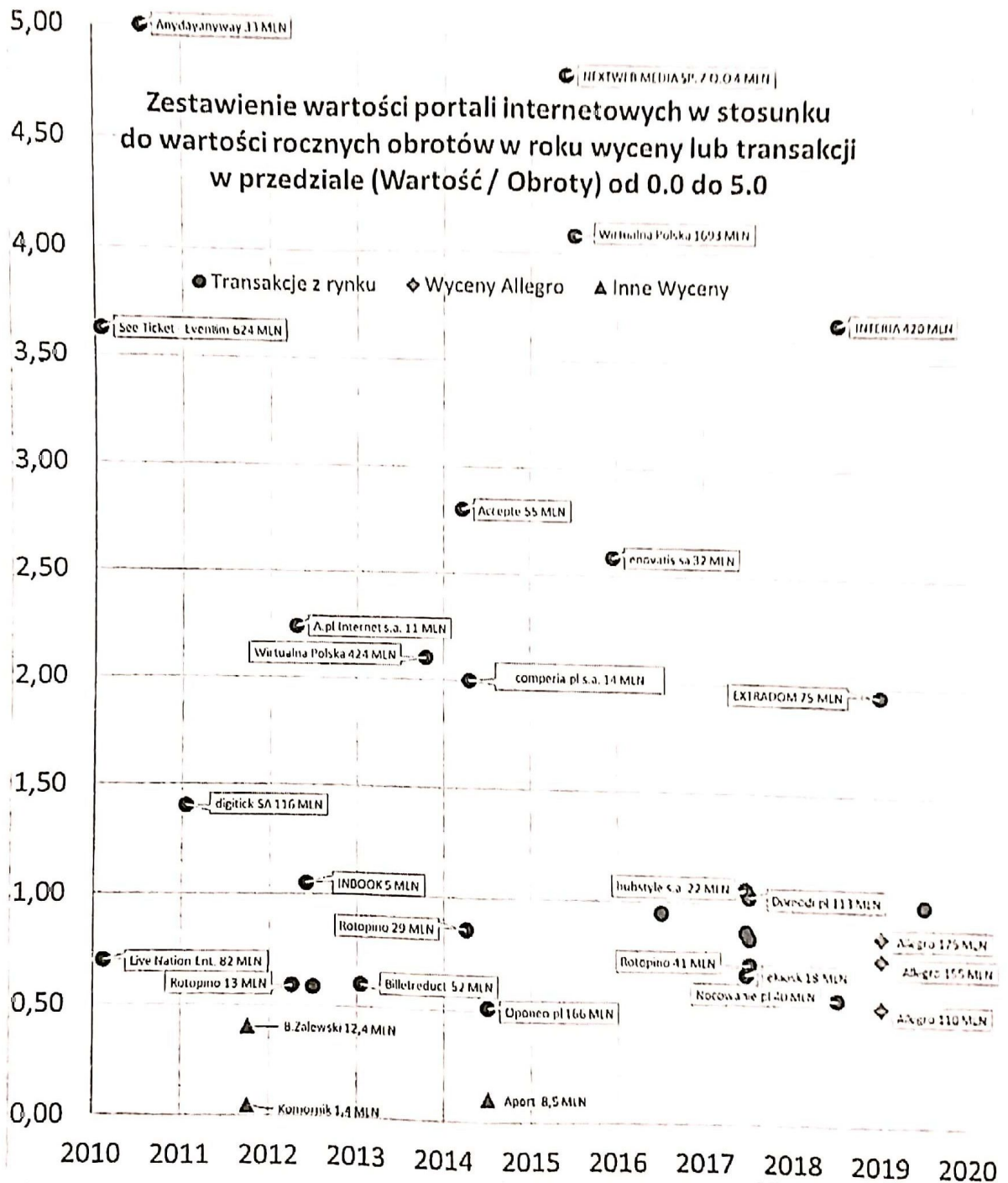
⁶ W odniesieniu do spółek giełdowych cenę realnej transakcji zastępuje wycena dokonywana na podstawie iloczynu wszystkich akcji oraz ich kursu w danym dniu.

Tabela 11



Legenda: Na osi odciętych pokazano lata dokonywania transakcji lub wyceny na podstawie notowań giełdowych. Na osi rzędnych wyrażono w liczbach dziesiętych stosunek ceny do rocznych obrotów. Przy każdym podmiocie podano wartość transakcji w liczbach bezwzględnych oraz nazwę podmiotu. Czerwonymi trójkątami zaznaczono wycenę przeprowadzoną w 2011 r. na zlecenie komornika (ze wskaźnikiem EV/S na poziomie 0,04); wycenę uportu (z EV/S w wysokości 0,1) oraz wycenę biegłego (EV/S = 0,4)

Tabela 12



Zestawieniem objęto wszystkie znane transakcje na rynku z dekady 2010 – 2019, z wyłączeniem tych o niewielkiej wartości, jak również jednej, co do której transparentności

istniały poważne wątpliwości⁷. Na wykresie pokazano łącznie 31 rzeczywistych transakcji z lat 2010 – 2019⁸. Z tej liczby:

16

- brak transakcji ze współczynnikiem EV/S poniżej 0,5. Oznacza to, że ani jedna (!) spółka nie została zbyta za cenę niższą, niż 50% jej rocznych obrotów;
- 1635 • Załedwie trzy razy (9,6 % ogółu) współczynnik EV/S mieścił się w przedziale 0,5 – 0,6;
- odnośnie do kolejnych pięciu spółek, stanowiących 16,1 % wszystkich transakcji, EV/S zawierał się w przedziale 0,5-0,8⁹. Oznacza to, że cena spółki wahała się pomiędzy połową i 8/10 częściami jej rocznych obrotów;
- 1640 • Największą liczbę spółek (8 przypadków czyli 25,8 % ogółu podmiotów) sprzedano w latach 2010 – 2019 za cenę odzwierciedloną współczynnikiem EV/S w relatywnie wąskim przedziale 0,8-1,1¹⁰.

Całkiem pokazywany odsetek spółek sprzedano za cenę odzwierciedloną jeszcze wyższym współczynnikiem EV/S. W szczególności:

- dla trzech spółek (9,6%) wskaźnik EV/S wahał się pomiędzy 1,1 oraz 2,0¹¹;
- 1645 • pięć spółek (16,1%) ogółu¹² osiągnęło współczynnik EV/S w przedziale 2,0 – 5,0;
- wreszcie, odnośnie do 3 „rekordzistów”¹³ (9,6%) cena osiągnęła współczynnik EV/S w granicach 8,0-10,0.

Jak więc widać z zestawienia, jedynie 25% ogółu transakcji zawarto za cenę niższą, niż 0,8 rocznych obrotów sprzedawanej spółki, zaś 75% powyżej tej granicy (!). Jednocześnie ponad połowa transakcji opiewała na wartość powyżej granicy rocznych obrotów sprzedawanej spółki. Z kolei 90% transakcji przekraczało próg 0,6 rocznych obrotów.

Jest bezsporne, że eBilet sp. z o.o. był liderem rynku w dwojakim sensie. Był trzecim portalem internetowym w Polsce, który prowadził sprzedaż z użyciem kart kredytowych „on line”. Jednocześnie był pierwszym portalem, w którym kupujący mógł zakupić bilet, i wybrać miejsce oglądając na ekranie plan widowni imitujący rzeczywisty wygląd sali teatralnej, czy koncertowej. Te informacje uzasadniają oczekiwanie, że cena eBilet powinna być wyceniana istotnie wyżej, niż spółki najgorzej wycenione przez rynek.

W tym kontekście należałoby biegłemu postawić pytanie, jak to jest możliwe, że w jego wycenie na koniec 2011 r., wartość eBilet sp. z o.o. (EV/S = 0,4) jest niższa od najgorszych spółek na rynku w całym dziesięcioleciu? Co więcej, jest aż o 50 % niższa od prognozy EV/S = 0,6, który został przekroczony przez 90% wszystkich transakcji? W tym świetle zasadne jest pytanie, czy istotnie biegły dobrał właściwie wskaźniki do metody DCF (FCFF) skoro jego wyniki tak poważnie odbiegają od tego, co wynika z obserwacji rynku?

1665

⁷ Przyjęto, że niereprezentatywne ze względu na zbyt małą wartość, była umowy o wartości poniżej 10 milionów złotych. Natomiast z powodu braku transparentności wyłączono dokonaną na przełomie 2010 oraz 2011 r. sprzedaż portalu prowadzonego przez spółkę Nokout,

⁸ Za równorzędne z transakcją potraktowano wycenę spółki giełdowej w określonym dniu.

⁹ Były to Rotopino (2012,2014,2017), Oponco (2012), Billetreduc (zagr), Nocowanie.pl; Live NAtion, eKiosk.

¹⁰ Były to Rotopino, Oponco (2014 i 2017), eObuwie, Comperia (2017), PizzaPortal, Domodi, Inbook, Hubstyle

¹¹ Były to Digitick S.A., Comperia (2014) oraz Extradom

¹² Dotyczy to spółek Wirtualna polska (2013 i 2015), A.pl, Enovatis, Accepte, Interia, See Ticket - Eventim (zagr), Next Web, Anydayanyway (zagr), modern commerce, comperia, morizon

¹³ Modern Commerce S.A., Comperia S.A. (2012), Morizon S.A.

3. Analiza szczegółowa transakcja z Allegro

1670 Jak łatwo obliczyć w transakcji zawartej z Allegro 19 kwietnia 2019 r. wskaźnik EV/S wyniósł 0,54¹⁴. Jednocześnie biegły wskazał, że głęboki konflikt pomiędzy udziałowcami wpłynął negatywnie na wartość spółki, wyceniając dyskonto z tego tytułu na 37 %.

Nie ma pewności co do tego, że podane przez biegłego 37% jest bardzo precyzyjnym szacunkiem. Wydaje się on wszakże w wysokim stopniu wiarygodny. Spory pomiędzy wspólnikami mogą wpływać na wartość spółki w podawanym przez biegłego stopniu.

1675 Trzeba jednak zdawać sobie sprawę, że konflikty pomiędzy udziałowcami od 2010 r. nie osłabły w najmniejszym stopniu. Dowodzi tego choćby liczba „czynnych” procesów i postępowań, tak karnych, jak i cywilnych. Okoliczność ta ma bezpośrednie przełożenie na transakcję pomiędzy Bola Investments oraz Allegro.

1680 Nie ulega wątpliwości, że Allegro będąca największym graczem na polskim rynku internetowym, w dodatku obsługiwane przy transakcji udziałami w eBilet Polska sp. z o.o. przez jedną z najbardziej znanych w Warszawie kancelarii międzynarodowych, potrafiło w negocjacjach wykorzystać wszelkie słabości kontrahenta. Pośrednim tego dowodem jest fakt, że stronami transakcji z 19 kwietnia 2019 r. byli pozwani S. Matuszcwski oraz M. Przeważński jako osoby fizyczne. Jest to okoliczność znamienna, gdy zważy się, że wskazani pozwani nie byli udziałowcami eBilet Polska sp. z o.o., nie zarządzali tą spółką, nie zarządzali także Bola Investments Ltd. Skąd zatem stali się stroną transakcji? Nawet bez znajomości treści odnośnej umowy, łatwo domyślić się, że udział pozwanych jako osób fizycznych służył wzmocnieniu pozycji prawnej Allegro sp. z o.o. w zawieranej transakcji.

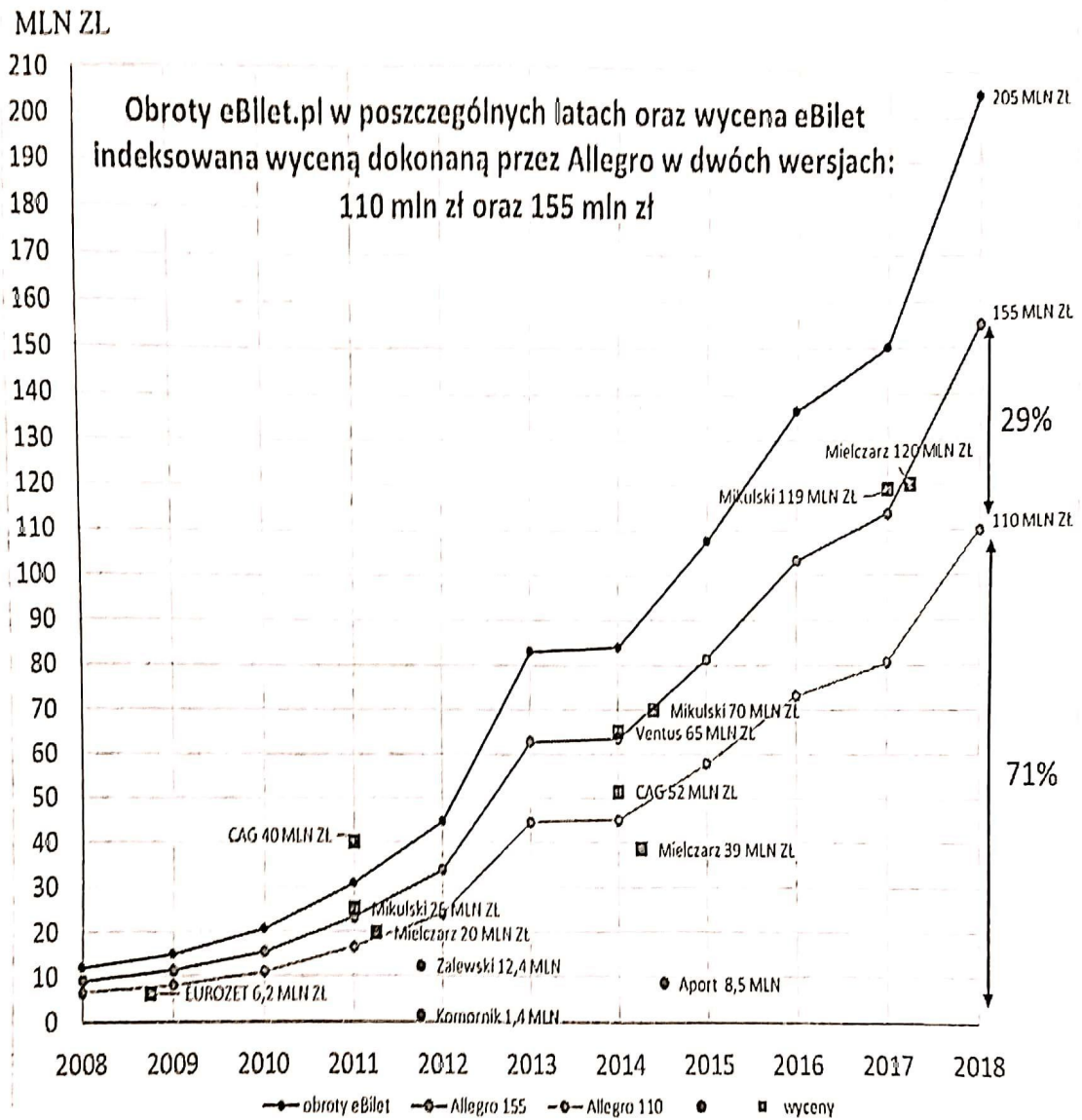
1685 Uwzględniając wymienione okoliczności trafne jest założenie, że cena zapłacona przez Allegro w 2019 r. zawierała w sobie dyskonto w wysokości wskazywanej przez biegłego dla 2011 r., czyli 37 %. Jednakże w naszych wyliczeniach zachowamy się ostrożniej, przyjmując że to dyskonto wyniosło jedynie ca. 29 %. Ten poziom dyskonta wydaje się o tyle prawdopodobny, że właśnie 29% stanowiły udziały w spółce, które miały charakter sporny. Przy dyskoncie w wysokości 29% kupujący uzyskiwał więc komfort, wyrażający się w tym, że „nie przepłaci” za udziały, choćby powód w niniejszym procesie wystąpił z roszczeniami 1695 względem Allegro.pl sp. z o.o.

1700 założeniu proste równanie matematyczne prowadzi do wniosku, że cena za „pełnowartościową” spółkę wynosiłaby 155 mln. zł¹⁵. Oznaczałoby to dalej, że współczynnik EV/S dla ceny 110 000 000 zł wynosi 0,54 zaś dla ceny 155 000 000 zł stanowi 0,76¹⁶. Intelktualnie użyteczne jest także założenie, że współczynnik EV/S przedstawiał się identycznie dla całego okresu 2011 – 2018. Znając obroty eBilet sp. z o.o. oraz eBilet Polska sp. z o.o. można łatwo wyliczyć wartość spółki na koniec każdego roku. Wyliczenie to obrazuje poniższy wykres:

¹⁴ 110 000 000 zł dzielone przez 205 000 000 zł

¹⁵ (110 000 000 zł x 100) : 71 = 154 929 577 zł. W razie zastosowania dyskonta przyjętego przez biegłego (37%) cena spółki „pełnowartościowej” wyniosłaby ca. 175 000 000 zł, co wynika z równania (110 000 000 zł x 100) : 63 = 174 603 174 zł.

¹⁶ Stosownie do równania 110 mln / 205 mln = 0,54 oraz 155 mln / 205 mln = 0,76



Legenda: linia niebieska – obroty eBilet; linia czerwona – wartość eBilet Polska sp. z o.o. dla współczynnika EV/S – 0,76; linia szara; wartość eBilet Polska sp. z o.o. dla współczynnika EV/S – 0,54. Kwadratami w kolorze szarym oznaczono wyceny poszczególnych ekspertów prywatnych, zaś kółkami czerwonymi wyceny komornika, aportu z 2014 r. oraz biegłego A. Zalewskiego.

1710

Warto zwrócić uwagę, że aż 5 wycen dokonanych wiele lat wcześniej przez ekspertów prywatnych, tj. dr hab. ekonomii Pawła Mielcarza, specjalistów od emisji giełdowych z VENTUS S.A. oraz analityka rynkowego Krzysztofa Mikulskiego idealnie wpasowuje się w linię wykresu będącą pochodną ceny „pełnowartościowej” spółki w 2018 r., w wysokości 155 mln zł. Ta zbieżność wycen z późniejszą o kilka lat transakcją nie została w żaden sposób skomentowana przez biegłego ze szkodą dla Opinii. Takie wyraźne odniesienie się pozwalaloby bowiem Sądowi na ocenę przydatności metody DCF (FCFF) zastosowanej przez biegłego, w szczególności na ocenę wiarygodności dokonanej wyceny w

1715

1720

1720 kontekście wskaźników (obrotów, EBITDA, CAPEX, wartości rezydualnej) przyjętych przez biegłego.

VII. Specjalizacja biegłego w zakresie wycen portali internetowych ?

1725

Pełnomocnik powoda w swej praktyce zawodowej nie ma zwyczaju dołączania do uwag do opinii biegłych argumentów adresowanych *ad personam*. Tym niemniej w obecnym sporze sytuacja jest szczególna o tyle, że w postanowieniu dowodowym Sąd dopuścił dowód z opinii biegłego „z zakresu wyceny przedsiębiorstw, posiadającego specjalizację w zakresie wyceny portali internetowych”.

1730

Jak już zaznaczono opinia zawiera przerastającą wszelkie wyobrażenia liczbę błędów, usterek, uchybień, przejawów nierzetelności zawodowej. Skala tego przeanalizowanego powyżej zjawiska jest tego rodzaju, że uzasadnione staje się postawienie pytania frontálnego: czy biegły istotnie jest specjalistą w zakresie wyceny portali internetowych? Ocena w tym zakresie należy oczywiście do Sądu. Jednakże, w zakresie jaki przystoi pełnomocnikowi, zwracam uwagę na następujące okoliczności:

1735

- w treści liczącej blisko 800 wersów opinii nie ma najmniejszej wzmianki, jakiegokolwiek odniesienia do praktyki rynku portali internetowych, panujących tam zwyczajów, zależności pomiędzy uzyskiwanymi wynikami, a cenami spotykanymi na rynku itp. Nie ma też odwołania do bodaj jednej transakcji, która wydarzyła się w realnym życiu ekonomicznym. Mówiąc wprost, biegły nie wychodzi poza techniczne stosowanie metody DCF (FCFF);

1740

- biegły jest niewątpliwie osobą o wysokich kwalifikacjach. Świadczy o tym *per se* posiadany stopień dr. hab. Ten tytuł nie przesądza jednak o tym, że te kwalifikacje obejmują wiedzę z zakresu wyceny portali internetowych;

1745

- należy wskazać, że wykształcenie biegłego oraz uzyskane stopnie naukowe dotyczą informatyki a nie wyceny portali internetowych;
- tematyka żadnej z publikacji naukowych biegłego nie obejmuje portali internetowych i związanych z nimi zagadnień ekonomicznych;

1750

- żaden z tematów prac doktorskich, w których był promotorem nie dotyczył zagadnień ekonomicznych portali internetowych;

1755

- dr. dokonuje wycen w ramach spółki „Wyceny i ekspertyzy. Instytut Rynku Nieruchomości , sp. z o.o.”. Wymieniona spółka zamieszcza na swojej stronie internetowej otrzymane od klientów pozytywne oceny swojej działalności. Należy uznać za charakterystyczne, że spośród 21 listów referencyjnych lwią część zajmują nieruchomości. Nie ma natomiast ani jednego, który byłby związany z wyceną portali internetowych;

1760

- rynek portali internetowych nie jest przesadnie szeroki, stąd też wiedza na temat jego funkcjonowania jest powszechna wśród podmiotów działających na tym rynku. W tym kontekście należy powiedzieć, że nie jest znany ani jeden przypadek, w którym wycena portalu internetowego przez stałaby się podstawą

do zawarcia transakcji, czy podjęcia innego poważnego działania ekonomicznego podjętego przez osoby zarządzające takimi portalami.

1765 W świetle przedstawionych okoliczności uzasadniony jest wniosek, że biegły dość pochoinnie uznał się specjalistą w zakresie wycen portali internetowych. W konsekwencji podjął się zadania, któremu nie podołał i którego wykonanie przekracza jego możliwości.

Dolączam dowód nadania pisma pod adresem pełnomocnika pozwanych.

1770

Boguda Korcasiwicz

radca prawny

1775 **Załączniki:**

- 1) Pismo Prezesa Sądu Okręgowego z 22 czerwca 2016 r. s. 2 (Załącznik nr 1);
- 2) Zeznania podatkowe PIT 36 L Powoda za lata 2005 – 2008 (Załączniki nr 2a -2d);
- 3) media plan jednej z głównych kampanii reklamowych w radiu Zet (Załącznik nr 3 – na CD);
- 1780 4) przykładowe faktury na plakatowanie miasta banerami (Załączniki nr 4a – 4e),
- 5) zdjęcie słupa reklamowego z banerem (Załącznik nr 5);
- 6) rachunek zysków i strat Eventim sp. z o.o. za lata 2010 r. - 2016 (Załączniki nr 6 a – 6 g);
- 7) wyliczenia dochodu PMP Systemy Komputerowe za lata 2004 – 2008 (Załączniki nr 7a – 7b);
- 8) Raport Finansowy dotyczący Ticketpro (Załącznik nr 8 na CD);
- 1785 9) Raport Finansowy dotyczący eBilet Polska (Załącznik nr 9 na CD);
- 10) pełnomocnictwo wraz z dowodem uiszczenia opłaty skarbowej (załącznik nienumerowany)
- 11) Wydruk dwóch publikacji na temat wycen przedsiębiorstw (załączniki nienumerowane)
- 12) Odpis uwag wraz z załącznikami dla biegłego.