

MC

580

SĄD OKRĘGOWY W ŁODZI

wpl. dnia 02. 11. 2015

Nr 2998 STARSZY INSPEKTOR SĄD. KOP.

Piotr Paprocki

Warszawa 30.X.2014

Ryszard Gądek  
 Biegły sądowy  
 Ul. Krasiczyńska 3/10  
 03-379 Warszawa

WPLYNEŁO 2015-12-04

Sąd Okręgowy w Łodzi  
 X Wydział Gospodarczy

Sygnatura akt: X GC 91/14

Pismo biegłego

Przedstawiono sędziemu:  
 dnia 04.11.15 podpis

Wysoki Sądzie,

W nawiązaniu do zlecenia sądu z dnia 5 X 2015r. (otrzymane 9.X) zlecającego mi wycenę spółki MIXFIRM sp. z o.o. w Warszawie metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych na styczeń 2014 r. w terminie 3 tygodni, uprzejmie informuję, po zapoznaniu z aktami sprawy, że we wskazanym terminie nie byłem w stanie opracować rzetelnej wyceny wskazanej firmy metodą DCF na styczeń 2014r.

Znajdujące się w aktach sprawy dotychczasowe wyceny metodą DCF są wg mnie metodologicznie poprawne Wycena metodą aktywów netto natomiast nie znajduje wystarczającego merytorycznego uzasadnienia, jako nie odzwierciedlająca rzeczywistych czynników wartościotwórczych takiej firmy na wczesnym etapie rozwoju i przynajmniej samoistnie nie powinna stanowić podstawowej metody wyceny.

Wyceniana spółka charakteryzuje się natomiast specyficznymi cechami, które powodują, że bardziej zasadne merytorycznie, dochodowe podejście (DCF) do jej wyceny charakteryzować się będzie dużą dozą subiektywizmu, odbijającego się na otrzymanych wynikach i ich, potencjalnie, znacznych rozbieżnościach w zależności od przyjętych założeń merytorycznych - trudnych do zweryfikowania a priori.

Subiektywizm ten związany jest z oceną perspektyw rynkowych rozwoju takiej spółki, związanymi z rynkiem nowych produktów i technologii, a zarazem będącej ciągle na początkowym etapie rozwoju biznesowego tj. etapie pozyskiwania środków finansowych na realizację podstawowych zamierzeń.

Z tego powodu, podstawowy element wyceny dochodowej tj. prognoza przychodów opierać by się musiała z konieczności na planach i oczekiwaniach zarządu spółki i głównych akcjonariuszy, a nie na dotychczasowych osiągnięciach i tendencjach.

Rzetelna weryfikacja realności zamierzeń i oczekiwań jest w takiej sytuacji zadaniem wymagającym głębokiej wiedzy specjalistycznej dotyczącej światowego rynku na porównywalne produkty i na pewno nie może być przeprowadzona w terminie 3 tygodni. Ponadto, taka weryfikacja wymagałaby wykorzystania i dostępu do informacji poufnych, co

Na oryginalne właściwe podpisy  
 Za zgodność świadczy:  
 Anna Szymańska

AS

w przypadku spółki , udziały w której są bardzo istotnym aktywem spółki Taxus Fund SA z akcjami notowanymi w obrocie publicznym, stanowiłoby dodatkowe utrudnienie. W tym przypadku, już na pierwszym etapie próby bezpośredniego pozyskania informacji tego typu, biegły natrafił na przeszkody formalne tj. brak postanowienia sądu wyznaczającego go na biegłego w zastępstwie biegłego wskazanego wcześniej w aktach sprawy, co skutkowało odmową ze względów formalnych udzielania informacji (pismo biegłego i odpowiedź zarządu MIXFIRM sp. z o.o. w załączeniu).

**Biegły zwraca zarazem uwagę, że poza przeszkodami formalno-metodologicznymi, analiza akt dostarcza wg niego argumentów przemawiających za innym metodologicznie podejściem do problemu określenia na jakim poziomie, a przynajmniej w jakim przedziale, zawierała się potencjalnie wartość godziwa firmy MIXFIRM sp. z o.o. na styczeń 2014r.**

Wnioskując z akt, że podstawowym problemem w sprawie jest stwierdzenie, czy bardzo znaczące rozbieżności w wynikach wyceny metodą DCF na grudzień 2012r. (18.12.2012) na kwotę **9.800 tys. zł** wykonanej przez biegłą (A.Hajduk) i **289.000 tys. zł** na 31.12.2013r. przedstawione przez zarząd firmy Taxus Fund SA a opiniowane pozytywnie przez tą samą biegłą, nie świadczą o nierzetelnym lub błędnym przyjęciu **wartości godziwej** udziałów w spółce MIXFIRM sp. z o.o. w procesie wnoszenia ich aportem do spółki Taxus Fund SA ( w zamian za akcje serii C tej spółki dla udziałowców spółki MIXFIRM sp. z o.o. w oparciu o uchwały NWZA Taxus Fund SA ze stycznia 2014r).

W aktach nie ma bowiem informacji o obiektywnych zdarzeniach w okresie pomiędzy tymi wycenami, które mogłyby uzasadniać tak znaczące rozbieżności w otrzymanych wynikach. Podstawą tych rozbieżności były więc różne założenia przyjęte do prognozy DCF w szczególności przyszłych przychodów związanych z zamierzeniami rozwojowymi spółki MIXFIRM , w tym z ekspansją poza rynek krajowy, np. na rynek USA.

Jak biegły wskazał wcześniej ocena takich zamierzeń jest oceną subiektywną. Biegła A.Hajduk wskazywała w swojej opinii o wycenie z grudnia 2013r. przygotowanej przez zarząd Taxus Fund SA, że nie weryfikowała przedstawianych jej zamierzeń rozwojowych zarządu.

Oznacza to, że kluczem do stwierdzenia czy otrzymane wyniki odpowiadają wartości godziwej jest stwierdzenie realności takich zamierzeń rozwojowych<sup>1</sup>. Weryfikacja taka może być przeprowadzana drogą czaso- i kosztochłonnych analiz z zastrzeżeniami wskazanymi wcześniej. Jednak i tak w ostatecznym efekcie sprowadzałoby się to do otrzymania hipotetycznych prognoz szans rozwojowych wycenianego podmiotu, z możliwością zgłaszania szeregu zastrzeżeń co do przyjmowanych założeń. Każda zmiana założenia oznacza zaś zmianę otrzymanych wyników wyceny. Jest to nieodłączna cecha metod wyceny w podejściu dochodowym(DCF). W szczególności wada ta dotyczy wycen podmiotów, które zasadniczą działalność mają dopiero realizować. Stąd też metoda ta jest zalecana (z szeregiem zastrzeżeń metodologicznych) przede wszystkim ze względu na fakt,

<sup>1</sup> Przy czym należy zwrócić uwagę, że spółka Taxus Fund SA przed pozyskaniem udziałów w spółce MIXFIRM nie wykazywała sama potencjału rozwojowego, a więc potencjalnie nie pogarszała w rezultacie swoich perspektyw poprzez samo przejęcie MIXFIRM sp. z o.o. i oparcie się na potencjale tej spółki. Świadczą o tym notowania jej akcji które w okresie od debiutu w dniu 4.01.2011r. z poziomu **1,27 zł** na otwarciu spadły do poziomu **0,04 zł** na 30.12.2013r.

Należy ostatecznie podpisać  
za zgodności świadczy:  
[Signature]  
[Stamp]

[Signature]

172

jak to wskazywano i w materiałach w aktach niniejszej sprawy (k446), braku innych informacji, jak np. historii działalności i porównań rynkowych.

Jeśli weźmie się jednak pod uwagę, że celem działań zmierzających do włączenia MIXFIRM sp. z o.o. do Taxus Fund SA było w ostatecznym efekcie umożliwienie rozwoju obu firm a w szczególności pozyskanie środków finansowych na realizację zamierzeń rozwojowych od inwestorów zewnętrznych oraz , że spółka Taxus Fund była i jest notowana w publicznym obrocie, to w przeciwieństwie do szeregu innych firm rozpoczynających działalność **mamy w tym przypadku możliwość wykorzystania w wycenie metody rynkowej.**

Przemawiają za tym następujące argumenty:

- a) Akcje spółki Taxus Fund SA były notowane na otwartym rynku New Connect zarówno przed jak i po dokonaniem wniesieniu udziałów spółki MIXFIRM do Taxus Fund SA.
- b) Uczestnictwo w obrotach na rynku publicznym oznacza obowiązek dostarczania publicznie informacji o zamierzeniach i faktach związanych z zamiarami np. podniesienia kapitału przez nową emisję akcji. Tym samym potencjalni inwestorzy i akcjonariusze mają dostęp do informacji o takich zamiarach i o dokonanych transakcjach. Tak też było w tym przypadku.
- c) Można uznać , że akcjonariusze i inni uczestnicy rynku (potencjalni inwestorzy) mieli udostępnioną wystarczającą informację o zasadach przejmowania udziałów w spółce MIXFIRM przez spółkę Taxus Fund SA i o zasadach (parametrach) tego przejęcia
- d) Tym samym i akcjonariusze aktualni i potencjalni inwestorzy mogli samodzielnie oceniać ryzyko związane z operacją przejęcia udziałów w spółce MIXFIRM na wskazanych zasadach i reagować w zależności od tej oceny.
- e) Ocena ryzyka dotyczyła nie tylko samego faktu przejęcia udziałów ale i adekwatności wymiany udziałów na akcje.
- f) Aktualni akcjonariusze jak i potencjalni inwestorzy byli świadomi faktu, że w efekcie zamiany udziałów w MIXFIRM sp. z o.o. na akcje nowej emisji serii C w Taxus Fund SA następuje „rozwodnienie” akcji w tej ostatniej i potencjalnie<sup>2</sup> zwiększenie liczby akcji w obrocie publicznym
- g) Naturalną reakcją uczestników rynku publicznego w przypadku negatywnej oceny zamierzeń zarządu firmy jest wyprzedaż posiadanych akcji, skutkująca na ogół obniżką cen, natomiast w przypadku oceny pozytywnej wzrost zainteresowania akcjami i potencjalna wyżka kursu akcji.

Biorąc pod uwagę powyższe mieliśmy do czynienia z sytuacją w której uczestnicy rynku mieli świadomość, przy zachowaniu należytej staranności, że przejmowana jest spółka „startupowa”, która swoje podstawowe zamierzenia ma zamiar dopiero realizować i to na rynku nowych produktów.

Znane były zasady przejęcia i parytety (cena) objęcia akcji w zamian za udziały. W efekcie objęto: 12305 udziałów w MIXFIRM sp. z o.o. spośród 14000 tj. 87,89% w zamian za

2 116 755 320 akcji serii C (01-06)

<sup>2</sup> Akcje serii C będą dopiero dopuszczone do obrotu nie wcześniej niż w II kwartale 2016r.

adekwatna ilość udziałów MIXFIRM	Seria akcji Taxus Fund SA	Objęta ilość akcji Taxus Fund SA <sup>3</sup>
11070	C01	1 904 305 680
200	C02	34 404 800
33	C03	5 676 792
1	C04	172 024
1	C05	172 024
1000	C06	172 024 000
<b>12305</b>		<b>2 116 755 320</b>

Akcje były obejmowane ostatecznie wg ceny 0,12 zł za akcję (przy cenie nominalnej 0,1 zł/akcję) co oznaczało, że objęto za 87,89% udziałów (12305) w MIXFIRM za kwotę:

254 010 638 zł.

Odpowiadało to **nominalnej** wycenie 100% udziałów w MIXFIRM sp. z o.o. na poziomie 289.000.320 zł a więc wg wyceny biegłej A.Hajduk na 31.12.2013r.

Należy jednak zwrócić uwagę, że wobec rynkowej ceny akcji Taxus Fund SA utrzymującej się w okresie **18.12.2013-30.01.2014 na poziomie 0,04 zł** za akcję, rzeczywista wartość jaką przypisano firmie MIXFIRM sp. z o.o. w efekcie tej transakcji, wynosiła

**96 333 440,00 zł** (0,04\* 2.116.755.320/87,89%).

Wartość ta wynika z rynkowej wyceny notowanych wówczas w obrocie akcji Taxus Fund SA (4gr/akcję)<sup>4</sup> i ilości objętych akcji serii C (pomijając nawet kwestie ich ograniczonej płynności z racji niedopuszczenia do obrotu).



Tak więc rzeczywistą wartością odniesienia jako do wartości godziwej firmy MIXFIRM sp. z o.o. była kwota wskazana powyżej, wyznaczona wartością rynkową objętych akcji Taxus Fund SA za 87,89% udziałów w MIXFIRM sp. z o.o.

Oznacza to konsekwentnie, że rzeczywista wartość rynkowa obejmowanych akcji za udziały stanowiła 1/3 ich wartości transakcyjnej (w ramach zamiany udziałów na akcje i podnoszenia kapitału Taxus Fund S.A.). W dacie bowiem przyznawania akcji za udziały po

<sup>3</sup> Ilości akcji przydzielone ostatecznie, po uregulowaniu nominalnej wartości akcji na poziomie 0,1 zł za akcję (Split)

<sup>4</sup> Co oznaczało wycenę całej spółki Taxus Fund SA na poziomie **568 326,48 zł**

Wzajemnie wiążące podpisy  
Za zgodność świadczy:  
Sędziarstwo  
Alicja Kozłowska

cenie transakcyjnej **12 gr za akcję** cena rynkowa akcji Taxus Fund SA notowanych w obrocie publicznym **wynosiła 4 gr za akcję**.

**Cena ta (kurs akcji) utrzymywała się przez kilka miesięcy, z tendencją wzrostową nawet do 10 gr/akcję, także po podniesieniu kapitału w Taxus Fund w efekcie wniesienia udziałów spółki MIXFIRM.**

W oparciu o modelowe<sup>5</sup> działanie mechanizmu rynkowego można więc wyciągnąć **wniosek**, że „rynek zaakceptował” de facto parametry zawartej transakcji a więc i wycenę wartości firmy MIXFIRM na poziomie

**96 333 440,00 zł za 14000 udziałów w spółce MIXFIRM sp. z o.o.**

**jako wartość realną a więc i godziwą wg realiów rynkowych stycznia 2014 roku.**


Powyzszą wartość można też interpretować, jako faktyczną wycenę wartości udziałów w MIXFIRM sp. z o.o. jaka została zrealizowana przez jej udziałowców jak i akcjonariuszy firmy Taxus Fund S.A. Zważywszy zaś na fakt, że kursy akcji spółki do 28.X.2015 r przewyższały na ogół (nawet do 2,5- krotności tj. 10/4 gr za akcję) kurs 4gr/akcję, akcje serii AB będące w posiadaniu akcjonariuszy przed analizowaną transakcją, nie tylko nie straciły ale nawet zyskały na wartości mimo nominalnego „rozwodnienia”. Należy przy tym podkreślić, że do dnia dzisiejszego (28.X.2015) jedynie te akcje (serii AB) były dopuszczone faktycznie do obrotu publicznego, co oznacza, że wartość rynkowa akcji serii C była dodatkowa ograniczona ich mniejszą płynnością.

**Podsumowując**, mimo przyjęcia w styczniu 2014r do celów ustalenia parytetów wymiany udziałów w spółce MIXFIRM sp. z o.o. na akcje spółki Taxus Fund SA, na poziomie z wyceny z 31.12.2013r. tj. 289 000 320,00 za 100% udziałów, **rzeczywistą wartością rozliczeniową firmy MIXFIRM, którą można identyfikować z wartością godziwą, była wartość 96 333 440,00 zł** a więc 3-krotnie niższa od wartości z wyceny, stanowiącej podstawę formalną parytetów wymiany udziałów na akcje dla udziałowców spółki MIXFIRM..

**Wartość ta została faktycznie zaakceptowana przez „rynek” akcyjny**, poprzez brak negatywnych reakcji w postaci obniżenia kursu akcji, które można by wiązać ze zrealizowanym podniesieniem kapitału. Przeciwnie, w okresie 2014-2015 można zaobserwować nawet trend wzrostowy cen akcji będących w obrocie publicznym tj serii AB, co oznacza, że akcjonariusze posiadający te akcje ewidentnie nie zanotowali obniżenia wartości posiadanych akcji mimo nominalnego „rozwodnienia” ich udziału w akcjonariacie.

W mojej opinii jako biegłego, kolejne wyceny metodą DCF na styczeń 2014r. nie przyniosą istotnie bardziej wiarygodnych oszacowań wartości godziwej spółki MIXFIRM sp. z o.o. na styczeń 2014r. a na pewno zwiększą czasochłonność i koszty postępowania w sprawie

<sup>5</sup> Modelowe czyli „idealne” co jak wiadomo nigdy nie ma miejsca, więc można mówić tylko o zasadniczych trendach

Opinia biegłego z wykształceniem prawnym  
za zgodnością świadka  


Konsekwentnie do przedstawionego stanowiska jako biegłego, w załączeniu zwracam również otrzymane akta sprawy , po zapoznaniu, oraz załączam rachunek w 2 egzemplarzach z kartą pracy biegłego do uznania Wysokiego Sądu co do sposobu dalszego procedowania.

Z poważaniem

Dr Ryszard Gądek  
biegły Sądu Okręgowego w Warszawie w zakresie:  
ekonomii

Załączniki:

finansów przedsiębiorstw  
wyceny akcji i udziałów  
planów, podziałów, przekształceń, połączeń spółek

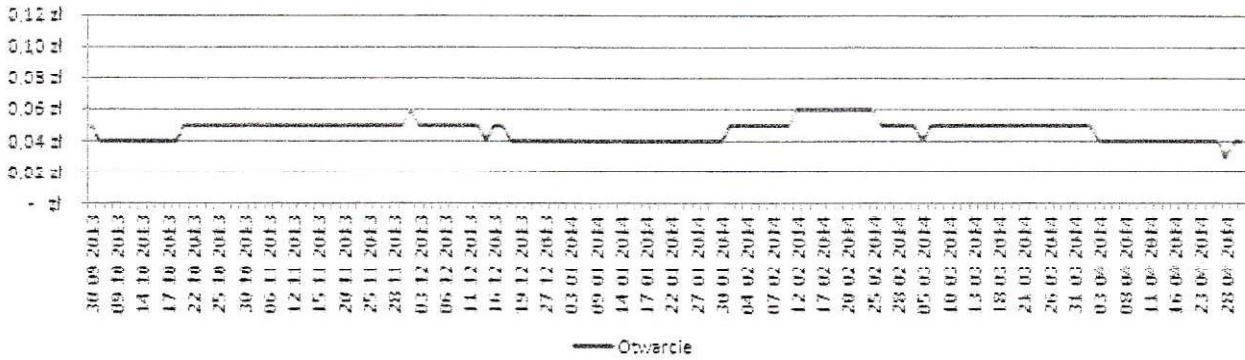
1. Notowania akcji spółki Taxus Fund SA. (kurs otwarcia i wolumen obrotu w okresie 30.09.2013-30.04.2014)
2. Pismo biegłego do zarządu MIXFIRM sp. z o.o. i odpowiedź zarządu
3. Rachunek i karta pracy biegłego – 2 egz.
4. Akta sprawy - 3 tomy

Na oryginale właściwe podpisy  
za zgodność świadczy:

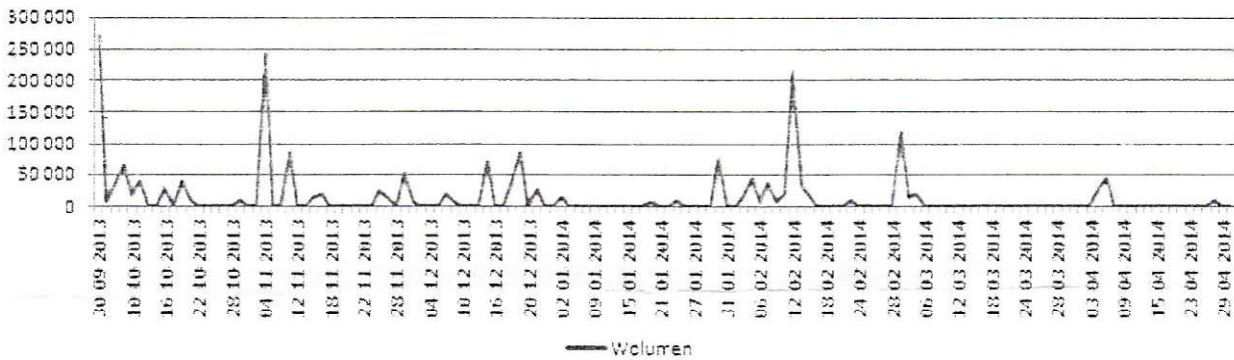
Anna Szymańska

186

### Otwarcie



### Wolumen



Na oryginale widnieją podpisy  
za zgodność świadczą:

*[Signature]*  
Anna Bymalska