

Sprawozdanie rewidenta ds. szczególnych

w zakresie

analizy transakcji podwyższenia kapitału spółki e-Muzyka S.A.
poprzez emisję nowych akcji zwykłych imiennych serii F
w drodze subskrypcji prywatnej

dr hab. Dawid Szutowski

rewident ds. szczególnych

wyznaczony w trybie art. 85 Ustawy z dnia
29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i
warunkach wprowadzania instrumentów
finansowych do zorganizowanego
systemu obrotu oraz o spółkach
publicznych

Poznań, 03.03.2023

SPIS TREŚCI

<i>Zlecenie wydania Sprawozdania</i>	<i>5</i>
<i>Informacja w sprawie Rewidenta ds. szczególnych sporządzającego Sprawozdanie</i>	<i>5</i>
<i>Cele szczegółowe Sprawozdania</i>	<i>9</i>
<i>Deklaracja niezależności Rewidenta ds. szczególnych</i>	<i>10</i>
<i>Podstawa wydania Sprawozdania. Źródła informacji</i>	<i>11</i>
<i>Zastrzeżenia</i>	<i>22</i>
<i>Metodologia badania</i>	<i>23</i>
<i>Słownik</i>	<i>24</i>
<i>Wstęp</i>	<i>25</i>
<i>1. Oznaczenie stron Transakcji oraz chronologicznego jej przebiegu. Ustalenie uwarunkowań prawnych przedmiotowej Transakcji</i>	<i>31</i>
<i>2. Określenie ekonomicznej celowości przedmiotowej Transakcji pod kątem interesów Spółki</i>	<i>42</i>
2.1. <i>Możliwości rozwoju Spółki</i>	<i>42</i>
2.2. <i>Korzyści w rozwoju zewnętrznym</i>	<i>45</i>
2.3. <i>Ekonomiczna celowość Transakcji</i>	<i>46</i>
2.4. <i>Stanowisko Spółki w zakresie celowości Transakcji</i>	<i>48</i>
<i>3. Ocena kondycji finansowej Spółki, Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. przy wykorzystaniu wybranych metod analizy finansowej</i>	<i>62</i>
3.1. <i>Łączna ocena Going sp. z o.o. oraz Empik Ventures sp. z o.o.</i>	<i>62</i>
3.2. <i>Podstawowy charakter prowadzonego badania</i>	<i>64</i>
3.3. <i>Metodyka analizy finansowej i techniczno-ekonomicznej</i>	<i>66</i>
3.3.1. <i>Uwagi wstępne do metodyki</i>	<i>66</i>
3.3.2. <i>Wskaźniki</i>	<i>69</i>
3.4. <i>Wyniki badania</i>	<i>94</i>
<i>4. Określenie prawidłowości i aktualności założeń o charakterze finansowym oraz techniczno-ekonomicznym uzasadniających racjonalność ekonomiczną przeprowadzenia Transakcji ...</i>	<i>127</i>
4. 1. <i>Brak identyfikacji potencjalnych kandydatów do przejęcia</i>	<i>127</i>
4. 2. <i>Brak wyceny synergii</i>	<i>130</i>
4. 3. <i>Brak pokrycia w strategii spółek działających w ramach grupy kapitałowej Empik.</i>	<i>133</i>

5. Ustalenie czy wykonane analizy i prognozy były wystarczające do podjęcia decyzji o przeprowadzeniu Transakcji z należytych rozeznaniem i starannością.....	139
5.1. Podstawy metodyczne należytego rozpoznania i staranności w zakresie analiz i prognoz.....	139
5.2. Ocena rozpoznania i staranności w zakresie analiz i prognoz.....	143
6. Ustalenie prawidłowości założeń dotyczących ewentualnych specyficznych synergii generowanych w związku z przeprowadzeniem Transakcji.....	144
6.1. Pojęcie synergii.....	144
6.2. Stanowisko Spółki w zakresie ewentualnych efektów synergii	146
7. Określenie realnych finansowych i techniczno-ekonomicznych efektów przeprowadzenia Transakcji na tle przyjętych założeń	154
7.1. Uwagi wstępne	154
7.2. Wyniki badania	157
8. Ustalenie okoliczności podjęcia przez organy Spółki decyzji o realizacji przedmiotowej Transakcji oraz osób odpowiedzialnych za podjęcie decyzji w tym zakresie	171
9. Zbadanie pod kątem zgodności z właściwymi przepisami prawa oraz regulacjami korporacyjnymi podjęcia decyzji o realizacji Transakcji, a następnie realizacji Transakcji.....	175
10. Ustalenie czy przed realizacją przedmiotowej Transakcji wykonywane były analizy, wyceny lub inne opracowania.....	180
11. Ustalenie czy podjęte przez strony Transakcji decyzje o realizacji Transakcji poprzedzone były uzyskaniem odpowiednich zgód korporacyjnych.....	182
12. Zbadanie i wyjaśnienie powiązań osobowych między Spółką a Empik S.A. oraz Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o.	184
13. Analiza rzetelności wyceny wartości spółki Going sp. z o.o. na dzień 31.10.2020 r. oraz spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31.10.2020 r.	187
13.1. Odstępstwa od standardów wyceny w wycenach spółek Going sp. z o.o. oraz e-Muzyka S.A.	187
13.1.1. Wybór niewłaściwego rodzaju wyceny	187
13.1.2. Wybór niewłaściwego standardu wartości	188
13.2. Odstępstwa od standardów wyceny w wycenie spółki Going sp. z o.o.	190
13.2.1. Podsumowanie założeń przyjętych w wycenie spółki Going sp.z o.o.....	190
13.2.2. Merytoryczny komentarz do wyceny przygotowanej przy wykorzystaniu metody symulacji Monte Carlo	190
13.2.3. Merytoryczny komentarz do wyceny przygotowanej przy wykorzystaniu metody mnożnikowej	194
13.3. Odstępstwa od standardów wyceny w wycenie spółki e-Muzyka S.A.	198

13.3.1.	Podsumowanie założeń przyjętych w wycenie spółki e-Muzyka S.A.....	198
13.3.2.	Merytoryczny komentarz do wyceny przygotowanej przy wykorzystaniu metody rynkowej.....	199
14.	<i>Analiza prawidłowości parytetu wymiany udziałów spółki Empik Ventures sp. z o.o. na akcje spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31.10.2020 r.</i>	206
14.1.	Błędy w wycenie Empik Ventures sp. z o.o. a prawidłowość parytetu	206
14.2.	Niewłaściwe założenie w zakresie potraktowania pożyczki jako elementu kapitału 207	
14.3.	Pozostałe wątpliwości	210
15.	<i>Analiza działań podjętych po dacie wyceny.....</i>	211
15.1.	Analiza rzetelności i terminowości raportowania finansowego.....	211
15.2.	Analiza komunikacji działań prowadzonych przez spółkę e-Muzyka S.A.	213
15.3.	Teoretyczne podstawy racjonalności ewentualnego <i>delistingu</i>	246
	<i>Podsumowanie.....</i>	<i>249</i>
	<i>Lista tabel.....</i>	<i>252</i>
	<i>Lista wykresów.....</i>	<i>254</i>
	<i>Zakończenie</i>	<i>255</i>
	<i>Załącznik 1 – Analiza udostępnionej dokumentacji</i>	<i>256</i>

Zlecenie wydania Sprawozdania

Niniejsze sprawozdanie (dalej zwane: „Sprawozdaniem” lub „Opinią”) zostało wydane na podstawie postanowienia Sądu Rejonowego dla m. st. Warszawy w Warszawie, XIV Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego w sprawie sygn. akt WA XIV Ns Rej KRS 32588/22/452, z dnia 06.12.2022 w przedmiocie wyznaczenia rewidenta do spraw szczególnych (zwane dalej „**Postanowieniem**”), zgodnie z treścią którego postanowiono:

1. wyznaczyć biegłego w osobie dr Dawida Szutowskiego wpisanego na listę biegłych sądowych (adres do korespondencji: ulica Palacza 120d/8, 60-278 Poznań) jako rewidenta ds. szczególnych, o którym mowa w art. 84 ust 1 Ustawy z dnia 29 lipca 2005r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2021 r., poz 1983) dla spółki E-Muzyka Spółka Akcyjna w celu zbadania na koszt spółki zagadnień związanych z prowadzeniem spraw spółki szczegółowo określonych w projekcie uchwały w sprawie powołania biegłego rewidenta do spraw szczególnych poddanej pod głosowanie w ramach punktu 11 porządku obrad Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia Spółki z dnia 29 czerwca 2022 r. odbytego w Warszawie i zaprotokołowanego przez notariusza Martę Józefinę Pruszczyńską w akcie notarialnym rep. A nr 5024/2022 (uchwała nr 16/06/2022)
2. ustalić, że koszty przedmiotowego badania poniesie spółka.

Informacja w sprawie Rewidenta ds. szczególnych sporządzającego Sprawozdanie

Sprawozdanie sporządził dr hab. Dawid Szutowski (zwany dalej również „**rewidentem ds. szczególnych**” lub „**biegłym sądowym**”), który jest pracownikiem naukowym Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu oraz biegłym sądowym wpisanym na listę biegłych sądowych przy Sądzie Okręgowym w Poznaniu. Poniżej zawarto najważniejsze informacje biograficzne dotyczące Rewidenta ds. szczególnych.

Praca naukowa

Dr hab. Dawid Szutowski pracuje na stanowisku Profesora Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu w Katedrze Controllingu, Analizy Finansowej i Wyceny, w Instytucie Rachunkowości i Zarządzania Finansami na Uniwersytecie Ekonomicznym w Poznaniu. Sześciokrotnie efekty prowadzonych przez niego badań ukazały się w najbardziej uznanych na Świecie czasopismach, znajdujących się na tzw. Liście Filadelfijskiej. Ponadto, badania poświęcone modelowaniu zmian wartości dla akcjonariuszy zostały nagrodzone m.in. przez Ministra Nauki i Szkolnictwa

Wyższego Jarosława Gowina oraz przez fundację Narodowego Banku Polskiego. Dotychczasowe osiągnięcia naukowe obejmują przede wszystkim:

- autorstwo ponad 60 publikacji naukowych z obszaru finansów, ekonomii i zarządzania,
- autorstwo 6 publikacji naukowych, które ukazały się w czasopismach znajdując się na tzw. Liście Filadelfijskiej. Ta międzynarodowa, prestiżowa lista zawiera najbardziej uznane czasopisma naukowe na Świecie,
- samodzielne autorstwo monografii naukowej poświęconej koncepcji wartości dla akcjonariuszy pt. "Innovation and market value",
- samodzielne autorstwo monografii naukowej pt. „Management Control Systems, Decision-Making and Innovation Development” wydanej w Nowym Jorku nakładem wydawnictwa Routledge,
- piastowanie stanowiska Eksperta Narodowego Centrum Nauki,
- piastowanie stanowiska Recenzenta Narodowego Centrum Nauki,
- kierownictwo i wykonawstwo w trzech grantach Narodowego Centrum Nauki,
- piastowanie pozycji głównego wykonawcy w grantie Ministerstwa Edukacji i Nauki,
- piastowanie pozycji głównego wykonawcy w grantie międzynarodowym,
- członkostwo w komitetach redakcyjnych czasopism naukowych, w tym czasopisma Financial Forum,
- piastowanie stanowiska recenzenta w wielu czasopismach naukowych, w tym czasopisma International Journal of Comparative Management,
- członkostwo w międzynarodowych organizacjach naukowych, w tym: Eurasia Business and Economics Society oraz Global International Scientific Analytical Project z siedzibą w Londynie,
- uczestnictwo w ponad 40 konferencjach naukowych,
- uczestnictwo w stypendiach naukowych we Francji, Chinach i Turcji.

Problematyka badawcza podejmowana w pracy naukowej, w tym przede wszystkim w ramach grantów naukowych, obejmuje przede wszystkim:

- wycenę przedsiębiorstw i ich zorganizowanych części,
- modelowanie zmian wartości dla akcjonariuszy,
- zarządzanie wartością przedsiębiorstwa,
- ekonometryczne modelowanie procesów,
- analizę i ocenę ekonomiczno-finansową działalności przedsiębiorstw,
- analizę efektywności ekonomicznej przedsięwzięć inwestycyjnych,
- wykorzystanie zaawansowanych metod statystycznej analizy danych.

Powyższe badania naukowe, dotyczące wartości dla akcjonariuszy, znalazły uznanie w oczach takich poważanych instytucji jak Narodowy Bank Polski czy Ministerstwo Nauki i Szkolnictwa Wyższego. Prowadzone badania były wielokrotnie wyróżniane i nagradzane. Najważniejsze wyróżnienia to:

- 2019 – indywidualna nagroda Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego przyznana przez Ministra Jarosława Gowina dla młodych wybitnych naukowców, którzy prowadzą innowacyjne badania naukowe na wysokim poziomie i cieszą się imponującym dorobkiem naukowym o wysokim prestiżu i międzynarodowym zasięgu,
- 2019 oraz 2022 – Indywidualna Nagroda I stopnia przyznana przez Rektora Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu (dwukrotnie),
- 2016 oraz 2015 – nagroda fundacji Narodowego Banku Polskiego za badania nad modelowym ujęciem zmian wartości dla akcjonariuszy (dwukrotnie),
- 2012, 2013, 2014, 2015 – stypendium dla najlepszych doktorantów Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu (czterokrotnie),
- 2012, 2013, 2014, 2015 – stypendium na dofinansowanie zadań projakościowych przyznawane przez Rektora Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu (czterokrotnie).

W ramach działalności dydaktycznej dr hab. Dawid Szutowski prowadzi wykłady i ćwiczenia z takich przedmiotów jak: analiza finansowa, zarządzanie wartością przedsiębiorstwa, controlling, analiza strategiczna kosztów oraz financial analysis.

Współpraca z sądami i praktyką gospodarczą

Dr hab. Dawid Szutowski jest aktywnym biegłym sądowym wpisanym na listę biegłych sądowych przy Sądzie Okręgowym w Poznaniu z zakresu analizy ekonomicznej, w tym w szczególności:

- wyceny przedsiębiorstw i ich zorganizowanych części (związanej z fuzjami, przejęciami, sprzedażą, podziałami, wniesieniem aportu, ustalaniem parytetu wymiany udziałów i/lub akcji, itp.),
- analizy finansowej i techniczno-ekonomicznej przedsiębiorstw (związanej z określaniem strat i utraconych korzyści, oceną efektów zdarzeń gospodarczych, oceną przyczyn i skutków zaburzeń normalnego funkcjonowania przedsiębiorstw, oceną sytuacji akcjonariuszy mniejszościowych, itp.),
- analizy zagrożenia upadłością (związanej z wyznaczaniem momentu właściwego do złożenia wniosku o ogłoszenie upadłości przedsiębiorstwa),
- analizy efektywności ekonomicznej przedsięwzięć inwestycyjnych.

W ramach swojej działalności rewident ds. szczególnych sporządził ponad 50 opinii na zlecenie sądów i prokuratur oraz opinii prywatnych. Prócz tego sporządził liczne niezależne ekspertyzy i analizy sektorowe na potrzeby inwestorów prywatnych. Dr hab. Dawid Szutowski przygotowywał opinie na zlecenie takich sądów i prokuratur jak np.: Sąd Okręgowy w Poznaniu, Sąd Okręgowy w Warszawie oraz liczne Sądy Rejonowe w całym kraju. Opinie te obejmowały przede wszystkim:

- analizę i ocenę finansową i techniczno-ekonomiczną przedsiębiorstw związaną np. z przyczynami i skutkami zaburzeń normalnego funkcjonowania przedsiębiorstw,

określeniem utraconych korzyści przedsiębiorstw, wyznaczaniem momentu właściwego do złożenia wniosku o ogłoszenie upadłości przedsiębiorstw, analizą finansową jednostek samorządu terytorialnego itp.,

- wycenę przedsiębiorstw związaną z ich fuzjami, przejęciami czy podziałami,
- wycenę zorganizowanych części przedsiębiorstw, np. na potrzeby wniesienia aportu,
- analizę efektywności ekonomicznej przedsięwzięć inwestycyjnych.

Dotychczasowy dorobek rewidenta ds. szczególnych obejmuje ponadto przygotowanie kilkudziesięciu ekspertyz i analiz sektorowych dotyczących m.in.:

- wyceny przedsiębiorstw i ich zorganizowanych części,
- doradztwa w zakresie opłacalności inwestycji,
- analiz sektorowych, badań rynku i projekcji sytuacji biznesowej,

Przygotowane przez rewidenta ds. szczególnych ekspertyzy, raporty analityczne i opinie sądowe dotyczyły zarówno spółek mikro, MŚP, jak i dużych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w tym, największych spółek w kraju wchodzących w skład indeksu WIG20 oraz spółek umieszczonych historycznie na liście strategicznych spółek Ministra Skarbu Państwa. Posiadam doświadczenie w kierowaniu zespołami biegłych, w tym również w sporach, w których wartość przedmiotu sporu przekracza 1 mld zł. Ponadto, liczne ekspertyzy, opinie i raporty z zakresu wyceny przedsiębiorstw, analizy opłacalności inwestycji i formułowania strategii oraz planowania finansowego zostały sporządzone na potrzeby innych inwestorów prywatnych.

Wykształcenie

Zarówno działalność naukowa, jak i praca biegłego sądowego poprzedzone zostały uzyskaniem kierunkowego wykształcenia w obszarze ekonomii i finansów obejmującego studia doktoranckie, trzy półroczne zagraniczne stypendia naukowe oraz udział w programie International MBA:

- 2022 - obecnie Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu – doktor habilitowany nauk o zarządzaniu i jakości,
- 2012 – 2016 Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu – doktor nauk ekonomicznych,
- 2015 – 2016 Okan University, Stambuł, Turcja, Erasmus – kierunek: financial analysis,
- 2011 – 2012 Nanjing University, Nanjing, Chiny – International MBA (jeden semestr),
- 2010 – 2012 Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu – magister ekonomii,
- 2009 – 2010 Universite de Picardie Jules Verne, Amiens, Francja, Erasmus – kierunek: economie,
- 2007 – 2010 Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu – licencjat ekonomii.

Cele szczegółowe Sprawozdania

Celem niniejszego Sprawozdania była analiza transakcji podwyższenia kapitału Spółki o kwotę 664.314,50 zł, tj. z kwoty 751.666,60 zł do kwoty 1.415.981,10 zł poprzez emisję 6.643.145 nowych akcji zwykłych imiennych serii F o wartości nominalnej 0,10 zł każda i łącznej wartości nominalnej 664.314,50 zł, w drodze subskrypcji prywatnej poprzez złożenie przez Spółkę oferty objęcia akcji serii F skierowanej do EMPIK S.A., za wkład niepieniężny w postaci 50.000 udziałów w spółce EMPIK VENTURES sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie, stanowiących 100 % kapitału zakładowego tej spółki oraz uprawniających do wykonywania 100 % głosów na jej zgromadzeniu wspólników (dalej jako „**Transakcja**”).

Przedmiot i zakres przeprowadzonego badania przez rewidenta ds. szczególnych został ustalony w Postanowieniu i obejmował zbadanie sposobu prowadzenia spraw spółki e-Muzyka S.A. oraz dokonanie niezbędnych ustaleń w zakresie:

- 1) Oznaczenie stron przedmiotowej Transakcji oraz chronologicznego jej przebiegu,
- 2) Ustalenie uwarunkowań prawnych przedmiotowej Transakcji,
- 3) Określenie ekonomicznej celowości przedmiotowej Transakcji pod kątem interesów Spółki,
- 4) Ocenę kondycji finansowej Spółki, Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. w okresie 01.2015–06.2022 przy wykorzystaniu wybranych metod analizy finansowej,
- 5) Określenie prawidłowości i aktualności założeń o charakterze finansowym oraz techniczno-ekonomicznym uzasadniających racjonalność ekonomiczną przeprowadzenia Transakcji,
- 6) Ustalenie czy wykonane analizy i prognozy (dalej „Analizy”) były wystarczające do podjęcia decyzji o przeprowadzeniu Transakcji z należyтым rozeznaniem i starannością, czy istniały podstawy, aby rozszerzyć, powtórzyć lub zweryfikować przeprowadzone Analizy przed podjęciem decyzji o przeprowadzeniu Transakcji, z uwagi na ich ograniczony zakres, rozbieżności, nieoczekiwane wyniki lub inne przesłanki,
- 7) Ustalenie prawidłowości założeń dotyczących ewentualnych specyficznych synergii generowanych w związku z przeprowadzeniem Transakcji,
- 8) Określenie realnych finansowych i techniczno-ekonomicznych efektów przeprowadzenia Transakcji na tle przyjętych założeń, w tym w szczególności poprzez przeprowadzenie kompleksowej analizy finansowej i techniczno-ekonomicznej obejmującej całościowo następujące obszary: – przychody, – koszty, – wynik finansowy, – rentowność, – sytuacja majątkowa, – sytuacja kapitałowa, – pokrycie finansowe majątku, – płynność finansowa, – aktywa niematerialne i działalność innowacyjna, – efektywność gospodarowania, – wspomaganie operacyjne i finansowe, – tworzenie wartości, – pozycja przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym,

- 9) Ustalenie okoliczności podjęcia przez organy Spółki decyzji o realizacji przedmiotowych transakcji oraz osób odpowiedzialnych za podjęcie decyzji w tym zakresie,
- 10) Zbadanie pod kątem zgodności z właściwymi przepisami prawa oraz regulacjami korporacyjnymi podjęcia decyzji o realizacji Transakcji, a następnie realizacji Transakcji;
- 11) Ustalenie czy przed realizacją przedmiotowej Transakcji wykonywane były analizy, wyceny lub inne opracowania, a jeżeli tak - kto je wykonywał i na czyje zlecenie oraz kto poniósł koszty ich sporządzenia,
- 12) Ustalenie czy podjęte przez strony Transakcji decyzje o realizacji Transakcji poprzedzone były uzyskaniem odpowiednich zgód korporacyjnych, wymaganych przez przepisy prawa oraz postanowienia statutów/ umów spółek, w tym czy uchwały organów były podjęte w sposób prawidłowy, w kontekście regulaminów rad nadzorczych, statutów/umów spółek, zasad ładu korporacyjnego oraz przepisów prawa,
- 13) Zbadanie i wyjaśnienie powiązań osobowych między Spółką a EMIPK SA oraz Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o.,
- 14) Analiza rzetelności wyceny wartości spółki Going sp. z o.o. na dzień 31.10.2020 r. oraz spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31.10.2020 r. określonych w wycenach sporządzonych przez Ground Frost Sp. zo.o. Sp.k. dnia 27.11.2020 r., ustalenie czy występują odstępstwa od standardów wyceny, a jeżeli tak to w jakim zakresie,
- 15) Analiza prawidłowości parytetu wymiany udziałów spółki Empik Ventures sp. z o.o. na akcje spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31.10.2020r, ustalenie czy występują nieprawidłowości w zakresie w/w parytetu, a jeżeli tak to w jakim zakresie,
- 16) Analiza działań podjętych po dacie wyceny, w szczególności rzetelności i terminowości raportowania finansowego dla spółek Going sp. z o.o. i e-Muzyka sp. z o.o., w świetle obowiązujących wymagań prawnych.

Deklaracja niezależności Rewidenta ds. szczególnych

Dr hab. Dawid Szutowski oświadcza, iż posiada odpowiednią wiedzę fachową, kwalifikacje i spełnienia wszelkie wymogi niezbędne do wykonania prac, o których mowa w niniejszym Sprawozdaniu, a w szczególności spełnia warunki określone art. 84 ust. 2 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (zwana dalej „**Ustawą o ofercie**”) i nie podlega wyłączeniu na podstawie art. 84 ust. 3 Ustawy o ofercie, a nadto nie zachodzą inne okoliczności, które mogłyby spowodować, iż powołanie dr hab. Dawida Szutowskiego na rewidenta ds. szczególnych nie zapewniłyby sporządzenia rzetelnego i obiektywnego sprawozdania.

Podstawa wydania Sprawozdania. Źródła informacji

Badanie zostało przeprowadzone na podstawie udostępnionego materiału źródłowego, w tym przede wszystkim:

- całości materiału źródłowego udostępnionego przez Spółkę. Spółka udostępniła 206 plików danych, wszystkie spośród których zostały wylistowane poniżej. Nazwy plików odpowiadają nazwom oryginalnym stosowanym przez Spółkę. Omówienie dokumentacji stanowi załącznik do niniejszego Sprawozdania. Dokumentacja przekazana przez Spółkę jest wybiórcza i nie odpowiada zakresowi, który winien był zostać udostępniony rewidentowi ds. szczególnych. Co więcej, część plików została udostępniona w ostatnim dniu roboczym (03.03.2023) poprzedzającym datę wyznaczającą ostateczny termin złożenia niniejszego Sprawozdania, wynikającą z Uchwały nr 16/06/2022, do której odwołano się w Postanowieniu w przedmiocie wyznaczenia rewidenta do spraw szczególnych. Udostępnione dokumenty i informacje to:

- 97124062921111001084410062_117_220630.pdf
- 94124062921111001084410310_6_220630.pdf
- 63124062921111001084410189_12_211231.pdf
- 94124062921111001084410310_12_211231.pdf
- 97124062921111001084410062_248_211231.pdf
- 97124062921111001084410062_247_211230.pdf
- 97124062921111001084410062_246_211229.pdf
- 97124062921111001084410062_245_211228.pdf
- 97124062921111001084410062_244_211227.pdf
- 97124062921111001084410062_243_211223.pdf
- 97124062921111001084410062_242_211222.pdf
- 97124062921111001084410062_241_211221.pdf
- 97124062921111001084410062_240_211220.pdf
- 63124062921111001084410189_12_201231.pdf
- 94124062921111001084410310_13_201231.pdf
- 97124062921111001084410062_252_201231.pdf
- 97124062921111001084410062_251_201230.pdf
- 97124062921111001084410062_250_201229.pdf
- 97124062921111001084410062_249_201228.pdf
- 97124062921111001084410062_248_201223.pdf
- 97124062921111001084410062_247_201222.pdf
- 97124062921111001084410062_246_201221.pdf
- 97124062921111001084410062_245_201218.pdf
- 97124062921111001084410062_244_201217.pdf
- 97124062921111001084410062_243_201216.pdf

- 97124062921111001084410062_242_201215.pdf
- 97124062921111001084410062_241_201214.pdf
- 97124062921111001084410062_240_201211.pdf
- 97124062921111001084410062_239_201210.pdf
- 97124062921111001084410062_238_201209.pdf
- 97124062921111001084410062_237_201208.pdf
- 97124062921111001084410062_236_201207.pdf
- 97124062921111001084410062_235_201204.pdf
- 97124062921111001084410062_234_201203.pdf
- 97124062921111001084410062_233_201202.pdf
- 97124062921111001084410062_232_201201.pdf
- mbank-06.22 -USD.pdf
- mbank-06.22 -PLN.pdf
- mbank-06.22 -PLN 2.pdf
- mbank-06.22 -GBP.pdf
- mbank-06.22 -EUR.pdf
- mbank-06.22 - Vat.pdf
- mbank-06.22 - karta ady.pdf
- mbank-VAT-20-31.12.2021.pdf
- mbank-USD-20-31.12.2021.pdf
- mbank-PLN-20-31.12.2021.pdf
- mbank-główne-20-31.12.2021.pdf
- mbank-GBP-20-31.12.2021.pdf
- mbank-EUR-20-31.12.2021.pdf
- Wyciąg 12.2020 - mbankVAT(6).pdf
- Wyciąg 12.2020 - mbankUSD(5).pdf
- Wyciąg 12.2020 - mbankGBP(7).pdf
- Wyciąg 12.2020 - mbankeuro(3).pdf
- Wyciąg 12.2020 - mbank.pdf
- Wyciąg 12.2020 - mbank(2).pdf
- Pozyczki_kredyty_emuzyka_18_01_2021.pdf
- Naklady_emuzyka_2020_2022.pdf
- E-Muzyka obrotówka 31-12-20.pdf
- E-Muzyka obrotówka 31-12-19.pdf
- E-Muzyka obrotówka 31-12-18.pdf
- E-Muzyka obrotówka 31-12-17.pdf
- E-Muzyka obrotówka 31-12-16.pdf
- E-Muzyka obrotówka 31-12-15.pdf
- E-Muzyka obrotówka 31-03-22.pdf
- E-Muzyka obrotówka 31-03-21.pdf
- E-Muzyka obrotówka 31-03-20.pdf

- E-Muzyka obrotówka 31-03-19.pdf
- E-Muzyka obrotówka 31-03-18.pdf
- E-Muzyka obrotówka 31-03-17.pdf
- E-Muzyka obrotówka 31-03-16.pdf
- E-Muzyka obrotówka 31-03-15.pdf
- E-Muzyka obrotówka 30-09-21.pdf
- E-Muzyka obrotówka 30-09-20.pdf
- E-Muzyka obrotówka 30-09-19.pdf
- E-Muzyka obrotówka 30-09-18.pdf
- E-Muzyka obrotówka 30-09-17.pdf
- E-Muzyka obrotówka 30-09-16.pdf
- E-Muzyka obrotówka 30-09-15.pdf
- E-Muzyka obrotówka 30-06-22.pdf
- E-Muzyka obrotówka 30-06-21.pdf
- E-Muzyka obrotówka 30-06-20.pdf
- E-Muzyka obrotówka 30-06-19.pdf
- E-Muzyka obrotówka 30-06-18.pdf
- E-Muzyka obrotówka 30-06-17.pdf
- E-Muzyka obrotówka 30-06-16.pdf
- E-Muzyka obrotówka 30-06-15.pdf
- E-Muzyka obrotówka 31-12-21.pdf
- emuzyka_wiekowanieNaleznosci_18_01_2021.pdf
- emuzyka_wiekowanieZobowiazan_18_01_2021.pdf
- Ewidencja WNiP.pdf
- Ewidencja ŚT.pdf
- ZWZ e-Muzyka 18.01.2021.pdf
- Umowa przeniesienia udziałów EMPIK_EMUZYKA_18.01.21.pdf
- ZWZ e-Muzyka 18.01.2021.pdf
- regulamin-zarzadu-EMUv30.05.2011.pdf
- regulamin-Rady-Nadzorczej_2011-1.pdf
- e-Muzyka-Statut-Spolki.pdf
- 2021 uchwała RN e-Muzyka zgoda na zawarcie umowy przeniesienia udziałów.pdf
- SF_EV_2021.pdf
- SF Going 2021.pdf
- Raport-roczny-grupa-e-muzyka-2021-8-OB_Sk.pdf
- Raport-roczny-grupa-e-muzyka-2021-7-SZ_Sk.pdf
- Raport-roczny-grupa-e-muzyka-2021-6-SF_Sk.pdf
- Raport-roczny-e-muzyka-2021-9-OZ.pdf
- Raport-roczny-e-muzyka-2021-5-OB_J.pdf
- Raport-roczny-e-muzyka-2021-4-SZ_J.pdf

- Raport-roczny-e-muzyka-2021-3-SF_J.pdf
- Raport-roczny-e-muzyka-2021-2-WD.pdf
- Raport-roczny-e-muzyka-2021-1-lp.pdf
- Raport-okresowy-za-IV-kwartal-2021-r..pdf
- Raport-okresowy-za-II-kwartal-2022 r.pdf
- Raport-okresowy-za-III-kwartal-2022-roku.pdf
- Raport-okresowy-e-muzyka-s.a.-za-q1.2021 r.pdf
- Raport_okresowy_za_II_kwartal_2021r-0.pdf
- Raport wycena EmpikVentures_Final_podpisane.pdf
- PGA_EMPIK_VENTURES_opinia_wycena_2020.12.18.pdf
- dodatkowe uzasadnienie nabycia udziałów Going sp. z o.o..pdf
- 12_05_2022_139701-raport-okresowy-za-i-kwartal-2022 r.pdf
- Raport wycena EmpikVentures_Final_podpisane.pdf
- PGA_EMPIK_VENTURES_opinia_wycena_2020.12.18.pdf
- dodatkowe uzasadnienie nabycia udziałów Going sp. z o.o..pdf
- dodatkowe uzasadnienie nabycia udziałów Going sp. z o.o..pdf
- SF_EV_2021.pdf
- SF Going 2021.pdf
- Raport-roczny-grupa-e-muzyka-2021-8-OB_Sk.pdf
- Raport-roczny-grupa-e-muzyka-2021-7-SZ_Sk.pdf
- Raport-roczny-grupa-e-muzyka-2021-6-SF_Sk.pdf
- Raport-roczny-e-muzyka-2021-9-OZ.pdf
- Raport-roczny-e-muzyka-2021-5-OB_J.pdf
- Raport-roczny-e-muzyka-2021-4-SZ_J.pdf
- Raport-roczny-e-muzyka-2021-3-SF_J.pdf
- Raport-roczny-e-muzyka-2021-2-WD.pdf
- Raport-roczny-e-muzyka-2021-1-lp.pdf
- Raport-okresowy-za-IV-kwartal-2021-r..pdf
- Raport-okresowy-za-II-kwartal-2022 r.pdf
- Raport-okresowy-za-III-kwartal-2022-roku.pdf
- Raport-okresowy-e-muzyka-s.a.-za-q1.2021 r.pdf
- Raport_okresowy_za_II_kwartal_2021r-0.pdf
- Oświadczenie-e-Muzyka-S.A.-Dobre-Praktyki-Spółek-NC.pdf
- 12_05_2022_139701-raport-okresowy-za-i-kwartal-2022 r.pdf
- ZWZ e-Muzyka 18.01.2021.pdf
- 2021 uchwała RN e-Muzyka zgoda na zawarcie umowy przeniesienia udziałów.pdf
- ZWZ e-Muzyka 18.01.2021.pdf
- regulamin-zarzadu-EMUv30.05.2011.pdf
- regulamin-Rady-Nadzorczej_2011-1.pdf
- e-Muzyka-Statut-Spolki.pdf

- 2021 uchwała RN e-Muzyka zgoda na zawarcie umowy przeniesienia udziałów.pdf
- Raport wycena Empik Ventures_Final_podpisane.pdf
- PGA_EMPIK_VENTURES_opinia_wycena_2020.12.18.pdf
- dodatkowe uzasadnienie nabycia udziałów Going sp. z o.o..pdf
- SF Going 2021.pdf
- ZWZ e-Muzyka 18.01.2021.pdf
- regulamin-zarzadu-EMUv30.05.2011.pdf
- regulamin-Rady-Nadzorczej_2011-1.pdf
- e-Muzyka-Statut-Spolki.pdf
- 2021 uchwała RN e-Muzyka zgoda na zawarcie umowy przeniesienia udziałów.pdf
- Raport wycena EmpikVentures_Final_podpisane.pdf
- PGA_Empik_VENTURES_opinia_wycena_2020.12.18.pdf
- dodatkowe uzasadnienie nabycia udziałów Going sp. z o.o..pdf
- SF_EV_2021.pdf
- SF_EV_2020.pdf
- SF_EV_2019.pdf
- SF_EV_2018.pdf
- SF Going 2021.pdf
- SF Going 2020.pdf
- SF Going 2019.pdf
- SF Going 2018.pdf
- SF Going 2017.pdf
- e-Muzyka_SF_2021.pdf
- e-Muzyka_SF_2020.pdf
- e-Muzyka_SF_2019.pdf
- e-Muzyka_SF_2018.pdf
- e-Muzyka_SF_2017.pdf
- e-Muzyka_SF_2016.pdf
- e-Muzyka_SF_2015.pdf
- Odpis KRS Going sp. z o.o..pdf
- Odpis KRS e-Muzyka S.A..pdf
- Odpis KRS Empik Ventures sp. z o.o..pdf
- Odpis KRS Empik S.A..pdf
- Raport wycena EmpikVentures_Final_podpisane.pdf
- PGA_EMPIK_VENTURES_opinia_wycena_2020.12.18.pdf
- Raport-roczny-grupa-e-muzyka-2021-8-OB_Sk.pdf
- Raport-roczny-grupa-e-muzyka-2021-7-SZ_Sk.pdf
- Raport-roczny-grupa-e-muzyka-2021-6-SF_Sk.pdf
- Raport-roczny-e-muzyka-2021-9-OZ.pdf

- Raport-roczny-e-muzyka-2021-5-OB_J.pdf
- Raport-roczny-e-muzyka-2021-4-SZ_J.pdf
- Raport-roczny-e-muzyka-2021-3-SF_J.pdf
- Raport-roczny-e-muzyka-2021-2-WD.pdf
- Raport-roczny-e-muzyka-2021-1-lp.pdf
- Raport-okresowy-za-IV-kwartal-2021-r..pdf
- Raport-okresowy-za-II-kwartal-2022 r.pdf
- Raport-okresowy-za-III-kwartal-2022-roku.pdf
- Raport-okresowy-e-muzyka-s.a.-za-q1.2021 r.pdf
- Raport_okresowy_za_II_kwartal_2021r-0.pdf
- Oświadczenie-e-Muzyka-S.A.-Dobre-Praktyki-Spółek-NC.pdf
- 12_05_2022_139701-raport-okresowy-za-i-kwartal-2022 r.pdf
- Raport wycena EmpikVentures_Final_podpisane.pdf
- PGA_EMPIK_VENTURES_opinia_wycena_2020.12.18.pdf
- Odpis KRS Going sp. z o.o..pdf
- Odpis KRS e-Muzyka S.A..pdf
- Odpis KRS Empik Ventures sp. z o.o..pdf
- Odpis KRS Empik S.A..pdf
- 16_eMuzyka_OpisOferty.pdf
- 18_UstanowioneZabezpieczenia_emuzyka.pdf
- e-Muzyka dodatkowe informacje.pdf
- Informacji publicznie dostępnych, w tym w szczególności:
 - Sprawozdania finansowe e-Muzyka S.A. za rok 2016
 - Sprawozdania finansowe e-Muzyka S.A. za rok 2017
 - Sprawozdania finansowe e-Muzyka S.A. za rok 2018
 - Sprawozdania finansowe e-Muzyka S.A. za rok 2019
 - Sprawozdania finansowe e-Muzyka S.A. za rok 2020
 - Sprawozdania finansowe e-Muzyka S.A. za rok 2021
 - Sprawozdania finansowe Going sp. z o.o. za rok 2016
 - Sprawozdania finansowe Going sp. z o.o. za rok 2017
 - Sprawozdania finansowe Going sp. z o.o. za rok 2018
 - Sprawozdania finansowe Going sp. z o.o. za rok 2019
 - Sprawozdania finansowe Going sp. z o.o. za rok 2020
 - Sprawozdania finansowe Going sp. z o.o. za rok 2021
 - Sprawozdania finansowe Empik Ventures sp. z o.o. za rok 2018
 - Sprawozdania finansowe Empik Ventures sp. z o.o. za rok 2019
 - Sprawozdania finansowe Empik Ventures sp. z o.o. za rok 2020
 - Sprawozdania finansowe Empik Ventures sp. z o.o. za rok 2021
 - Wyciągi z KRS zawierające dane podmiotów
 - Oświadczenie-e-Muzyka-S.A.-Dobre-Praktyki-Spółek-NC.pdf
 - PGA_EMPIK_VENTURES_opinia_wycena_2020.12.18.pdf

- regulamin-zarzadu-EMUv30.05.2011.pdf
- regulamin-Rady-Nadzorczej_2011-1.pdf
- e-Muzyka-Statut-Spolki.pdf
- dodatkowe uzasadnienie nabycia udziałów Going sp. z o.o..pdf
- **a także literatury przedmiotu, informacji prasowych i specjalistycznych baz danych:**
 - Asquith, P. (1983). Merger Bids, Uncertainty and Stockholder Returns, *Journal of Financial Economics* 11, nos. 1–4: 51–83
 - Bakke, T., Jens, C., Whited, T. (2012). The real effects of delisting: Evidence from a regression discontinuity design. *Finance Research Letters*, 9(4): 183-193
 - Bednarski, L. (2007). *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*. Warszawa: PWE
 - Bieniak, J. Bieniak, M. Nita-Jagielski, G. (red.) (2022). *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, wyd. 8, Warszawa, Legalis
 - Bradley, M., Desai, A., Kim, E. (1983). The Rationale behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy? *Journal of Financial Economics* 11, nos. 1–4: 183–206
 - Christofferson, S., McNish, R., Sims, D. (2004). Where Mergers Go Wrong, *McKinsey Quarterly* 2: 92–99
 - Croci, E., Ehrhardt, O. and Nowak, E. (2013) The corporate governance endgame - An economic analysis of minority squeeze-out regulation in Germany. Working Paper, <http://ssrn.com/abstract=2080745x>
 - Czekał, J. i Dresler, Z. (2005). *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*. Warszawa: PWN, s. 211-212
 - Czerkas, K. (2018). *Przejmowanie przedsiębiorstw, zorganizowanych części przedsiębiorstw oraz nieruchomości. Fuzje przedsiębiorstw*. ODDK: Gdańsk, s. 122-124
 - Damodaran, A. (2002). *Investment valuation*. Wiley: Nowy Jork, str. 614. Ang. “a comparable firm is one with cash flows, growth potential, and risk similar to the firm being valued”.
 - Damodaran, A. (2012). *Investment valuation. Tools and techniques for determining the value of any asset*. Wiley: New Jersey.
 - Damodaran, A. (2014). *Applied corporate finance*. Wiley: Nowy Jork.
 - Dudycz, T. (2011). *Analiza finansowa jako narzędzie zarządzania finansami przedsiębiorstwa*. Wrocław: Indygo Zahir media
 - Dudycz, T., Skoczylas, W., *Sektorowe wskaźniki finansowe*. Opracowanie Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce. Pobrane z: <https://rachunkowosc.com.pl/sektorowe-wskazniki-finansowe>
 - Dumkiewicz M. (2020). *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa, LEX
 - Faulkner, D., Teerikangas, S., Joseph, R. (2012). *The Handbook of Mergers and Acquisitions*. Oxford University Press: Oxford
 - Frąckowiak, W. (2009). *Fuzje i przejęcia*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne: Warszawa, s. 32-44

- Frankel, M., Forman, L. (2017). *Mergers and Acquisitions Basics*. Wiley: New Jersey
- Fridson, M. i Alvarez, F. (2011). *Financial statement analysis: A practitioner's guide*. Chichester: Wiley
- Friedlob, G. i Schleifer, L. (2003). *Essentials of financial analysis*. New Jersey: Wiley
- Gabrusewicz, W. (2014). *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Teoria i zastosowanie*. Warszawa: PWE
- Galpin, T., Herndon, M. (2014). *The complete guide to mergers and acquisitions*. Jossey-Bass: San Francisco
- Gaplin, T. (2020). *Winning at the acquisition game*. Oxford University Press: Oxford
- Gaughan, P. (2018). *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring*. Wiley: New Jersey
- Główny Urząd Statystyczny (2020). *Sytuacja makroekonomiczna w Polsce na tle procesów w gospodarce światowej w 2020 r.*, Warszawa, <https://stat.gov.pl/statystyki-eksperymentalne/gospodarka-przedsiębiorczosc-finanse--publiczne/sytuacja-makroekonomiczna-w-polsce-na-tle-procesow-w-gospodarce-swiatowej-w-2020--r-,3,10.html>
- Główny Urząd Statystyczny (2021). *Wpływ pandemii COVID-19 na koniunkturę gospodarczą – oceny i oczekiwania (dane szczegółowe oraz szeregi czasowe)*, Warszawa, <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/koniunktura/koniunktura/wplyw-pandemii-covid-19-na-koniunkturę-gospodarcza-oceny-i-oczekiwania-dane-szczegolowe--oraz-szeregi-czasowe-aneks-do-publicacji-grudzien-2021,6,15.html>
- Graham, K. (2020). *Don't make this common M&A mistake*. Harvard Business Review. Pobrano z: <https://hbr.org/2020/03/dont-make-this-common-ma-mistake>
- Gravagna, N., Adams, P. (2016). *How Venture Capitalists Assess Risk with the Scorecard Method*. Dummies. <https://www.dummies.com/article/business-careers-money/business/financing/how-venture-capitalists-assess-risk-with-the-scorecard-method-160337>
- Hamrol, M. (2010). *Analiza finansów. Ujęcie sytuacyjne*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu: Poznań, s. 169-195
- Hamrol, M., Chodakowski, J. (2008). *Prognozowanie zagrożenia finansowego przedsiębiorstwa. Wartość predykcyjna polskich modeli analizy dyskryminacyjnej*. *Badania operacyjne i decyzje*, 3, 17-32
- Hawkins, S., Hastie, R., Hindsight (1990). *Biased Judgements of Past Events After the Outcomes are Known*, "Psychological Bulletin" 1990, Vol. 107, s. 311-327
- Helfert, E. A. (2004). *Techniki analizy finansowej*. Warszawa: PWE

- Herger, N., McCorriston, S. (2016). Horizontal, Vertical, and Conglomerate Cross-Border Acquisitions, *IMF Economic Review*, 64(2), s. 319-353
- Higgins, R., Schall, L. (1975). Corporate Bankruptcy and Conglomerate Mergers, *Journal of Finance* 30, no. 1: 93–113
- Hitt, M., Harrison, J., Ireland, R. (2001). *Mergers & Acquisitions*. Oxford University Press: Oxford
- <https://corporate.pia.jp/en/corp/data/>
- <https://ekrs.ms.gov.pl>
- <https://ingresso.co.uk>.
- https://interaktywnie.com/biznes/artykuly/raporty-interaktywnie-com/agencje-social-media-2021-roku-ranking-trendow-i-poradnik-dla-firm-261519#google_vignette
- <https://investor.eventbrite.com/overview/default.aspx>
- <https://investor.eventbrite.com/press-releases/press-releases-details/2020/Eventbrite-Reports-Fourth-Quarter-and-Full-Year-2019-Financial-Results/>
- <https://myservername.com/top-10-most-popular-social-media-marketing-companies-2021>
- https://techcrunch.com/2013/12/04/ticketland/?guccounter=1&guce_referrer=aHR0cHM6Ly93d3cuZ29vZ2xlLmNvbS8&guce_referrer_sig=AQAAAHIQ4xoK3uRolraOdiQUYKN0ftssZuuuhvLb-P_uleFPRHMxzwunBu3ukvJ6ftuab8Hb_oUCOroWGtG2DtvauPNIF3RZ5m82b2LdbztWILYmslVzoNlur3O5bMctB9copTAXvfaomqVeilpUIvH1_hBJqKiRMZCHaHG H13hNNZeE
- <https://widoczni.com/blog/ranking-agencji-social-media/>
- <https://www.digitickets.co.uk>
- https://www.dnb.com/business-directory/company-profiles.mdtzk_ooo.23f1eedc8a13c10085c93b9f64672ddc.html
- <https://www.maineventjamaica.com/index.html>
- <https://www.similarweb.com/top-websites/e-commerce-and-shopping/tickets/>
- <https://www.wygranaonline.com/bilety-na-koncerty/>
<https://mytop.expertepro.com/pl/rejting-luchshih-sajtov-biletov-na-konczerty/>
- International Valuation Standards Council (2020). *International Valuation Standards*. IVSC: Londyn
- Janecki J. (2021). *Nastroje konsumentckie w okresie pandemii COVID-19 w Polsce. Ocena zmian i ich konsekwencje [w:] Nauki ekonomiczne przed, w czasie i po pandemii*, red. J. Wielgórska-Leszczyńska, M. Matuszewicz, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa

- Janecki J., (2021). Business Uncertainty during the COVID-19 Pandemic: Assessment Based on the Pandemic Fear Index and Economic Surveys, „European Research Studies Journal”, 24 (3), <https://doi.org/10.35808/ersj/2512>
- Jara, Z. (2022). Kodeks spółek handlowych. Komentarz, wyd. 26, Wydawnictwo CH Beck, Warszawa; Legalis
- Jensen, M., Ruback, R. (1983). The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence,” *Journal of Financial Economics* 11, nos. 1–4: 5–50
- Jerzemowska, M. (2018). Zadłużenie przedsiębiorstwa i jego analiza. W: M. Jerzemowska (red.), *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie* (s. 177–214). Warszawa: PWE
- Keler, G. (2021). Badanie due dilligence w transakcjach fuzji i przejęć. Znaczenie i skutki prawne. Wolters Kluwer: Warszawa, s. 21-46
- Khan, M. i Jain, P. (2007). *Financial management*. New Delhi: McGraw-Hill Publishing
- Kidyba A. (2022). Komentarz aktualizowany do art. 301-633 Kodeksu spółek handlowych, LEX/el.
- Kidyba A. red. (2020). *Kodeks spółek handlowych. Tom III. Komentarz do art. 301–490*, Warszawa, LEX
- Kreczmańska-Gigol, K. (2015). Kapitał obrotowy netto i jego znaczenie dla przedsiębiorstwa. W: K. Kreczmańska- Gigol (red.), *Płynność finansowa przedsiębiorstwa*. Warszawa: Difin
- Marcinkowski, B. (2020). *Przewodnik po transakcjach fuzji i przejęć*. Wolters Kluwer: Warszawa, s. 26
- Martinez, I., Serve, S. (2017). Reasons for delisting and consequences: a literature review and research agenda. *Journal of Economic Surveys*, 31(3), s. 733-770
- Mikołajewicz, G., Nowicki J. (2021). *Analiza finansowa przedsiębiorstwa z elementami zrównoważonego rozwoju*. Wydawnictwo UEP: Poznań
- MIT (2022). *Mergers & Acquisitions*. MIT Sloan Management Review. Pobrane z: <https://sloanreview.mit.edu/tag/mergers-acquisitions/>
- Mścibrodzka, M. (2020). *Zachowania i anomalie na rynku NewConnect*. Wydawnictwo Uniwersytetu Wrocławskiego: Wrocław
- Narodowy Bank Polski (2020). *Raport o inflacji*. https://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/raport_o_inflacji/raport_lipiec_2020.pdf
- NewConnect (2020). <https://newconnect.pl>
- Nobel, C. (2011). *Why Companies Fail—and How Their Founders Can Bounce Back*. Harvard Business School. <https://hbswk.hbs.edu/item/why-companies-failand-how-their-founders-can-bounce-back>

- Nowicka, S. i Stankiewicz, J. (2009). Analiza i ocena kondycji finansowej na przykładzie wybranych spółek. Toruń: Wydawnictwo Dom Organizatora
- Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych (2011). Powszechne Krajowe Zasady Wyceny – Ogólne Zasady Wyceny Przedsiębiorstw. Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych: Warszawa. <https://pfsrm.pl/storage/download/1432>
- Polska Izba Biegłych Rewidentów (2019). Wykorzystanie procedur analitycznych w procesie badania sprawozdań finansowych. PIBR: Warszawa
- Porter, M.E. (2008) The Five Competitive Forces that Shape Strategy. Harvard Business Review, 86, 79-93
- Pratt, S. (2009). Business Valuation. Discount and Premiums. Wiley: New Jersey
- PwC (2020). Koncerty i festiwale porażone koronawirusem. <https://www.pwc.pl/pl/artykuly/koncerty-i-festiwale-porazone-koronawirusem.html>
- Rodzynkiewicz, M. (2018) Kodeks spółek handlowych. Komentarz, wyd. VII, WKP, LEX
- Rosnbaum, J., Pearl, J. (2009). Investment banking. Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions. Wiley: New Jersey
- Rudke, M. (2021). Zjeść ciastko i mieć ciastko. Czyli tanie delistingi niedługo po debiucie. Parkiet. <https://www.parkiet.com/analizy-rynkowe/art19651821-zjesc-ciastko-i-miec-ciastko-czyli-tanie-delistingi-niedlugo-po-debiucie>
- Samelak, J. (2013). Sprawozdanie finansowe czy roczny raport biznesowy – jako źródło informacji o działalności przedsiębiorstwa. W: R. Borowiecki, J. Chadam i J. Kaczmarek (red.), Zachowania przedsiębiorstw w obliczu nowych wyzwań gospodarczych. Kraków: UEK
- Serwis Rzeczypospolitej Polskiej (2021). Od 26 kwietnia łagodzimy obostrzenia w 11 województwach, <https://www.gov.pl/web/koronawirus/od-26-kwietnia-lagodzimy-obostrzenia-w-11-wojewodztwach-otwarte-salony-fryzjerskie-i-czesciowy-powrot-dzieci-do-szkol>
- Serwis Rzeczypospolitej Polskiej (2022). Koronawirus: informacje i zalecenia. Aktualne zasady, <https://www.gov.pl/web/koronawirus/aktualne-zasady-i-ograniczenia>
- Shiller, R. (2013). Speculative asset prices. <https://www.nobelprize.org/uploads/2018/06/shiller-lecture.pdf>.
- Sierpińska, M. i Jachna, T. (2004). Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN
- Sierpińska, M. i Jachna, T. (2007). Metody podejmowania decyzji finansowych. Analiza przykładów i przypadków. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN
- Sokół, H. (2014). Ryzyko a płynność finansowa przedsiębiorstwa. W: J. Grzywacz (red.) Płynność finansowa przedsiębiorstw w Polsce, Uwarunkowania, zarządzanie płynności, ryzyko. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH

- The Nobel Museum (2013). Robert J. Shiller. Facts. <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/2013/shiller/facts/>
 - TIM (2020). Wezwania do sprzedaży akcji. Czy można na nich zarobić? <https://www.timsa.pl/wezwania-do-sprzedazy-akcji-czy-mozna-na-nich-zarobic/>
 - Tomczak, D. (2019). Zastosowanie modeli dyskryminacyjnych w ocenie prawdopodobieństwa upadłości w przedsiębiorstwach z branży TSL. *Academy of Management*, 3(4), s. 96-108
 - Tountopoulos, V. (2018). Manipulation in Illiquid Markets – A Tale of Inefficiency? *European Company and Financial Law Review*, vol. 14, no. 3, 2017, pp. 458-489. <https://doi.org/10.1515/ecfr-2017-0024>
 - Tourani, A., Ingley, C. (2011). *Handbook of emerging issues in corporate governance*. World Scientific: New Jersey
 - Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks Spółek Handlowych
 - Wędzki, D. (2006). *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*. Kraków: Wolters Kluwer
 - Wheeler, F., Neale, B., Kowalski, T., Letza, S. (2002). The efficiency of the Warsaw Stock Exchange: the first few years 1991-1996. *Economics and Business Review*, 2(2): 37-56
 - Whitaker, S. (2012). *Mergers and Acquisitions*. Wiley: New Jersey
 - Zarzecki, D. (2020). *Metody wyceny przedsiębiorstw. Zarys teorii a praktyka*. Szczecin: Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego
 - Zespół doradczy ds. COVID-19 przy prezesie Polskiej Akademii Nauk (2021). COVID-19 a granice, <https://bip.pan.pl/arttykul/209/807/covid-19-a-granice- stanowisko-nr-23-z-26-pazdziernika-2021-r>
 - Zielińska-Sitkiewicz, M. (2016). Zastosowanie metod wielowymiarowej analizy dyskryminacyjnej do prognozowania upadłości wybranych spółek sektora spożywczego. *Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego*, 113, 117–129
- Materiały i informacje dotyczące Spółki i jej branży, opublikowane i ogólnodostępne.

Zastrzeżenia

1. Niniejsze Sprawozdanie służy wyłącznie celom określonym w punkcie „Cele szczegółowe Sprawozdania” i nie może być wykorzystywane w żadnym innym celu ani kopiowane bez zgody rewidenta ds. szczególnych.
2. Sprawozdanie stanowi profesjonalną, obiektywną i bezstronną analizę konkretnego przypadku.
3. Rewident ds. szczególnych zastrzega, że nie ponosi odpowiedzialności za skutki wynikające bezpośrednio lub pośrednio z wykorzystania niniejszego Sprawozdania, w tym decyzji podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym Sprawozdaniu.

4. Przygotowując Sprawozdanie, rewident ds. szczególnych opierał się na dostępnym materiale źródłowym. Sprawozdanie jest oparte na informacjach otrzymanych do 03.03.2023 roku włącznie.
5. Rewident ds. szczególnych podczas przeprowadzenia badania założył, że udostępnione informacje są rzetelne i prawidłowe oraz zostały przekazane zgodnie z najlepszą wiedzą Spółki, jednocześnie zastrzegając, iż nie było jego celem zbadanie kompletności, rzetelności i prawdziwości wszystkich otrzymanych informacji, zestawień oraz dokumentów i dlatego nie wydaje i nie może wydać opinii o kompletności, rzetelności i prawdziwości wszystkich informacji, zestawień, dokumentów oraz wyjaśnień przekazanych przez Spółkę – także biorąc pod uwagę, iż w ocenie Biegłego znakomita część dokumentacji i informacji nie została przekazana przez Zarząd i Radę Nadzorczą Spółki, a także pełnomocnika Spółki.
6. Rewident ds. szczególnych zastrzega, że zastosowane przez niego procedury nie oznaczają, że przeprowadzono badanie dostępnych danych finansowych, ani ich przeglądów w rozumieniu obowiązujących w Polsce przepisów, ani w rozumieniu Międzynarodowych Standardów Rewizji Finansowych.

Metodologia badania

Rewident ds. szczególnych pragnie wskazać, iż nie istnieją żadne przepisy, normy czy standardy zawodowe, które określałyby sposób przeprowadzenia badania przez rewidenta do spraw szczególnych. Postanowienie w sprawie powołania rewidenta ds. szczególnych określa przedmiot i zakres badania, ale nie określa konkretnych procedur, które należałoby wykonać. Z tego powodu rewident ds. szczególnych opracował program badania, obejmujący szczegółowe procedury, który jego zdaniem był właściwy i wystarczający dla realizacji jego rozumienia celu wyznaczenia rewidenta ds. szczególnych. Badanie to nie obejmowało jednak procedur, które zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Rewizji Finansowej powinny być wykonane w celu wydania opinii o rzetelności i jasności udostępnionych sprawozdań i danych finansowych. W związku z tym rewident ds. szczególnych nie może wydać i nie wydaje takiej opinii.

Badanie rewidenta do spraw szczególnych zostało wydane na podstawie dokumentów wymienionych w punkcie „**Podstawa wydania Sprawozdania. Źródła informacji**” niniejszego Sprawozdania.

Słownik

Spółka – oznacza spółkę e-Muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie wpisaną do rejestru przedsiębiorców KRS pod numerem 0000283018.

Transakcja – oznacza transakcję podwyższenia kapitału Spółki o kwotę 664.314,50 zł, tj. z kwoty 751.666,60 zł do kwoty 1.415.981,10 zł poprzez emisję 6.643.145 nowych akcji zwykłych imiennych serii F o wartości nominalnej 0,10 zł każda i łącznej wartości nominalnej 664.314,50 zł, w drodze subskrypcji prywatnej poprzez złożenie przez Spółkę oferty objęcia akcji serii F skierowanej do EMPIK S.A., za wkład niepieniężny w postaci 50.000 udziałów w spółce Empik Ventures sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie, stanowiących 100 % kapitału zakładowego tej spółki oraz uprawniających do wykonywania 100 % głosów na jej zgromadzeniu wspólników – przeprowadzoną dnia 18 stycznia 2021 roku, w wykonaniu uchwały nr 03/01/2021 Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy Emitenta z dnia 18 stycznia 2021 roku oraz umowy objęcia akcji serii "F", zawartą z Empik S.A. z siedzibą w Warszawie z dnia 18 stycznia 2021 r., a dalej w oparciu o umowę przeniesienia na rzecz Spółki własności aportu w postaci 50.000 (pięćdziesiąt tysięcy) udziałów w spółce Empik Ventures sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie przy ul. Marszałkowskiej 104/122, 00-017 Warszawa, wpisanej do rejestru przedsiębiorców pod numerem KRS: 0000736856, o łącznej wartości nominalnej 5.000.000 zł (pięć milionów złotych), stanowiących 100% kapitału zakładowego spółki Empik Ventures sp. z o.o. oraz uprawniających do wykonywania 100% głosów na zgromadzeniu wspólników spółki Empik Ventures sp. z o.o., zawartą dnia 18 stycznia 2021 r. Empik Ventures sp z o.o. jest właścicielem 100% udziałów Going sp. z o.o.

Wstęp

Celem niniejszego Sprawozdania było zbadanie zagadnień związanych z prowadzeniem spraw Spółki szczegółowo określonych w projekcie uchwały w sprawie powołania rewidenta do spraw szczególnych poddanej pod głosowanie w ramach punktu 11 porządku obrad Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia Spółki z dnia 29 czerwca 2022 r. odbytego w Warszawie i zaprotokołowanego przez notariusza Martę Józefinę Pruszczyńską w akcie notarialnym rep. A nr 5024/2022 (uchwała nr 16/06/2022).

Sprawozdanie zawiera piętnaście rozdziałów odpowiadających celom szczegółowym jego wydania. Każdy rozdział poświęcony jest badaniu wybranego zagadnienia, przy czym poszczególne elementy badania wzajemnie się przenikają. Oznacza to, że Sprawozdanie powinno być odczytywane wyłącznie jako całość, a dla konkluzji formułowanych w ramach poszczególnych rozdziałów istotne są powiązane rozważania prezentowane w innych rozdziałach:

- **w rozdziale 1** niniejszego Sprawozdania, tj. Oznaczenie stron przedmiotowej Transakcji oraz chronologicznego jej przebiegu. Ustalenie uwarunkowań prawnych przedmiotowej Transakcji – wykazano, iż Transakcja została przeprowadzona z udziałem Spółki jako emitenta 643.145 nowych akcji zwykłych imiennych serii F oraz Empik S.A. jako akcjonariusza Spółki, w stosunku do którego w drodze subskrypcji prywatnej Spółka złożyła ofertę objęcia akcji serii F, za wkład niepieniężny w postaci 50.000 udziałów w spółce Empik Ventures sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie, stanowiących 100% kapitału zakładowego tej spółki oraz uprawniających do wykonywania 100% głosów na jej zgromadzeniu wspólników. Chronologia poszczególnych czynności została opisana w rozdziale 1 niniejszego Sprawozdania, przy czym w ocenie rewidenta ds. szczególnych nie naruszono w tym zakresie obowiązujących przepisów prawa w zakresie chronologii czynności składających się na podwyższenie kapitału zakładowego oraz warunków formalnych ich przeprowadzenia – określonych m.in. Kodeksem Sądów Handlowych, statutem Spółki z zastrzeżeniem zdania następnego. W ocenie rewidenta ds. szczególnych za nieprawidłowe uznać należy zaniechanie przez Zarząd Spółki publikacji pełnej treści wyceny wartości godziwej Empik Ventures sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie, która została sporządzona na dzień 31 października 2020 r. na etapie zwołania Walnego Zgromadzenia Spółki na dzień 18 stycznia 2021 r. Zarząd Spółki nie udostępnił pełnej treści ww. wyceny także w materiałach przekazanych raportem bieżącym dnia 31 grudnia 2020 r. (wówczas został załączony wyłącznie wyciąg z tej opinii) – w ocenie rewidenta ds. szczególnych dokumentacja ta winna była zostać przekazana w stanie kompletnym na etapie zwołania Walnego Zgromadzenia na dzień 18 stycznia 2021 r. – a zatem w dacie 22 grudnia 2020 r.

Wnioski poczynione przez rewidenta ds. szczególnych w Rozdziale 1 nie obejmują dokumentacji nieujawnionej rewidentowi ds. szczególnych, takiej jak m.in. oferta skierowana do Empik S.A. w zakresie objęcia akcji Spółki oraz umowa objęcia akcji Spółki przez Empik S.A. Rewident ds. szczególnych z uwagi na brak ujawnienia ww. treści oferty skierowanej do Empik S.A. w zakresie objęcia akcji Spółki oraz treści umowy objęcia akcji Spółki przez Empik S.A. nie może zająć stanowiska, czy dokumenty te zostały sporządzone prawidłowo pod względem formalno - prawnym, tak samo jak nie może zająć stanowiska czy spółka Empik S.A. dysponowała odpowiednimi zgodami korporacyjnymi w zakresie (i) przyjęcia oferty, a następnie objęcia akcji Spółki, (ii) zbycia udziałów w Empik Ventures sp. z o.o. na rzecz Spółki w ramach przeniesienia aportu – o ile w świetle postanowień statutów/umów spółek takie zgody były wymagane,

- **w rozdziale 2** niniejszego Sprawozdania, tj. Określenie ekonomicznej celowości przedmiotowej Transakcji pod kątem interesów Spółki wykazano, iż celowość ekonomiczna Transakcji była ograniczona z punktu widzenia niewłaściwego określenia ewentualnych korzyści (innych niż efekt synergii), które miałyby być efektem Transakcji,
- **w rozdziale 3** niniejszego Sprawozdania, tj. Ocena kondycji finansowej Spółki, Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. przy wykorzystaniu wybranych metod analizy finansowej wykazano, iż kondycja finansowa Going sp. z o.o. (a pośrednio również Empik Ventures sp. z o.o.) była istotnie gorsza niż sytuacja finansowa e-Muzyka S.A.,
- **w rozdziale 4**, tj. Określenie prawidłowości i aktualności założeń o charakterze finansowym oraz techniczno-ekonomicznym uzasadniających racjonalność ekonomiczną przeprowadzenia Transakcji wykazano nieprawidłowość i nieaktualność przyjętych założeń,
- **w rozdziale 5** niniejszego Sprawozdania, tj. Ustalenie czy wykonane analizy i prognozy były wystarczające do podjęcia decyzji o przeprowadzeniu Transakcji z należyтым rozeznaniem i starannością wykazano, iż wykonane Analizy nie były wystarczające do podjęcia decyzji o przeprowadzeniu Transakcji z należyтым rozeznaniem i starannością,
- **w rozdziale 6**, tj. Ustalenie prawidłowości założeń dotyczących ewentualnych specyficznych synergii generowanych w związku z przeprowadzeniem Transakcji wykazano, iż założenia dotyczące ewentualnych specyficznych efektów synergii były nieprawidłowe,
- **w rozdziale 7**, tj. Określenie realnych finansowych i techniczno-ekonomicznych efektów przeprowadzenia Transakcji na tle przyjętych założeń wykazano, że w okresie po przeprowadzeniu Transakcji (w roku 2021) realna finansowa i techniczno-ekonomiczna sytuacja finansowa Going sp. z o.o. (a pośrednio również Empik Ventures sp. z o.o.) była istotnie gorsza niż sytuacja finansowa e-Muzyka S.A., choć uległa poprawie względem roku 2020,
- **w rozdziale 8**, tj. Ustalenie okoliczności podjęcia przez organy Spółki decyzji o realizacji przedmiotowej Transakcji oraz osób odpowiedzialnych za podjęcie decyzji w tym zakresie wykazano, iż materiał źródłowy nie pozwala na jednoznaczne określenie okoliczności podjęcia przez organy Spółki decyzji o realizacji przedmiotowej Transakcji

oraz osób odpowiedzialnych za podjęcie w tym zakresie decyzji, albowiem rewident ds. szczególnych w tym zakresie de facto musiałby wyciągnąć wnioski wyłączenie na podstawie treści przekazywanych przez Spółkę informacji o przebiegu i szczegółach realizowanej Transakcji (tj. podwyższenia kapitału i emisji akcji serii F) w sposób przewidziany dla spółek publicznych, tj. w drodze publikacji raportów bieżących oraz dokumentu opatrzonego nazwą „Informacje dodatkowe dotyczące uzasadnienia nabycia udziałów Emipk Ventures (Going)”, co w ocenie rewidenta ds. szczególnych nie jest wystarczające w niniejszej sytuacji i mogłoby prowadzić do błędnych wniosków z przyczyn określonych w rozdziale 8 (tj. braku dysponowania kompletną dokumentacją źródłową w tym zakresie przez rewidenta ds. szczególnych, a zatem brak możliwości przeprowadzenia badania pogłębionego w tym zakresie),

- **w rozdziale 9**, tj. Zbadanie pod kątem zgodności z właściwymi przepisami prawa oraz regulacjami korporacyjnymi podjęcia decyzji o realizacji Transakcji, a następnie realizacji Transakcji wykazano, iż proces czynności składających się na Transakcję był zgodny z warunkami formalno – prawnymi określonymi treścią przepisów Kodeksu Spółek Handlowych, statutem Spółki – z zastrzeżeniem:

- a) naruszenia art. 402³ § 1 pkt. 3 Kodeksu Spółek Handlowych (w zakresie braku przekazania przez Zarząd Spółki w dokumentacji na Walne Zgromadzenie zwołane na dzień 18 stycznia 2021 r. pełnej treści opinii wyceny spółki Emipk Ventures sp. z o.o.) oraz
- b) zastrzeżeń rewidenta ds. szczególnych dot. treści opinii Zarządu z dnia 22 grudnia 2020 r. wydanej w trybie art. 433 § 2 zd. 4 Kodeksu Spółek Handlowych, którą cechowała ogólnikowość i brak wskazania zindywidualizowanych i konkretnych powodów przeprowadzenia procesu podwyższenia kapitału w drodze emisji akcji serii F z wyłączeniem prawa poboru i zaoferowania tych akcji w zamian za aport w postaci 100% udziałów w kapitale zakładowym spółki Emipk Ventures sp. z o.o. co stoi w sprzeczności z celem, dla którego taka opinia winna zostać sporządzona przez Zarząd Spółki.
- c) Rada Nadzorcza Spółki zgodnie z treścią § 6 ust. 3 Regulaminu Rady Nadzorczej mogła żądać od Zarządu, pracowników Spółki wszelkich sprawozdań i wyjaśnień, przeglądać księgi i dokumenty oraz sprawdzać stan majątkowy Spółki – także w kwestiach dotyczących Transakcji. Gdy czynności kontrolne wymagały wiedzy specjalnej, kwalifikacji lub specjalistycznych czynności Rada Nadzorcza mogła zobowiązać Zarząd w drodze uchwały, by zlecił podmiotom posiadającym odpowiednie kwalifikacje sporządzenie do użytku Rady opinii, ekspertyz lub badania. W trakcie niniejszego badania rewident ds. szczególnych nie otrzymał żadnych materiałów źródłowych, z których wynikałoby, że Rada Nadzorcza Spółki skorzystała z przysługujących jej uprawnień nadzorczych w toku realizacji transakcji podwyższenia kapitału Spółki, z wyłączeniem prawa poboru przez dotychczasowych akcjonariuszy. Poza uchwałą Rady Nadzorczej Spółki nr

01/01/2021 z dnia 18 stycznia 2021 r. (dotyczącą zgody na zawarcie umowy przeniesienia własności udziałów, czyli czynności post factum podjęcia przez Walne Zgromadzenie uchwały o podwyższeniu kapitału zakładowego Spółki, z wyłączeniem prawa poboru) brak jest jakichkolwiek dokumentów potwierdzających lub wskazujących na przeprowadzenie przez Radę Nadzorczą Spółki nadzoru w zakresie analizy opłacalności transakcji zarówno na etapie jej planowania, realizacji, jak i po dacie nabycia przez Spółkę udziałów spółki Empik Ventures sp. z o.o. jako aportu. Brak dokumentacji potwierdzającej przeprowadzenie analizy Transakcji w ramach czynności nadzorczych przez Radę Nadzorczą (o ile nie została faktycznie sporządzona, z uwagi na niepełny materiał źródłowy rewident ds. szczególnych nie wyklucza możliwości, iż taka dokumentacja powstała, lecz nie została udostępniona biegłemu) może świadczyć o braku dołożenia należytej staranności przy zabezpieczeniu interesów Spółki, mimo że w świetle statutu Spółki zgoda Rady Nadzorczej nie była wymagana do podjęcia uchwał objętych porządkiem obrad Walnego Zgromadzenia zwołanego na dzień 18 stycznia 2021 r.

- **w rozdziale 10**, tj. Ustalenie czy przed realizacją Transakcji wykonywane były analizy, wyceny lub inne opracowania wykazano, iż zostały przeprowadzone następujące analizy, wyceny oraz inne opracowania:

- 1) Wycena spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31 października 2020 r.,
- 2) Wycena spółki Going sp. z o.o. na dzień 31 października 2020 r.,
- 3) Wycena spółki Empik Ventures sp. z o.o. na dzień 31 października 2020 r.

przygotowane przez Ground Frost i datowane na dzień 27 listopada 2020 r.,

- 4) Opinia z badania wyceny wartości godziwej przedsiębiorstwa Spółki Empik Ventures Sp. z o.o. sporządzona na dzień 31 października 2020 r. przygotowana przez PGA sp. z o.o. sp. komandytowa,
- 5) dokument „Informacje dodatkowe dotyczące uzasadnienia nabycia udziałów Empik Ventures (Going)” – dokument nieopatrzonej datą sporządzenia i bez podpisu autora,
- 6) opinia Zarządu Spółki z dnia 22 grudnia 2020 r. w sprawie uzasadnienia pozbawienia akcjonariuszy w całości prawa poboru w związku z planowanym podwyższeniem kapitału zakładowego Spółki poprzez emisję akcji serii F, a także proponowanej ceny emisyjnej akcji serii F.

Analiza treści dokumentów, o których mowa w pkt. 1 – 4 została dokonana w rozdziałach 13 i 14 niniejszego Sprawozdania, tj. Analiza rzetelności wyceny wartości spółki Going sp. z o.o. na dzień 31.10.2020 r. oraz spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31.10.2020 r. oraz Analiza prawidłowości parytetu wymiany udziałów spółki Empik Ventures sp. z o.o. na akcje spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31.10.2020 r., w zakresie

których wskazano na naruszenia dotyczące niezetelności wszystkich przeprowadzonych wycen oraz niewłaściwość ustalonego parytetu. Dokument, o którym mowa w pkt. 5 przeanalizowano w rozdziale szóstym, tj. Ustalenie prawidłowości założeń dotyczących ewentualnych specyficznych synergii generowanych w związku z przeprowadzeniem Transakcji i wykazano, iż założenia dotyczące ewentualnych specyficznych efektów synergii były nieprawidłowe. Zaś analiza treści dokumentu, o którym mowa w pkt. 6 została dokonana w Rozdziale 9 Sprawozdania.

- **w rozdziale 11**, tj. Ustalenie czy podjęte przez strony Transakcji decyzje o realizacji Transakcji poprzedzone były uzyskaniem odpowiednich zgód korporacyjnych wykazano, iż dla podwyższenia kapitału zakładowego konieczna była uchwała Walnego Zgromadzenia Spółki w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego, podjęta większością wymaganą przepisami prawa i zaprotokołowana przez notariusza. W rozważanym przypadku uchwała Walnego Zgromadzenia Spółki nr 03/01/2021 w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego z wyłączeniem prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy Spółki w całości oraz zmiany statutu Spółki, została podjęta wymaganą większością głosów i została zaprotokołowana przez notariusza Macieja Makowskiego, rep. A nr 606/2021. Na skutek podjęcia ww. uchwały przez Walne Zgromadzenie Spółka była zobowiązana złożyć ofertę Empik S.A. objęcia akcji serii F w drodze subskrypcji prywatnej oraz zawrzeć umowę przeniesienia udziałów z EMPIK S.A., na którą to czynność Spółka uzyskała zgodę korporacyjną w formie Uchwały Rady Nadzorczej Spółki nr 01/01/2021 z dnia 18 stycznia 2021 r.

Uznać zatem należy, iż Spółka posiadała zgodę korporacyjną niezbędną do podwyższenia kapitału zakładowego Spółki w postaci uchwały Walnego Zgromadzenia Spółki nr 03/01/2021 z dnia 18 stycznia 2021 r., a nadto zgodę Rady Nadzorczej w formie uchwały nr 01/01/2021 z dnia 18 stycznia 2021 r. na zawarcie umowy przeniesienia własności aportu w postaci 50.000 (pięćdziesiąt tysięcy) udziałów w spółce Empik Ventures sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie. Rewident ds. szczególnych z uwagi na brak dokumentacji źródłowej nie może zająć stanowiska, czy spółka Empik S.A. posiadała odpowiednie zgody korporacyjne swoich organów (dot. przyjęcia oferty, objęcia akcji serii F, zbycia udziałów Empik Ventures sp. z o.o.) oraz organów Empik Ventures sp. z o.o. (dot. zbycia udziałów Empik Ventures sp. z o.o.), tak samo jak nie może zająć stanowiska, czy Zarząd Spółki dysponował w wykonaniu postanowień § 9 ust. 1 lit. c) Regulaminu Zarządu uchwałą w sprawie zwołania Walnego Zgromadzenia Spółki na dzień 18 stycznia 2021 r.,

- **w rozdziale 12**, tj. Zbadanie i wyjaśnienie powiązań osobowych między Spółką a Empik S.A. oraz Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. wykazane zostały liczne powiązania osobowe między Spółką a Empik S.A. oraz Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. Rewident ds. szczególnych wskazuje, iż część osób zasiadających w organach Spółki (zarząd lub rada nadzorcza) zasiadała jednocześnie w organach

- zarządczych lub kontrolnych (nadzorczych) Empik S.A., Empik Ventures sp. z o.o. lub Going sp. z o.o., nie stwierdza się w tym zakresie naruszeń obowiązujących przepisów,
- **w rozdziale 13**, tj. Analiza rzetelności wyceny wartości spółki Going sp. z o.o. na dzień 31.10.2020 r. oraz spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31.10.2020 r. wykazano, iż wyceny e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o. były nierzetelne,
 - **w rozdziale 14**, tj. Analiza prawidłowości parytetu wymiany udziałów spółki Empik Ventures sp. z o.o. na akcje spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31.10.2020 r. wykazano, iż parytet wymiany udziałów spółki Empik Ventures sp. z o.o. na akcje spółki e-Muzyka S.A. ustalony był nieprawidłowo,
 - **w rozdziale 15**, tj. Analiza działań podjętych po dacie wyceny wykazano, iż działania podjęte po dacie wyceny nie dają się jednoznacznie ocenić z punktu widzenia interesu Spółki.

Na bazie zgromadzonego materiału źródłowego oraz całości przeprowadzonych analiz rewident ds. szczególnych stwierdza, że występował szereg naruszeń w zakresie przygotowania i przeprowadzenia Transakcji opisanych w treści niniejszego Sprawozdania, a jej przeprowadzenie nie wiązało się z uzyskaniem korzyści przez Spółkę.

1. Oznaczenie stron Transakcji oraz chronologicznego jej przebiegu. Ustalenie uwarunkowań prawnych przedmiotowej Transakcji

W niniejszym rozdziale przeanalizowano strony Transakcji, ustalając za jej bezpośrednie Strony:

- 1) e-Muzyka S.A. jako emitenta akcji zwykłych imiennych serii F.
- 2) Empik S.A. jako akcjonariusza Spółki, do którego została skierowana w drodze subskrypcji prywatnej oferta objęcia akcji serii F i który objął finalnie akcje w podwyższonym kapitale zakładowym e-Muzyka S.A.

Poniżej zaprezentowano chronologię zdarzeń. W celu zachowania maksymalnej przejrzystości, ustalenia przedstawiono w formie tabelarycznej. Ustalenia poczyniono na bazie całości dostępnego materiału źródłowego.

Tabela 1. Chronologia zdarzeń

Data	Zdarzenie/czynność
21.12.2020 r.	<p>Spółka e-Muzyka S.A otrzymała od Empik S.A. z siedzibą w Warszawie tj. Akcjonariusza reprezentującego więcej niż jedną dwudziestą kapitału zakładowego Spółki, żądanie zwołania na dzień 18 stycznia 2021 roku Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy Spółki "NWZ" oraz umieszczenia następujących spraw w porządku obrad NWZ</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Otwarcie Walnego Zgromadzenia. 2. Wybór Przewodniczącego Walnego Zgromadzenia. 3. Stwierdzenie prawidłowości zwołania Walnego Zgromadzenia i jego zdolności do podejmowania uchwał. 4. Przyjęcie porządku obrad i wybór Przewodniczącego Zgromadzenia. 5. Podjęcie uchwały w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego Spółki z wyłączeniem prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy oraz w sprawie zmiany statutu Spółki. 6. Zamknięcie obrad.
22.12.2020 r.	<p>Zarząd e-Muzyka S.A. działając na podstawie art. 399 § 1 w zw. z art. 400§1, art. 399 § 1, art. 402¹ i art. 402² Kodeksu Spółek Handlowych zwołuje Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Spółki na dzień 18 stycznia</p>

	2021 roku, na godz. 10:00, w siedzibie Spółki w Warszawie przy ul. Zwycięzców 18.
22.12.2020 r.	Zarząd e-Muzyka S.A. przekazuje do publicznej wiadomości opinię Zarządu Spółki w przedmiocie uzasadnienia pozbawienia akcjonariuszy w całości prawa poboru w związku z planowanym podwyższeniem kapitału zakładowego Spółki poprzez emisję akcji serii F, a także proponowanej ceny emisyjnej akcji serii F.
31.12.2020 r.	Zarząd spółki e-Muzyka S.A. przekazuje dodatkową dokumentację jaka zostanie przedstawiona na NWZA zwołanym na dzień 18.01.2021 r. obejmującą swoim zakresem: <ul style="list-style-type: none">– Opinię z badania wyceny wartości godziwej przedsiębiorstwa Spółki Empik Ventures sp. z o.o. sporządzonej na dzień 31 października 2020 r.,– Wyciąg raportu z wyceny Empik Ventures sp. z o.o. sporządzonej na dzień 31 października 2020 r.
18.01.2021 r.	Odbycie Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Spółki zwołanego na dzień 18 stycznia 2021 roku, podczas którego została podjęta uchwała nr 03/01/2021 Walnego Zgromadzenia – zgodnie z którą: <ol style="list-style-type: none">1) Podwyższa się kapitał zakładowy Spółki o kwotę 664.314,50 zł (słownie: sześćset sześćdziesiąt cztery tysiące trzysta czternaście złotych i pięćdziesiąt groszy), tj. z kwoty 751.666,60 zł (słownie: siedemset pięćdziesiąt jeden tysięcy sześćset sześćdziesiąt sześć złotych i sześćdziesiąt groszy) do kwoty 1.415.981,10 zł (słownie: jeden milion czterysta piętnaście tysięcy dziewięćset osiemdziesiąt jeden złotych i dziesięć groszy) poprzez emisję 6.643.145 (słownie: sześć milionów sześćset czterdzieści trzy tysiące sto czterdzieści pięć) nowych akcji zwykłych imiennych serii F o wartości nominalnej 0,10 zł (słownie: dziesięć groszy) każda i łącznej wartości nominalnej 664.314,50 zł (słownie: sześćset sześćdziesiąt cztery tysiące trzysta czternaście złotych i pięćdziesiąt groszy) („Akcje Serii F”).2) Emisja Akcji Serii F nastąpi w formie subskrypcji prywatnej w rozumieniu art. 431 § 2 pkt 1 Kodeksu spółek handlowych poprzez złożenie przez Spółkę oferty objęcia Akcji Serii F skierowanej do Empik S.A.3) Cena emisyjna Akcji Serii F wynosi 3,86 zł (słownie: trzy złote i osiemdziesiąt sześć groszy) za jedną Akcją Serii F.

-
- 4) Różnica pomiędzy łączną ceną emisyjną a łączną wartością nominalną Akcji Serii F (agio) zostanie przekazana na kapitał zapasowy Spółki.
 - 5) Akcje Serii F zostaną objęte za wkład niepieniężny w postaci 50.000 (pięćdziesiąt tysięcy) udziałów w spółce Empik Ventures sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie przy ul. Marszałkowskiej 104/122, 00-017 Warszawa, wpisanej do rejestru przedsiębiorców pod numerem KRS: 0000736856, posiadająca nadany numer REGON: 380537501 oraz NIP: 5252754014, o łącznej wartości nominalnej 5.000.000 zł (pięć milionów złotych), stanowiących 100% kapitału zakładowego spółki Empik Ventures sp. z o.o. oraz uprawniających do wykonywania 100% głosów na zgromadzeniu wspólników spółki Empik Ventures sp. z o.o. i łącznej wartości godziwej oszacowanej w sprawozdaniu Zarządu sporządzonym zgodnie z art. 431 § 7 w zw. z art. 311 § 1 Kodeksu spółek handlowych na kwotę 25.705.759 zł (dwadzieścia pięć milionów siedemset pięć tysięcy i siedemset pięćdziesiąt dziewięć złotych) na podstawie wyceny wartości godziwej Empik Venture sp. z o.o. sporządzonej przez Ground Frost Sp. z o.o. na dzień 31 października 2020 r. (tj. dzień przypadający nie wcześniej niż sześć miesięcy przed dniem wniesienia wkładu) („Wycena”) oraz opinii biegłego rewidenta z badania Wyceny z dnia 18 grudnia 2020 r. sporządzonej przez Polską Grupę Audytorską sp. z o.o. sp.k., w imieniu której działała biegły rewident Bartłomiej Kurylak (biegły rewident nr 12534), opisanego szczegółowo w sprawozdaniu Zarządu Spółki z dnia 22 grudnia 2020 roku sporządzonym na podstawie art. 431 § 7 w zw. z art. 311 § 1 Kodeksu spółek handlowych.

18.01.2021 r. Podjęcie przez Radę Nadzorczą e-Muzyka S.A. uchwały nr 01/01/2021 w sprawie wyrażenia zgody na zawarcie umowy przeniesienia udziałów Empik Ventures sp. z o.o., na warunkach określonych w Załączniku nr 1 do ww. uchwały.

18.01.2021 r. Zawarcie przez e-Muzyka S.A. umowy objęcia akcji serii "F" ze spółką pod firmą Empik S.A.

18.01.2021 r. Zawarcie przez e-Muzyka S.A. ze spółką pod firmą Empik S.A. – w wykonaniu uchwały nr 03/01/2021 Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy Emitenta z dnia 18 stycznia 2021 roku oraz umowy objęcia akcji serii "F" – umowy przeniesienia własności aportu w postaci 50.000 pięćdziesiąt tysięcy udziałów w spółce Empik Ventures sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie przy ul. Marszałkowskiej 104/122, 00-

	017 Warszawa, wpisanej do rejestru przedsiębiorców pod numerem KRS: 0000736856, o łącznej wartości nominalnej 5.000.000 zł pięć milionów złotych, stanowiących 100% kapitału zakładowego spółki Empik Ventures sp. z o.o. oraz uprawniających do wykonywania 100% głosów na zgromadzeniu wspólników spółki Empik Ventures sp. z o.o.
12.05.2021 r.	Ujawnienie w Krajowym Rejestrze Sądowym podwyższenia kapitału zakładowego Spółki e-Muzyka S.A. do kwoty 1.415.981,10 zł (słownie: jeden milion czterysta piętnaście tysięcy dziewięćset osiemdziesiąt jeden złotych i dziesięć groszy).
08.04.2022 r.	Ujawnienie w Krajowym Rejestrze Sądowym nabycia przez e-Muzyka S.A. 50.000 (pięćdziesiąt tysięcy) udziałów w spółce Empik Ventures sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie przy ul. Marszałkowskiej 104/122, 00-017 Warszawa, wpisanej do rejestru przedsiębiorców pod numerem KRS: 0000736856, o łącznej wartości nominalnej 5.000.000 zł (pięć milionów złotych), stanowiących 100% kapitału zakładowego spółki Empik Ventures sp. z o.o.

Źródło: opracowanie własne

Badanie wskazuje, iż Transakcja podwyższenia kapitału zakładowego Spółki została przeprowadzona na żądanie akcjonariusza większościowego Spółki tj. Empik S.A. z siedzibą w Warszawie, na podstawie art. 400 § 1 Kodeksu Spółek Handlowych. W ramach zaproponowanego porządku obrad – akcjonariusz Spółki złożył żądanie podjęcia uchwały w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego Spółki z wyłączeniem prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy oraz w sprawie zmiany statutu Spółki.

Zgodnie z art. 400 § 1. Kodeksu Spółek Handlowych Akcjonariusz lub akcjonariusze reprezentujący co najmniej jedną dwudziestą kapitału zakładowego mogą żądać zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia i umieszczenia określonych spraw w porządku obrad tego zgromadzenia; statut może upoważnić do żądania zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia akcjonariuszy reprezentujących mniej niż jedną dwudziestą kapitału zakładowego.

Przekładając powyższe przepisy na stan faktyczny niniejszej sprawy, biorąc pod uwagę akcjonariat Spółki na dzień złożenia ww. żądania zwołania Walnego Zgromadzenia - uznać należy, iż spółka Empik S.A. była uprawniona do złożenia takiego żądania. Na jego skutek – Zarząd Spółki był zobowiązany do zwołania Walnego Zgromadzenia.

Badając treść złożonego żądania przez Empik S.A. uznać należy, iż było ono sporządzone w zgodzie z art. 400 § 1. Kodeksu Spółek Handlowych, w tym także w zakresie terminu jego zgłoszenia Zarządowi Spółki jak i treści samego żądania i projektów uchwał.

W dalszej kolejności rewident ds. szczególnych zapoznał się z treścią ogłoszenia Zarządu z dnia 22 grudnia 2020 r. o zwołaniu walnego zgromadzenia Spółki na dzień 18 stycznia 2021 r., które także w ocenie rewidenta ds. szczególnych zadośćuczyniło wymogom formalnym określonym w art. 402¹ oraz Art. 402² Kodeksu Spółek Handlowych, z zastrzeżeniem zdania następnego. W ocenie rewidenta ds. szczególnych za nieprawidłowe uznać należy zaniechanie przez Zarząd publikacji pełnej treści wyceny godziwej Empik Ventures sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie, która została sporządzona na dzień 31 października 2020 r. na etapie zwołania Walnego Zgromadzenia Spółki na dzień 18 stycznia 2021 r. Zarząd Spółki nie udostępnił pełnej treści ww. wyceny także w materiałach przekazanych raportem bieżącym dnia 31 grudnia 2020 r. (wówczas został załączony wyłącznie wyciąg z tej opinii) – w ocenie rewidenta ds. szczególnych dokumentacja ta winna była zostać przekazana w stanie kompletnym na etapie zwołania Walnego Zgromadzenia na dzień 18 stycznia 2021 r. w wykonaniu zobowiązań określonych treścią art. 402³ § 1 pkt. 3 Kodeksu Spółek Handlowych, który stanowi, iż „Spółka publiczna zamieszcza na własnej stronie internetowej od dnia zwołania walnego zgromadzenia m.in. dokumentację, która ma być przedstawiona walnemu zgromadzeniu.

W dniu ogłoszenia zwołania Walnego Zgromadzenia została także opublikowana treść opinii Zarządu uzasadniająca powody pozbawienia prawa poboru oraz proponowaną cenę emisyjną akcji bądź sposób jej ustalenia. Obowiązek złożenia takiej opinii wynika z art. 433 § 2 zd. 4 zdanie czwarte Kodeksu Spółek Handlowych. Rewident ds. szczególnych wskazuje, iż samo formalne sporządzenie i złożenie przedmiotowej opinii przez Zarząd mogło nie wyczerpywać zobowiązania nałożonego na Zarząd ww. przepisem z względów szczegółowo określonych z Rozdziale 9 niniejszego Sprawozdania.

Zgodnie z ugruntowanym stanowiskiem przedstawicieli doktryny pozbawienie akcjonariuszy prawa poboru może nastąpić tylko w interesie spółki, zatem zarząd w swojej opinii powinien uzasadnić, że ten właśnie warunek jest spełniony. Przedmiotowa opinia w przypadku spółek publicznych powinna być, od dnia zwołania walnego zgromadzenia, zamieszczona na stronie internetowej spółki (art. 402¹ § 1 pkt 3 Kodeksu Spółek Handlowych). W tym zakresie rewident ds. szczególnych nie stwierdził naruszenia, opinia Zarządu została ujawniona w dniu 22 grudnia 2020 r. a zatem w dniu zwołania Walnego Zgromadzenia Spółki.

Zgodnie z ustaleniami rewidenta ds. szczególnych Zarząd Spółki poinformował, iż w dniu 27 grudnia 2020 roku do Spółki wpłynęło (drogą elektroniczną), żądanie umieszczenia dodatkowych punktów w porządku obrad Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy Spółki, które zostało zwołane na dzień 18 stycznia 2021 roku, godzina 10:00 (*Akcjonariusz Jacek Wolski złożył wniosek o umieszczenie w porządku obrad NWZA dodatkowego punktu porządku obrad obejmującego podjęcie uchwał w sprawie anulowania pożyczek i przeglądu opcji strategicznych oraz w sprawie wypłaty dywidendy*).

Zgodnie ze złożonym żądaniem zaktualizowany porządek obrad Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Spółki zwołanego na dzień 18 stycznia 2021 roku został opublikowany przez Spółkę. W tym zakresie nie stwierdzono naruszeń w zakresie wymogów formalno - prawnych określonych Kodeksem Spółek Handlowych.

Dnia 31 grudnia 2020 r. Zarząd Spółki, w nawiązaniu do raportu bieżącego z dnia 22 grudnia 2020 roku w sprawie zwołania na dzień 18 stycznia 2021 roku, godzina 10:00, Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy Spółki, opublikował za pośrednictwem raportu bieżącego dodatkową dokumentację jaka miała zostać przedstawiona podczas Walnego Zgromadzenia w formie:

- opinii z wyceny Empik Ventures sp. z o.o.,
- wyciągu raportu z wyceny Empik Ventures sp. z o.o.

Dnia 18 stycznia 2021 r. odbyło się Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Spółki, podczas obrad którego reprezentowane było 92,31% kapitału akcyjnego. Ponad 5% głosów posiadali:

- Empik S.A., która wykonywała prawo głosu z 6 031 818 akcji, co dawało 86,93% ogólnej liczby głosów na tym zgromadzeniu, i stanowi 80,25% w ogólnej liczbie akcji Spółki i kapitale zakładowym,
- Jacek Wolski, który wykonywał prawo głosu z 378 000 akcji, co dawało 5,45% ogólnej liczby głosów na tym zgromadzeniu, i stanowi 5,03% w ogólnej liczbie akcji Spółki i kapitale zakładowym,
- Piotr Czernek, który wykonywał prawo głosu z 420 000 akcji, co dawało 6,05% ogólnej liczby głosów na tym zgromadzeniu, i stanowi 5,59% w ogólnej liczbie akcji Spółki i kapitale zakładowym.

Podczas ww. Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Spółki została podjęta m.in. uchwała nr 03/01/2021, zaprotokołowana przez notariusza Macieja Makowskiego, rep. A nr 606/2021, zgodnie, z treścią której Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Spółki, działając na podstawie art. 430, 431 § 1, § 2 pkt 1 i § 3a, 432 § 1 i 433 § 2 Kodeksu spółek handlowych, uchwaliło co następuje:

§ 1

1. Podwyższa się kapitał zakładowy Spółki o kwotę 664.314,50 zł (słownie: sześćset sześćdziesiąt cztery tysiące trzysta czternaście złotych i pięćdziesiąt groszy), tj. z kwoty 751.666,60 zł (słownie: siedemset pięćdziesiąt jeden tysięcy sześćset sześćdziesiąt sześć złotych i sześćdziesiąt groszy) do kwoty 1.415.981,10 zł (słownie: jeden milion czterysta piętnaście tysięcy dziewięćset osiemdziesiąt jeden złotych i dziesięć groszy) poprzez emisję 6.643.145 (słownie: sześć milionów sześćset czterdzieści trzy tysiące sto czterdzieści pięć) nowych akcji zwykłych imiennych serii F o wartości nominalnej 0,10 zł (słownie: dziesięć groszy) każda i łącznej wartości nominalnej 664.314,50 zł (słownie: sześćset sześćdziesiąt cztery tysiące trzysta czternaście złotych i pięćdziesiąt groszy) („Akcje Serii F”).
2. Emisja Akcji Serii F nastąpi w formie subskrypcji prywatnej w rozumieniu art. 431 § 2 pkt 1 Kodeksu spółek handlowych poprzez złożenie przez Spółkę oferty objęcia Akcji Serii F skierowanej do Empik S.A.
3. Cena emisyjna Akcji Serii F wynosi 3,86 zł (słownie: trzy złote i osiemdziesiąt sześć groszy) za jedną Akcję Serii F.
4. Różnica pomiędzy łączną ceną emisyjną a łączną wartością nominalną Akcji Serii F (agio) zostanie przekazana na kapitał zapasowy Spółki.
5. Akcje Serii F zostaną objęte za wkład niepieniężny w postaci 50.000 (pięćdziesiąt tysięcy) udziałów w spółce Empik Ventures sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie przy ul. Marszałkowskiej 104/122, 00-017 Warszawa, wpisanej do rejestru przedsiębiorców pod numerem KRS: 0000736856, posiadająca nadany numer REGON: 380537501 oraz NIP: 5252754014, o łącznej wartości nominalnej 5.000.000 zł (pięć milionów złotych), stanowiących 100% kapitału zakładowego spółki Empik Ventures sp. z o.o. oraz uprawniających do wykonywania 100% głosów na zgromadzeniu wspólników spółki Empik Ventures sp. z o.o. i łącznej wartości godziwej oszacowanej w sprawozdaniu Zarządu sporządzonym zgodnie z art. 431 § 7 w zw. z art. 311 § 1 Kodeksu spółek handlowych na kwotę 25.705.759 zł (dwadzieścia pięć milionów siedemset pięć tysięcy i siedemset pięćdziesiąt dziewięć złotych) na podstawie wyceny wartości godziwej Empik Venture sp. z o.o. sporządzonej przez Ground Frost Sp. z o.o. na dzień 31 października 2020 r. (tj. dzień przypadający nie wcześniej niż sześć miesięcy przed dniem wniesienia wkładu) („Wycena”) oraz opinii biegłego rewidenta z badania Wyceny z dnia 18 grudnia 2020 r. sporządzonej przez Polską Grupę Audytorską sp. z o.o. sp.k., w imieniu której działała biegły rewident Bartłomiej Kurylak (biegły rewident nr 12534), opisanego szczegółowo w sprawozdaniu Zarządu Spółki z dnia 22 grudnia 2020 roku sporządzonym na podstawie art. 431 § 7 w zw. z art. 311 § 1 Kodeksu spółek handlowych („Aport”).
6. Akcje Serii F uczestniczą w dywidendzie za rok obrotowy 2020, tj. od dnia 1 stycznia 2020 r.
7. Z Akcjami Serii F nie są związane żadne szczególne uprawnienia.
8. Zawarcie umowy objęcia Akcji Serii F zgodnie z art. 431 § 2 pkt 1 Kodeksu spółek handlowych nastąpi do dnia 31 marca 2021 roku.

§ 2

1. *Opinia Zarządu uzasadniająca powody wyłączenia prawa poboru do Akcji Serii F sporządzona na podstawie art. 433 § 2 Kodeksu spółek handlowych przedstawiona została na piśmie Walnemu Zgromadzeniu przez Zarząd i stanowi Załącznik nr 1 do niniejszej uchwały.*
2. *Po zapoznaniu się z opinią Zarządu Spółki uzasadniającej powody wyłączenia prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy Spółki, Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie postanawia niniejszym:*
 - a) *przyjąć opinię Zarządu uzasadniającej powody wyłączenia prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy Spółki; oraz*
 - b) *pozbawić w interesie Spółki dotychczasowych akcjonariuszy Spółki przysługującego im prawa poboru do Akcji Serii F z posiadanych akcji w całości.*

§3

1. *Upoważnia się Zarząd do podjęcia wszelkich niezbędnych czynności w celu zaoferowania Akcji Serii F, w tym w szczególności do zawarcia umowy objęcia Akcji Serii F w trybie art. 431 § 2 pkt 1 KSH.*
2. *Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Spółki postanawia, że w przypadku zamiany Akcji Serii F na akcje na okaziciela, Akcje Serii F oraz prawa do Akcji Serii F będą przedmiotem ubiegania o dopuszczenie i wprowadzenie Akcji Serii F oraz praw do Akcji Serii F do obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”) oraz decyduje, że w przypadku zamiany Akcji Serii F na akcje na okaziciela Akcje Serii F oraz prawa do Akcji Serii F będą zdematerializowane.*
3. *W przypadku zamiany Akcji Serii F z akcji imiennych na akcje na okaziciela, Zarząd Spółki jest upoważniony do podjęcia wszystkich czynności niezbędnych w celu realizacji niniejszej Uchwały, w tym do ubiegania się o dopuszczenie i wprowadzenie Akcji Serii F oraz praw do Akcji Serii F do obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez GPW, zawarcia umowy i podjęcia innych czynności w celu rejestracji Akcji Serii F oraz praw do Akcji Serii F w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych S.A. („KDPW”) oraz złożenia wniosku o wprowadzenie Akcji Serii F oraz praw do Akcji Serii F do obrotu na GPW.*

§4

W związku z podwyższeniem kapitału zakładowego, o którym mowa w niniejszej uchwale, dokonuje się następujących zmian w Statucie Spółki:

1. *Zmienia się § 7 Statutu Spółki nadając mu nowe, następujące brzmienie: „1. Kapitał zakładowy Spółki wynosi 1.415.981,10 zł (słownie: jeden milion czterysta piętnaście tysięcy dziewięćset osiemdziesiąt jeden złotych i dziesięć groszy).*
2. *Kapitał zakładowy dzieli się na 5.000.000 (pięć milionów) akcji na okaziciela zwykłych serii A od numeru 0000001 do numeru 5000000, o wartości nominalnej 0,10 (dziesięć)*

groszy każda, 50.000 (pięćdziesiąt tysięcy) akcji na okaziciela serii B o wartości nominalnej 0,10 (dziesięć) groszy każda, 250.000 (dwieście pięćdziesiąt tysięcy) akcji na okaziciela serii C o wartości nominalnej 0,10 (dziesięć) groszy każda, 400.000 (czteryście tysięcy) akcji na okaziciela serii D o wartości nominalnej 10 groszy (dziesięć) groszy każda, 1.816.666 (jeden milion osiemset szesnaście tysięcy sześćset sześćdziesiąt sześć) akcji na okaziciela serii E o wartości nominalnej 0,10 (dziesięć) groszy każda oraz 6.643.145 (sześć milionów sześćset czterdzieści trzy tysiące sto czterdzieści pięć) akcji imiennych serii F o wartości nominalnej 0,10 (dziesięć) groszy każda.”

§ 5

Uchwała wchodzi w życie z dniem podjęcia.

Uchwała została podjęta w głosowaniu jawnym. Liczba akcji, z których oddano ważne głosy – 6.938.968 Procentowy udział akcji w kapitale zakładowym – 92,31 % Łączna liczba ważnych głosów – 6.938.968, w tym: Głosów „za” – 6.031.818; Głosów „przeciw” – 907.150 Głosów „wstrzymujących się” – 0. Akcjonariusze Jacek Wolski, Piotr Bućko, Piotr Czernek, Jarosław Karasiński – głosujący przeciwko ww. uchwale zażądali zaprotokołowania sprzeciwu.

Mając na względzie powyższe uznać należy, iż uchwała Walnego Zgromadzenia Spółki nr 03/01/2021 która pozbawiała akcjonariuszy prawa poboru w całości, zaprotokołowana przez notariusza Macieja Makowskiego, rep. A nr 606/2021 – podjęta została większością wymaganą treścią art. 433 § 2 zdanie drugie Kodeksu Spółek Handlowych – tj. co najmniej czterech piątych głosów, co potwierdzenia treść protokołu Walnego Zgromadzenia. Pozbawienie akcjonariuszy prawa poboru zostało zapowiedziane w porządku obrad walnego zgromadzenia – co zadośćuczyniło wymaganiom określonym w art. 433 § 2 zdanie trzecie Kodeksu Spółek Handlowych. Nadto w ocenie rewidenta ds. szczególnych ww. uchwała była poprawna pod względem formalno – prawnym w zakresie wymogów określonych treścią art. 432 Kodeksu Spółek Handlowych.

Rewident ds. szczególnych wskazuje, iż w materiałach udostępnionych na potrzeby niniejszego badania nie znalazła się lista obecności ani także dokumenty potwierdzające udzielenie ewentualnych pełnomocnictw przez akcjonariuszy Spółki – stąd rewident ds. szczególnych nie zajmuje stanowiska czy akcjonariusze podczas Walnego Zgromadzenia byli reprezentowani prawidłowo.

Zgodnie z raportem bieżącym opublikowanym przez Zarząd Spółki w dniu 18 stycznia 2021 r. – pod odbyciu Walnego Zgromadzenia miało dojść do złożenia oferty objęcia akcji, następnie zawarcia umowy objęcia akcji serii „F” przez Empik S.A. oraz w dalszej kolejności do zawarcia umowy przeniesienia własności aportu w postaci 50.000 (pięćdziesiąt tysięcy) udziałów w

spółce Empik Ventures sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie przy ul. Marszałkowskiej 104/122, 00-017 Warszawa, wpisanej do rejestru przedsiębiorców pod numerem KRS: 0000736856, o łącznej wartości nominalnej 5.000.000 zł (pięć milionów złotych), stanowiących 100% kapitału zakładowego spółki Empik Ventures sp. z o.o. oraz uprawniających do wykonywania 100% głosów na zgromadzeniu wspólników spółki Empik Ventures sp. z o.o. Umowa przeniesienia udziałów została sporządzona w formie pisemnej z podpisami poświadczonymi notarialnie. Podpisy pod umową przeniesienia udziałów złożył pełnomocnik EMPIK S.A. w osobie Natalii Korzenieckiej Walak oraz Jan Ejsmont, Łukasz Kmiecik jako członkowie Zarządu Spółki.

Rewident ds. szczególnych nie otrzymał od Spółki zarówno oferty objęcia Akcji Serii F skierowanej do Empik S.A. jak i umowy objęcia Akcji Serii F przez Empik S.A. – z uwagi na powyższe, rewident ds. szczególnych nie może zająć stanowiska czy dokumenty te zostały sporządzone prawidłowo, tak samo jak czy EMPIK S.A. dysponowała odpowiednimi zgodami korporacyjnymi w zakresie (i) przyjęcia oferty, objęcia akcji Spółki, (ii) zbycia udziałów w Empik Ventures sp. z o.o. na rzecz Spółki w ramach przeniesienia aportu. Mając na względzie okoliczność, iż do zgłoszenia podwyższenia kapitału zakładowego zarząd był zobowiązany zgłosić do sądu rejestrowego m.in. treść umowy objęcia akcji oraz fakt, iż sąd rejestrowy pozytywnie rozpatrzył przedmiotowe zgłoszenie można poczynić założenie, iż ww. dokumenty było sporządzone prawidłowo pod względem prawnym – formalnym.

Zgodnie z udostępnioną rewidentowi ds. szczególnych dokumentacją – 18 stycznia 2021 r. została także podjęta w trybie obiegowym Uchwała Rady Nadzorczej Spółki nr 01/01/2021 w sprawie wyrażenia zgody na zawarcie umowy przeniesienia udziałów na warunkach i zasadach określonych jak w projekcie umowy przeniesienia udziałów stanowiącej Załącznik do uchwały nr 01/01/2021 r.

Przedmiotowa uchwała Rady Nadzorczej zgodnie z jej treścią została podjęta w trybie art. 10 ust. 10 Regulaminu Rady Nadzorczej, wszyscy członkowie Rady Nadzorczej oddali głos „za” podjęciem tej Uchwały w dniu 18 stycznia 2021 r.

Biegły wskazuje, iż podstawa dot. trybu podjęcia uchwały – w zakresie której powyższa uchwała odwołuje się do art. 10 ust. 10 Regulaminu Rady Nadzorczej jest nieprawidłowa, albowiem przedmiotowa uchwała została podjęta w trybie obiegowym (pisemnym), o którym mowa w art. 10 ust. 9 Regulaminu Rady Nadzorczej – zatem powinno się znaleźć w jej treści odwołanie do art. 10 ust. 9 Regulaminu Rady Nadzorczej, nie zaś do art. 10 ust. 10 Regulaminu Rady Nadzorczej.

Nie zmienia to jednak faktu, iż powyższa omyłka, w ocenie rewidenta ds. szczególnych nie prowadzi do dyskwalifikacji przedmiotowej uchwały pod kątem jej ważności. Zgodnie z danymi ujawnionymi w KRS wszystkie osoby, które podpisały się pod przedmiotową uchwałą były w ww. okresie członkami Rady Nadzorczej Spółki. Spółka nie przedstawiła dokumentów, które mogłyby wskazywać na inny skład Rady Nadzorczej Spółki na dzień 18 stycznia 2021 r.

W dalszej kolejności Zarząd Spółki – zgodnie z przepisami zobowiązany był złożyć do sądu rejestrowego zgłoszenie podwyższenia kapitału zakładowego Spółki oraz zmiany statutu Spółki oraz dokonać ujawnienia zmiany udziałowca EMPIK VENTURES sp. z o.o. Żaden z wniosków o dokonanie zmian w rejestrze przedsiębiorców KRS w powyższym zakresie nie został udostępniony rewidentowi ds. szczególnych. Zgodnie z danymi powszechnie dostępnymi za pośrednictwem Krajowego Rejestru Sądowego rewident ds. szczególnych ustalił, iż z dniem:

- 12.05.2021 r. nastąpiło ujawnienie w Krajowym Rejestrze Sądowym podwyższenia kapitału zakładowego Spółki e-Muzyka S.A. do kwoty 1.415.981,10 zł (słownie: jeden milion czterysta piętnaście tysięcy dziewięćset osiemdziesiąt jeden złotych i dziesięć groszy),
- 08.04.2021 r. nastąpiło ujawnienie w Krajowym Rejestrze Sądowym nabycia przez e-Muzyka S.A. 50.000 (pięćdziesiąt tysięcy) udziałów w spółce Empik Ventures sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie przy ul. Marszałkowskiej 104/122, 00-017 Warszawa, wpisanej do rejestru przedsiębiorców pod numerem KRS: 0000736856, o łącznej wartości nominalnej 5.000.000 zł (pięć milionów złotych), stanowiących 100% kapitału zakładowego spółki Empik Ventures sp. z o.o.

stąd rewident ds. szczególnych zakłada, iż wnioski skierowane do sądu rejestrowego zostały sporządzone prawidłowo oraz zostały do nich załączone dokumenty wymagane przepisami.

Zgodnie z informacjami określonymi treścią publikowanych przez Spółkę raportów bieżących – uchwała nr 03/01/2021 z dn. 18 stycznia 2021 r. Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Spółki w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego Spółki z wyłączeniem prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy oraz w sprawie zmiany statutu Spółki została zaskarżona przez akcjonariuszy mniejszościowych w 2021 r. (*Przedmiotem postępowania sądowego było stwierdzenie nieważności, ewentualnie uchylenie ww. uchwały*). Przy czym zgodnie z treścią raportu bieżącego nr 3/2023 Sąd Okręgowy w Warszawie, w sprawie pod sygnaturą akt XX GC 165/21 - wydał w lutym 2023 r. postanowienie w przedmiocie umorzenia postępowania z uwagi na cofnięcie ww. pozwu przez akcjonariuszy. Rewident ds. szczególnych nie posiada wiedzy, czy przedmiotowe postanowienie jest prawomocne.

2. Określenie ekonomicznej celowości przedmiotowej Transakcji pod kątem interesów Spółki

W niniejszym rozdziale przeanalizowano ekonomiczną celowość przedmiotowej Transakcji pod kątem interesów Spółki, przy czym skoncentrowano się na korzyściach innych niż potencjalne efekty synergii. Jest tak dlatego, że zagadnieniu synergii został poświęcony rozdział szósty niniejszego Sprawozdania, tj. Ustalenie prawidłowości założeń dotyczących ewentualnych specyficznych synergii generowanych w związku z przeprowadzeniem Transakcji.

Badanie wskazuje, iż celowość ekonomiczna Transakcji była ograniczona.

2.1. Możliwości rozwoju Spółki

Zagadnienie racjonalności ekonomicznej przeprowadzenia Transakcji jest wieloaspektowe i wymaga w tym miejscu omówienia zarówno z punktu widzenia dobrze ugruntowanej teorii, jak i praktyki gospodarczej. Działające na rynku przedsiębiorstwa posiadają szereg alternatywnych możliwości działania. Co oczywiste, racjonalnym jest wybór alternatywy, która oferuje największe korzyści, czy szeroko rozumiany rozwój, dla danego podmiotu, a następnie procedowanie wybranej alternatywy w sposób zwiększający szansę na osiągnięcie tych korzyści.

Stąd, analizując zasadność przeprowadzenia Transakcji należy ocenić decyzję o wyborze ścieżki rozwoju e-Muzyka S.A. poprzez emisję akcji serii F, niemal dwukrotnie podwyższającej kapitał zakładowy Spółki, a następnie umożliwienie objęcia akcji serii F przez Empik S.A. z siedzibą w Warszawie poprzez umowę przeniesienia własności aportu w postaci 50.000 (pięćdziesiąt tysięcy) udziałów w spółce Empik Ventures sp. z o.o., czyli wkładu niepieniężnego.

Decyzja o podwyższeniu kapitału spółki poprzez emisję nowych akcji zwykłych jest jednym z typowych działań rozwojowych, powszechnie stosowanym przez działające na rynku podmioty. Działanie takie może oczywiście nieść ze sobą szereg korzyści, najważniejszą spośród których jest pozyskanie finansowanie bez zwiększenia zadłużenia. Przy czym, dla określenia racjonalności faktu podwyższeniu kapitału spółki kluczowym aspektem jest określenie celowości takiego działania, tj. korzyści z podwyższenia kapitału.

Powtórnie podkreślić należy, że podwyższenie kapitału e-Muzyka S.A. poprzez emisję nowych akcji zwykłych imiennych serii F odbyło się w drodze subskrypcji prywatnej poprzez objęcie akcji za wkład niepieniężny w postaci 50.000 udziałów w spółce Empik Ventures sp. z o.o., stanowiących 100 % kapitału zakładowego tej spółki oraz uprawniających do wykonywania 100

% głosów na jej zgromadzeniu wspólników. Oznacza to, że celowość Transakcji była precyzyjnie zdefiniowana. Spółka e-Muzyka S.A. nie pozyskała nowego finansowania w formie pieniężnej, ale w formie 100% udziałów w innej spółce.

Powyższa sytuacja wyznacza więc dokładne ramy do analizy ekonomicznego uzasadnienia przeprowadzenia Transakcji. Skoro w wyniku przeprowadzenia Transakcji spółka e-Muzyka S.A. uzyskała całość udziałów w spółce Empik Ventures sp. z o.o. (pośrednio Going sp. z o.o.) to racjonalność Transakcji musi być oceniana przez pryzmat racjonalności działania polegającego na przejęciu spółki Going sp. z o.o. (za pośrednictwem Empik Ventures sp. z o.o.).

Interpretacja ekonomiczna bezpośrednich efektów Transakcji jest taka, że spółka e-Muzyka S.A. dokonała de facto przejęcia spółki Going sp. z o.o. (za pośrednictwem Empik Ventures sp. z o.o.), a przejęcie takie zostało sfinansowane poprzez emisję nowych akcji zwykłych. Na marginesie, zaznaczyć należy, iż finansowanie przejęć poprzez emisję akcji jest częstym sposobem ich realizacji, który jest powszechnie stosowany w praktyce gospodarczej od ponad 40 lat¹.

Zagadnienie to jest o tyle istotne, iż w jednej z najbardziej podstawowych klasyfikacji, możliwości działania (rozwoju) przedsiębiorstwa dzielą się na wewnętrzne (wewnętrzny rozwój danego przedsiębiorstwa) i zewnętrzne (poprzez fuzje i przejęcia).

Hipotetycznie – objęcie akcji serii F za wkład pieniężny umożliwiłoby pozyskanie środków, które mogłyby zostać przeznaczone na każdą z tych możliwości rozwoju. **Objęcie akcji za wkład niepieniężny w postaci udziałów w spółce Empik Ventures sp. z o.o. (pośrednio Going sp. z o.o.) ograniczyło spektrum możliwości do rozwoju zewnętrznego. Analiza celowości przeprowadzenia Transakcji musi więc bezwzględnie uwzględnić wybór działania zawężającego, przy jednoczesnym ograniczeniu możliwości alternatywnych.**

Analitycznie – określenie racjonalności ekonomicznej objęcia akcji serii F za wkład niepieniężny w miejsce pieniężnego odbywa się na bazie **porównania możliwości rozwoju wewnętrznego (potencjalnej inwestycji środków pieniężnych pozyskanych z emisji w ramach e-Muzyka S.A.)**

¹ Hitt, M., Harrison, J., Ireland, R. (2001). Mergers & Acquisitions. Oxford University Press: Oxford.

oraz zewnętrznego (pozyskania udziałów w spółce Going sp. z o.o. za pośrednictwem Empik Ventures sp. z o.o.). Narzędziem wykorzystywanym do porównania jest w takim wypadku analiza porównawcza e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o. (pośrednio Empik Ventures sp. z o.o.)².

Literatura przedmiotu wskazuje bezpośrednio, iż racjonalne podejście do przejęcia wymaga, aby wykonana została samoocena strategiczna potencjalnego nabywcy oraz analiza możliwości wzrostu wewnętrznego, a następnie porównanie możliwości wzrostu wewnętrznego względem wzrostu zewnętrznego³. Podstawą niemal każdej decyzji o przejęciu jest analiza typu „buduj kontra kupuj”. Choć firma nie w każdym wypadku może formalnie ocenić i porównać te dwie alternatywy, to jednak w przypadku prawie każdego przejęcia istnieje alternatywa w postaci możliwości rozwoju wewnętrznego firmy⁴.

Zarówno rozwój zewnętrzny, jak i wewnętrzny posiadają szereg wad i zalet. Należy jednak przywołać stanowisko⁵, że rozwój wewnętrzny pozwala precyzyjniej zdefiniować działania w stosunku do rzeczywistych potrzeb i celów firmy, a same działania (np. inwestycje) mogą być realizowane stopniowo w stosunku do wolnych środków. Natomiast rozwój zewnętrzny może rodzić trudności w prawidłowej ocenie firmy docelowej z powodu ograniczonych informacji, a także w oszacowaniu czasu, sposobu i korzyści z dokonania przejęcia. Z powyższym w pełni spójne są wyniki badań empirycznych raportowanych na łamach Harvard Business Review, wg których pomiędzy 70%-90% wszystkich przejęć kończy się porażką⁶.

W kontekście analizy Transakcji powyższe wyniki badań empirycznych nie przesądzają oczywiście automatycznie o jej nieracjonalności (10%-30% przejęć kończy się sukcesem), nie pozwalają natomiast przyjąć a priori założenia, że Transakcja była ekonomicznie uzasadniona.

² Metodyka uwzględniająca fakt uzyskania wkładu niepieniężnego oraz oparta na porównaniu możliwości rozwoju wewnętrznego i zewnętrznego będzie kontynuowana w pracach analitycznych w całym niniejszym Sprawozdaniu.

³ Frąckowiak, W. (2009). Fuzje i przejęcia. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne: Warszawa, s. 32-44.

⁴ Frankel, M., Forman, L. (2017). Mergers and Acquisitions Basics. Wiley: New Jersey.

⁵ MIT (2022). Mergers & Acquisitions. MIT Sloan Management Review. Pobrane z: <https://sloanreview.mit.edu/tag/mergers-acquisitions/>

⁶ Graham, K. (2020). Don't make this common M&A mistake. Harvard Business Review. Pobrano z: <https://hbr.org/2020/03/dont-make-this-common-ma-mistake>

Powyższe konkluzje dotyczące wewnętrznych i zewnętrznych możliwości rozwoju wskazują, iż analiza racjonalności ekonomicznej przeprowadzenia Transakcji musi bezwzględnie obejmować:

- kompleksową analizę sytuacji spółki e-Muzyka S.A.,
- kompleksową analizę sytuacji spółki Going sp. z o.o. (pośrednio Empik Ventures sp. z o.o.).

Wyłącznie objęcie analizą wszystkich powyższych spółek umożliwia ocenę racjonalności Transakcji w kontekście rzeczywistych możliwości działania spółki e-Muzyka S.A. oraz racjonalności wyboru przejęcia dywersyfikującego poprzez uzyskanie własności aportu w postaci 50.000 (pięćdziesiąt tysięcy) udziałów w spółce Empik Ventures sp. z o.o. (a pośrednio również Going sp. z o.o.) dzięki objęciu akcji serii F przez Empik S.A. z siedzibą w Warszawie.

2.2. Korzyści w rozwoju zewnętrznym

Nawiązując do celowości Transakcji, literatura wskazuje, iż po dokonaniu porównania możliwości wzrostu wewnętrznego względem wzrostu zewnętrznego, koniecznym etapem jest ocena motywów ewentualnej transakcji. W literaturze można znaleźć całe spektrum czynników, jakie powinny zostać wzięte pod uwagę przez potencjalnego nabywcę. Lista czynników wykazuje oczywiście zróżnicowanie, w zależności o podstawy literaturowej, natomiast jako przykład podać można następującą klasyfikację⁷:

- motywy techniczne i operacyjne:
 - zwiększenie efektywności zarządzania:
 - pozyskanie bardziej efektywnego kierownictwa,
 - eliminacja nieefektywnego kierownictwa,
 - synergia operacyjna:
 - korzyści skali,
 - komplementarność zasobów i umiejętności,
 - ograniczenie kosztów transakcyjnych,
 - korzyści integracji technicznej,
- motywy rynkowe i marketingowe:
 - zwiększenie udziału w rynku,
 - zwiększenia wartości dodanej,
 - wyeliminowanie konkurencji,

⁷ Frąckowiak, W. (2009). Fuzje i przejęcia. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne: Warszawa, s. 32-44.

- komplementarność produktów (rynków),
- dywersyfikacja ryzyka działalności,
- wejście w nowe obszary działalności,
- motywy finansowe:
 - wykorzystanie nadmiernych funduszy,
 - zwiększenie zdolności do zadłużenia,
 - przejęcie gotówki,
 - obniżenie kosztu kapitału,
 - korzyści podatkowe,
 - niedoszacowanie wartości nabywanej firmy:
 - niedoszacowanie przez rynek kapitałowy,
 - doskonalsza wycena przez nabywcę,
- motywy menadżerskie:
 - wzrost wynagrodzeń kierownictwa,
 - wzrost prestiżu i władzy,
 - zmniejszenie ryzyka zarządzania,
 - zwiększenie swobody działania.

Przeprowadzenie Transakcji, jeżeli miałyby zostać uznane za celowe, musiałyby generować przynajmniej wybrane spośród korzyści wymienionych powyżej. W wypadku przeciwnym celowość Transakcji byłaby istotnie ograniczona.

2.3. Ekonomiczna celowość Transakcji

Niezbędnym elementem wniosku o celowości ekonomicznej przeprowadzenia Transakcji jest precyzyjne jej zdefiniowanie z ekonomicznego (biznesowego) punktu widzenia, przy uwzględnieniu profili działalności obu spółek. Występujące różnice i podobieństwa pomiędzy spółkami są podstawową determinantą kształtu i spodziewanych efektów uzyskania przez e-Muzyka S.A. udziałów w spółce Going sp. z o.o. (za pośrednictwem Empik Ventures sp. z o.o.).

W tym miejscu należy również powtórnie wskazać – za stanowiskiem Zarządu e-Muzyka S.A. – iż „emisja Akcji Serii F z wyłączeniem prawa poboru umożliwi nabycie przez Spółkę pakietu udziałów spółki Empik Ventures, a pośrednio w spółce Going sp. z o.o., a tym samym pozwoli rozszerzyć działalność o obszar sprzedaży biletów na wydarzenia kulturalne”.

Stanowisko to jest kluczowe, gdyż wskazuje na główną domniemaną korzyść z Transakcji w postaci pośredniego przejęcia spółki Going sp. z o.o. Co istotne, to właśnie ta spółka prowadzi – przywołaną przez Zarząd – sprzedaż biletów na wydarzenia kulturalne. Spółka Empik Ventures sp. z o.o. była natomiast jedynie wehikułem, który posiadał na dzień Wyceny 90%

udziałów w spółce Going sp. z o.o., co stanowiło jej główny składnik aktywów⁸. Oznacza to, iż dla analizy racjonalności ekonomicznej przeprowadzenia Transakcji kluczowe jest kompleksowe uwzględnienie sytuacji spółki Going sp. z o.o. jako podmiotu prowadzącego działalność operacyjną.

Identyczna wykładnia została z resztą przyjęta w wycenach przeprowadzonych na potrzeby Transakcji, tj. Wycenie spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31 października 2020 r., Wycenie spółki Going sp. z o.o. na dzień 31 października 2020 r. oraz Wycenie spółki Empik Ventures sp. z o.o. na dzień 31 października 2020 r. przygotowanych przez Ground Frost i datowanych na dzień 27 listopada 2020 r. Dla spółek Going sp. z o.o. oraz e-Muzyka S.A. podjęto próbę wyceny uwzględniającej działalność operacyjną prowadzoną przez przedsiębiorstwo. Miało to miejsce szczególnie w przypadku wyceny Going sp. z o.o. dla której posłużono się metodą symulacyjną bazującą na symulacji wyników finansowych podmiotu generowanych na bazie działalności operacyjnej oraz metodą mnożnikową. Natomiast, w przypadku Empik Ventures sp. z o.o., ze względu na brak prowadzenia istotnej działalności rynkowej wycena została wykonana metodą skorygowanych aktywów netto. O wartości tego podmiotu przesądzała więc niemal wyłącznie wartość udziałów posiadanych w Going sp. z o.o. W tym zakresie, podejście takie było słuszne⁹.

Ze względu na fakt, iż spółka Empik Ventures sp. z o.o. nie prowadzi istotnej działalności rynkowej, a jej głównym składnikiem aktywów są udziały w spółce Going sp. z o.o., w dalszej części rozważań główna oś analizy zostanie skierowana na spółkę Going sp. z o.o. jako na podmiot prowadzący działalność operacyjną.

Odnośnie zaś samej Transakcji – zgodnie ze stanowiskiem wyrażonym na łamach IMF Economic Review, czasopisma Międzynarodowego Funduszu Walutowego (ang. International Monetary Fund, IMF) – jednej z najważniejszych organizacji finansowych na świecie wspierającej swoimi działaniami 190 krajów – na bazie profili działalności spółek, przejęcia dzieli się na¹⁰: wertykalne (biorą w nich udział podmioty będące ogniwami łańcucha wartości dodanej, należące do tej samej gałęzi, jednak odzwierciedlające różne fazy produkcji/świadczenia usług), horyzontalne

⁸ Empik Ventures sp. z o.o. to spółka o charakterze holdingowym

⁹ Zagadnienie to zostało szczegółowo omówione w rozdziałach 13 i 14 niniejszego Raportu, tj. „Analiza rzetelności wyceny wartości spółki Going sp. z o.o. na dzień 31.10.2020 r. oraz spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31.10.2020 r.” oraz „Analiza prawidłowości parytetu wymiany udziałów spółki Empik Ventures sp. z o.o. na akcje spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31.10.2020 r.”

¹⁰ Herger, N., McCorriston, S. (2016). Horizontal, Vertical, and Conglomerate Cross-Border Acquisitions, IMF Economic Review, 64(2), s. 319-353.

(uczestniczą w nich przedsiębiorstwa z tego samego sektora, wytwarzające takie same produkty), i konglomeratowe/dywersyfikujące (biorą w nich udział podmioty charakteryzujące się znaczną samodzielnością, autonomią podejmowanych decyzji, działające na innych rynkach i oferujące inne produkty). Biorąc pod uwagę profile działalności, w tym zarówno świadczone usługi oraz rynki zbytu dla świadczonych usług, należy powiązania pomiędzy e-Muzyka S.A. i Going sp. z o.o. (za pośrednictwem Empik Ventures sp. z o.o.) zaklasyfikować jako konglomeratowe/dywersyfikujące.

Konkluzja ta jest o tyle ważna, że w tej grupie przejęć stosunkowo najrzadziej uzyskiwane są pozytywne efekty przejęcia. Przejmowane przedsiębiorstwa niezwiązane z podstawową działalnością firmy przejmującej mają – zgodnie ze stanowiskiem Hitt, Harrison i Ireland wyrażonym w publikacji *Mergers and Acquisitions* wydanej na Uniwersytecie Oksfordzkim – mniejsze szanse na osiągnięcie pozytywnych wyników finansowych. Dzieje się tak, ponieważ mają one wyłącznie możliwość uzyskania ewentualnych synergii w obszarze finansowym, a nie operacyjnym. W praktyce, często negatywne skutki przejmowania niepowiązanych operacyjnie podmiotów co najwyżej równoważą się z ewentualnymi pozytywnymi skutkami synergii w obszarze finansowym¹¹.

2.4. Stanowisko Spółki w zakresie celowości Transakcji

Określenie ekonomicznej celowości przedmiotowej Transakcji wymaga w pierwszej kolejności odniesienia się do uzasadnienia jej przeprowadzenia przez samą Spółkę. Uzasadnienie takie zostało sformułowane w dokumencie „Informacje dodatkowe dotyczące uzasadnienia nabycia udziałów Empik Ventures (Going)”. Dokument ten prezentuje uzasadnienie w formie dziesięciu kolejnych punktów.

Należy zwrócić uwagę, iż uzasadnienie to nie przytacza właściwie żadnej merytorycznej argumentacji na poparcie zawartych w nim twierdzeń. Nie odwołano się do żadnych analiz, badań, projekcji itd., które pozwalałyby na uznanie zawartych w nim twierdzeń jako wiarygodnych. W korespondencji do rozważań zawartych w niniejszym Sprawozdaniu należy podkreślić, iż taka forma uzasadnienia „akwizycji” jest niespotykana. Podobne dokumenty, jak wykazano w niniejszym Sprawozdaniu, zawierają obszerną (zwykle kilkudziesięcio- lub kilkusetstronicową) analizę zarówno ogólnych, jak i szczegółowych spodziewanych efektów połączenia zaprezentowaną w przekroju kilku bądź kilkunastu szczegółowo określonych obszarów. W analizowanym dokumencie zawarto wyłącznie ogólne stwierdzenia, które – ze względu na brak odwołań do jakichkolwiek badań, analiz itp. – trudno jest w ogóle poddać

¹¹ Hitt, M., Harrison, J., Ireland, R. (2001). *Mergers & Acquisitions*. Oxford University Press: Oxford.

ocenie. Poniżej zaprezentowano omówienie wszystkich elementów uzasadnienia wraz z komentarzem.

Uzasadnienie (1): „Akwizycja Going sp. z o.o. (poprzez nabycie 100% udziałów Empik Ventures sp. z o.o.) jest elementem realizacji kompleksowej strategii rozwoju e-Muzyka poprzez budowanie najszerzej na rynku oferty dla lokalnych artystów”.

Komentarz: uzasadnienie to budzi poważne wątpliwości, gdyż:

- zgodnie ze stanowiskiem Zarządu, wyrażonym w Sprawozdaniu Zarządu z działalności e-Muzyka Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie: „Celem strategicznym e-Muzyka S.A. jest umacnianie pozycji największego podmiotu B2B w branży dystrybucji muzyki w Polsce”. W tym kontekście podkreślić należy, iż Going sp. z o.o. nie działa ani na rynku B2B (działa na rynku B2C – głównym odbiorcą usług są osoby fizyczne kupujące bilety), ani w obszarze dystrybucji muzyki (głównym obszarem działalności jest sprzedaż biletów),
- w ww. Sprawozdaniach Zarządu rokrocznie zawierano informację na temat strategii rozwoju Spółki, ale aż do roku 2019 nie zawarto w nich żadnej informacji o planach rozwoju polegających na przejęciu podmiotu działającego na rynku sprzedaży biletów. Informacja taka pojawia się dopiero w roku 2020, począwszy od którego – ze względu na pandemię Covid-19 – ryzyka związane z inwestycją akurat w branży wydarzeń znacząco wzrosły. Nie wyjaśniono w jaki sposób elementem strategii „rozwoju” Spółki miałyby być inwestycja w branży dotkniętej szczególnym ryzykiem, akurat w roku, w którym w pełni się ono zmaterializowało,
- nie przedstawiono żadnych badań potwierdzających, że budowanie „najszerzej na rynku oferty” odpowiada popytowi zgłaszanemu przez obecnych i potencjalnych odbiorców usług Spółki,
- nie wskazano żadnego uzasadnienia, dlaczego akurat „lokali artyści” mieliby być grupą docelową, do której miałyby trafić dana strategia. W szczególności nie zawarto żadnych danych finansowych (np. analiz zyskowności lub rentowności) w podziale na różne grupy odbiorców, która wskazywałaby na zasadność wyboru akurat tej grupy odbiorców,
- nie przedstawiono żadnej analizy konkurencyjnej, która uprawdopodobniałaby, iż realizacja powyższej strategii pozwoli na dyskontowanie jakichkolwiek korzyści z Transakcji przy danym nasileniu walki konkurencyjnej,
- nie wskazano, dlaczego realizacja Transakcji miałyby być istotna. Punkt ten nie stanowi uzasadnienia Transakcji, gdyż nie wskazuje w jaki sposób sam fakt przeniesienia własności spółki Going sp. z o.o. (za pośrednictwem Empik Ventures sp. z o.o.; dokładniej mówiąc – przeniesienia własności aportu w postaci 50.000 udziałów w

Empik Ventures sp. z o.o.) pomiędzy podmiotami działającymi w ramach jednej grupy kapitałowej miałyby wywierać korzyści dla tej grupy czy działających w jej ramach spółek. Zarówno przed jak i po Transakcji spółki e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o. (a także Empik Ventures sp. z o.o.) działały w ramach jednej grupy kapitałowej, w której jednostką dominującą był Empik S.A. i współpracowały ze sobą,

- Zgodnie ze Sprawozdaniem Zarządu za okres dwunastu miesięcy zakończonych 31 grudnia 2020 r. Empik S.A. i jednostki zależne: „Grupa EMPIK (dalej „Grupa”) obejmuje Empik S.A. jako Jednostkę Dominującą oraz jednostki zależne zlokalizowane na terenie Polski. Jednostki zależne Empik działają przede wszystkim w różnych segmentach łańcucha wartości produktów wydawniczych sprzedawanych przez Empik oraz na rynku sprzedaży detalicznej online”. Zaprezentowana następnie tabela wskazuje, iż właścicielem wszystkich analizowanych spółek był ten sam podmiot.

Tabela 2. Odsetek udziałów e-Muzyka S.A., Empik Ventures Sp. z o.o. oraz Going Sp. z o.o. posiadanych przez Empik S.A.

Nazwa	Działalność	% udziałów/akcji na 31.12.2020	% udziałów/akcji na 31.12.2019
e-Muzyka S.A. ⁽¹⁾	Dystrybutor muzyki cyfrowej	80,25	80,25
Empik Ventures Sp. z o.o. ⁽¹⁾	Doradztwo w zakresie prowadzenia działalności gospodarczej i zarządzania	100	100
Going Sp. z o.o. ⁽¹⁾	Działalność portali internetowych	100	90 ⁽²⁾

(1) Jednostki zależne od Empik S.A.; (2) Zgodnie z MSSF w sprawozdaniu skonsolidowanym zgodnie z ekonomiczną treścią umowy z 2018 r. wykazywaliśmy 100% udziału Grupy w kapitale własnym Going

Źródło: opracowanie własne na bazie Sprawozdania Zarządu za okres dwunastu miesięcy zakończonych 31 grudnia 2020 r. Empik S.A.

- co więcej, w samym dokumencie wskazano, iż „E-Muzyka rozwinęła także w ciągu roku [2020] współpracę z Going Sp. z o.o. („Going”), spółką z Grupy Empik zajmującą się dystrybucją biletów na koncerty i wydarzenia kulturalne”, co oznacza, iż spółki nie tylko miały możliwość współpracy w ramach grupy, ale faktycznie – przynajmniej biorąc pod uwagę zapisy zawarte w tym dokumencie – już przed realizacją Transakcji tę

współpracę realizowały. Fakt ten poddaje pod wątpliwość celowość jej przeprowadzenia.

Uzasadnienie (2): „Działalność Going sp. z o.o. jest zbliżona do działalności Spółki – jest to nowoczesna i skierowana do młodego pokolenia spółka z branży e-commerce działająca w sektorze muzyki i wydarzeń artystycznych za pomocą nowoczesnej aplikacji (sprzedaż on-line biletów na imprezy i wydarzenia organizowane w kinach, teatrach oraz bilety na koncerty, spotkania i targi)”.

Komentarz: uzasadnienie to budzi poważne wątpliwości, gdyż:

- Działalność Going sp. z o.o. nie jest zbliżona do działalności e-Muzyka S.A. Zgodnie z najpowszechniejszym na świecie narzędziem wykorzystywanym do analizy strategicznej przedsiębiorstw działających w sektorze¹², analizie podlegać powinny:
 - o Siła przetargowa nabywców,
 - o Siła przetargowa dostawców,
 - o Groźba pojawienia się nowych konkurentów,
 - o Groźba pojawienia się substytutów,
 - o Rywalizacja wewnątrz sektora,
- przyjmując powyższy schemat analizy strategicznej należy wysnuć bezwzględnie wniosek, iż obie spółki nie prowadzą działalności zbliżonej. Podsumowano to w poniższej tabeli.

Tabela 3. Porównanie działalności e-Muzyka S.A. oraz Going Sp. z o.o.

Spółka	e-Muzyka s.a.	Going sp. z o.o.	Wniosek
Siła przetargowa nabywców	Nabywcami usług i produktów są serwisy np. Spotify, iTunes, YouTube, Tidal itp.	Nabywcami usług są osoby fizyczne kupujące bilety na wydarzenia	Różni nabywcy
Siła przetargowa dostawców	Głównymi dostawcami licencji są największe polskie niezależne firmy fonograficzne	Dostawcami są organizatorzy eventów	Różni dostawcy

¹² Porter, M.E. (2008) The Five Competitive Forces that Shape Strategy. Harvard Business Review, 86, 79-93

Groźba pojawienia się nowych konkurentów	Nowymi konkurentami mogą być dystrybutorzy produktów za pośrednictwem międzynarodowych serwisów muzycznych	Nowymi konkurentami mogą być serwisy umożliwiające zakup biletów	Różni potencjalni konkurenci
Groźba pojawienia się substytutów	Substytutem mogą być inne formy dystrybucji muzyki	Substytutem mogą być inne formy zakupu biletów	Różne potencjalne substytuty
Rywalizacja wewnątrz sektora	Rywalizacja odbywa się pomiędzy muzykami za pośrednictwem międzynarodowych serwisów muzycznych	Rywalizacja odbywa się pomiędzy serwisami umożliwiającymi zakup biletów	Rywalizacja w innych obszarach

Źródło: opracowanie własne

- nie wskazano, dlaczego realizacja Transakcji miałyby być istotna z tego punktu widzenia. Punkt ten nie stanowi uzasadnienia Transakcji, gdyż nie wskazuje w jaki sposób sam fakt przeniesienia własności spółki Going sp. z o.o. (za pośrednictwem Empik Ventures sp. z o.o.; dokładniej mówiąc – przeniesienia własności aportu w postaci 50.000 udziałów w Empik Ventures sp. z o.o.) pomiędzy podmiotami działającymi w ramach jednej grupy kapitałowej miałyby wywierać korzyści dla tej grupy czy działających w jej ramach spółek. Zarówno przed jak i po Transakcji spółki e-Muzyka S.A., Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. działały w ramach jednej grupy kapitałowej, w której jednostką dominującą był Empik S.A. i współpracowały ze sobą.

Uzasadnienie (3): „Going sp. z o.o. jest również twórcą i operatorem innego portalu sprzedaży biletów, tj. www.Empikbilety.pl (na podstawie odpowiednich umów z Empik S.A), służącego do wyszukiwania biletów na konkretne wydarzenia i do zakupu tych biletów w łatwy i nowoczesny sposób. Portal ten jest porównywalny z największym konkurentami na rynku sprzedaży biletów w Polsce”.

Komentarz: uzasadnienie to budzi poważne wątpliwości, gdyż:

- stwierdzenie zawarte w tej części uzasadnienia wskazuje, iż Going sp. z o.o. jest operatorem portalu www.Empikbilety.pl na podstawie „odpowiednich umów z Empik S.A”. Stwierdzenie to poddaje bezpośrednio w wątpliwość jakąkolwiek zasadność przeprowadzenia Transakcji,
- skoro Going sp. z o.o. i tak prowadził już portal sprzedaży biletów dla Empik S.A., to nie wskazano jaki miałyby być właściwie cel przeprowadzenia Transakcji. Jak wskazano,

współpraca pomiędzy Going sp. z o.o. i Empik s.a. odbywa się – niezależnie od przeprowadzenia Transakcji – ze znaczącym sukcesem, tzn. zakup biletów odbywa się w łatwy i nowoczesny sposób, a sam portal „jest porównywalny z największym konkurentami na rynku sprzedaży biletów w Polsce”,

- ten fragment uzasadnienia wskazuje, iż już przez Transakcją spółki działające w ramach grupy kapitałowej współpracowały i deklarowały w ramach tej współpracy znaczące sukcesy. W tym kontekście nie przedstawiono żadnych badań, analiz czy projekcji, które wskazywałyby, że Transakcja była w ogóle uzasadniona.

Uzasadnienie (4): „Going sp. z o.o. stworzyła także inne rozwiązanie informatyczne zawierające system rezerwacji zasobów, dedykowany obiektom sportowym czy rozrywkowym, a pozwalający na obsługę złożonych procesów rezerwacyjnych on-line – Booked by Going”.

Komentarz: uzasadnienie to budzi poważne wątpliwości, gdyż:

- uzasadnienie nie pozwala na jakąkolwiek charakterystykę „innego rozwiązania informatycznego”, w tym w szczególności pod kątem jego użyteczności, występujących na rynku substytutów, szczegółowo przeanalizowanej komplementarności względem istniejących rozwiązań, projekcji popytu na takie rozwiązanie i innych charakterystyk istotnych z biznesowego punktu widzenia,
- w kontekście Transakcji nie określono, w jaki sposób jej realizacja miałaby wpłynąć na zwiększenie możliwości wykorzystania danego rozwiązania informatycznego,
- nie wskazano, dlaczego realizacja Transakcji miałaby być istotna z tego punktu widzenia. Punkt ten nie stanowi uzasadnienia Transakcji, gdyż nie wskazuje w jaki sposób sam fakt przeniesienia własności spółki Going sp. z o.o. (za pośrednictwem Empik Ventures sp. z o.o.; dokładniej mówiąc – przeniesienia własności aportu w postaci 50.000 udziałów w Empik Ventures sp. z o.o.) pomiędzy podmiotami działającymi w ramach jednej grupy kapitałowej miałby wywierać korzyści dla tej grupy czy działających w jej ramach spółek. Zarówno przed jak i po Transakcji spółki e-Muzyka S.A., Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. działały w ramach jednej grupy kapitałowej, w której jednostką dominującą był Empik S.A. i współpracowały ze sobą.

Uzasadnienie (5): „W latach 2019-2020 w Going sp. z o.o. dokonana się istotna transformacja organizacyjna, która zbudowała potencjał wewnętrzny niezbędny do wejścia na ścieżkę szybkiego wzrostu. Wskutek powyższego, Going sp. z o.o. mogła nawiązać relacje z największymi organizatorami wydarzeń w Polsce oraz managerami najbardziej popularnych i rozpoznawalnych polskich artystów. W efekcie, tych zmian, w pierwszym kwartale 2020 r. Going sp. z o.o. była drugim największym sprzedawcą biletów na wydarzenia muzyczne i rozrywkowe w Polsce”.

Komentarz: uzasadnienie to budzi poważne wątpliwości, gdyż:

- uzasadnienie nie pozwala na jakąkolwiek charakterystykę „transformacji organizacyjnej”, „potencjału wewnętrznego”, czy „ścieżki szybkiego wzrostu”. W szczególności, nie wyjaśniono na czym miałyby polegać zmiany organizacyjne (w tym miejscu godzi się również przywołać fakt, iż w roku tym zatrudnienie w spółce Going sp. z o.o. wynosiło 5 pełnych etatów. Dla tak nielicznych zespołów zwykle nie ma potrzeby wprowadzania zaawansowanych zarządzi zarządczych, organizacyjnych czy z zakresu *project management*) i dlaczego umożliwiły one osiągnięcie pozytywnych efektów biznesowych. Nie wskazano sposobu rozumienia potencjału wewnętrznego, w szczególności w kontekście zasobów ludzkich, zasobów wiedzy, uposażenia w aktywa, wykorzystywanej technologii itp. Stąd weryfikacja tego stwierdzenia nie jest możliwa. Finalnie nie wskazano sposobu rozumienia szybkiego wzrostu, w tym w szczególności nie określono obszarów, w których wzrost miałby być realizowany (np. sprzedaż, zysk operacyjny, wynik netto, baza klientów, zasięg terytorialny, kontakty z dostawcami itp.) oraz nie zdefiniowano granicznych wartości rokrocznych zmian, które uważa się za „szybkie”,
- uzasadnienie nie pozwala na jakąkolwiek charakterystykę również pozostałych wymienionych w nim okoliczności jak „najwięksi organizatorzy wydarzeń” czy „popularni i rozpoznawalni polscy artyści”. W efekcie uzasadnienie nie daje możliwości oceny realnych efektów biznesowych działalności spółki, w tym w zakresie zyskowności podejmowanych działań, ich trwałości, potencjalnych działań ze strony konkurentów, zasad na których odbywa się współpraca z odbiorcami usług spółki itp.,
- w uzasadnieniu nie wskazano w jaki sposób „ścieżka wzrostu” realizowana przez Going sp. z o.o. na rynku B2C miałyby korespondować z działalnością biznesową e-Muzyka S.A. realizowaną na rynku B2B,
- nie wskazano, dlaczego realizacja Transakcji miałyby być istotna z tego punktu widzenia. Punkt ten nie stanowi uzasadnienia Transakcji, gdyż nie wskazuje w jaki sposób sam fakt przeniesienia własności spółki Going sp. z o.o. (za pośrednictwem Empik Ventures sp. z o.o.; dokładniej mówiąc – przeniesienia własności aportu w postaci 50.000 udziałów w Empik Ventures sp. z o.o.) pomiędzy podmiotami działającymi w ramach jednej grupy kapitałowej miałyby wywierać korzyści dla tej grupy czy działających w jej ramach spółek. Zarówno przed jak i po Transakcji spółki e-Muzyka S.A., Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. działały w ramach jednej grupy kapitałowej, w której jednostką dominującą był Empik S.A. i współpracowały ze sobą.

Uzasadnienie (6): „Długoterminowym planem Zarządu e-Muzyka jest zaoferowanie polskim artystom oferty „360 stopni”, tj. pełnej opieki nad danym artystą w każdym z obszarów działalności muzycznej, według poniższego schematu”.

Komentarz: uzasadnienie to budzi poważne wątpliwości, gdyż:

- nie przedstawiono żadnych badań potwierdzających, że budowanie oferty „360 stopni” odpowiada popytowi zgłaszanemu przez obecnych i potencjalnych odbiorców usług Spółki,
- nie zawarto żadnych danych finansowych (np. analiz zyskowności lub rentowności), która wskazywałaby na zasadność rozwoju oferty w tym kształcie,
- nie przedstawiono żadnej analizy konkurencyjnej, która uprawdopodobniałaby, iż rozwój powyższej oferty pozwoli na dyskontowanie korzyści przy danym nasileniu walki konkurencyjnej,
- nie przedstawiono jakichkolwiek analiz biznesowych, w tym w szczególności pod kątem użyteczności oferty dla odbiorców finalnych, występujących na rynku substytutów, szczegółowo przeanalizowanej komplementarności względem istniejących ofert, projekcji popytu na takie oferty i innych charakterystyk istotnych z biznesowego punktu widzenia,
- nie wskazano, dlaczego realizacja Transakcji miałyby być istotna z tego punktu widzenia. Punkt ten nie stanowi uzasadnienia Transakcji, gdyż nie wskazuje w jaki sposób sam fakt przeniesienia własności spółki spółki Going sp. z o.o. (za pośrednictwem Empik Ventures sp. z o.o.; dokładniej mówiąc – przeniesienia własności aportu w postaci 50.000 udziałów w Empik Ventures sp. z o.o.) pomiędzy podmiotami działającymi w ramach jednej grupy kapitałowej miałyby wywierać korzyści dla tej grupy czy działających w jej ramach spółek. Zarówno przed jak i po Transakcji spółki e-Muzyka S.A., Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. działały w ramach jednej grupy kapitałowej, w której jednostką dominującą był Empik S.A. i współpracowały ze sobą.

Uzasadnienie (7): „Poniższa tabela zawiera syntetyczne zestawienie obszarów, w których działalność, kompetencje i know-how e-Muzyka i Going sp. z o.o. będą się uzupełniać (nastąpi synergia). Przywoływana tabela zawiera 12 wierszy prezentujących „wpływ przejęcia Going sp. z o.o. (synergia)” wg poszczególnych rodzajów działalności”.

Komentarz: uzasadnienie to budzi poważne wątpliwości. W poniższej tabeli zaprezentowano te komentarze, które dotyczą wszystkich ewentualnych efektów synergii. Bardziej szczegółowe

rozważania, analizujące każdy element działalności oddzielnie zawarto w kolejnych rozdziałach¹³.

Tabela 4. Skrócona analiza efektów synergii

Działalność	Wpływ przejęcia Going sp. z o.o.	Komentarz łączny
Działalność A&R (Artists and Repertoire)	Pozyskanie bazy kontaktów Going sp.z o.o. z artystami i managerami; pozyskanie bazy możliwości promowania produktów dla debutantów rozpoznawalną i wiarygodną w tej grupie wiekową marką Going; pozyskanie relacji z obiektami i poddostawcami niezbędnymi do organizacji koncertów; pozyskanie <i>know- how</i> w zakresie organizacji koncertów, ich promocji oraz sprzedaży biletów	Brak odniesienia do synergii Synergia definicyjnie dotyczy współdziałania kilku czynników, którego efekt przewyższa sumę efektów poszczególnych działań. Opis synergii musiałby więc określać: (1) dwie grupy czynników (wskazano wybrane kompetencje e-Muzyka S.A. i Going sp. z o.o.), (2) sposób ich wzajemnego współdziałania (nie odniesiono się do współdziałania, wskazano jedynie „pozyskanie”), (3) uzasadnienie, iż uzyskiwany efekt przewyższa sumę poszczególnych efektów (nie zawarto żadnego uzasadnienia w tym obszarze).
Działalność Artist Management	Brak zakładanych efektów synergii	
Działalność wydawnicza	Pozyskanie <i>know- how</i> w zakresie organizacji produkcji materiałów audio (np. podcasty, wywiady) oraz video (np. reportaże, wywiady, materiały promocyjne, klipy muzyczne).	Brak podstawy ekonomicznej
Działalność dystrybucyjna	Brak zakładanych efektów synergii	Nie przedstawiono żadnych analiz, danych, planów, projekcji

¹³ Szczegółowe omówienie aspektu występowania synergii przedstawiono w rozdziale 6 niniejszego opracowania „Ustalenie prawidłowości założeń dotyczących ewentualnych specyficznych synergii generowanych w związku z przeprowadzeniem Transakcji”

Obsługa bookingowa	Pozyskanie bazy kontaktów Going sp. z o.o. z organizatorami koncertów, impresariatami, pośrednikami; pozyskanie <i>know-how</i> w zakresie formułowania ofert i warunków handlowych.	itp., które uprawdopodobniłyby wystąpienie ewentualnej synergii.
Organizacja koncertów i tras koncertowych	Pozyskanie bazy kontaktów Going sp. z o.o. z organizatorami koncertów, impresariatami, pośrednikami; pozyskanie relacji z obiektami i poddostawcami niezbędnymi do organizacji koncertów; pozyskanie kompetencji w zakresie organizacji koncertów (strona techniczna, organizacyjna, promocyjna, itp.).	Brak możliwości kwantyfikacji efektów Nie przedstawiono żadnych analiz, danych, planów, projekcji itp., które umożliwiłyby określenie mierzalnych skutków ewentualnej synergii.
Sprzedaż biletów	Pozyskanie <i>know-how</i> w zakresie promocji koncertów oraz sprzedaży biletów.	Brak uzasadnienia Transakcji Nie wskazano w jaki sposób sam fakt przeniesienia własności spółki Going sp. z o.o. (za pośrednictwem Empik Ventures sp. z o.o.; dokładniej mówiąc – przeniesienia własności aportu w postaci 50.000 udziałów w Empik Ventures sp. z o.o.) pomiędzy podmiotami działającymi w ramach jednej grupy kapitałowej miałby wywierać korzyści dla tej grupy czy działających w jej ramach spółek.
Działalność promocyjna	Brak zakładanych efektów synergii	
Działalność redakcyjna i prowadzenie portali informacyjnych	Pozyskanie doświadczonego zespołu redakcyjnego oraz kompetencji w zakresie kreowania atrakcyjnych treści o tematyce muzycznej skierowanych do młodego czytelnika pozyskanie portali Going More oraz Poptown o ugruntowanej pozycji na rynku.	
Działalność promocyjna w tematyce muzycznej w kanałach cyfrowych	Pozyskanie <i>know-how</i> oraz zespołu specjalistów z zakresu marketingu internetowego oraz marketingu w mediach społecznościowych.	Niezgodność ze strategią i modelem biznesowym Deklarowany wpływ przejęcia jest nie w pełni zgodny z modelem biznesowym i

Realizacja muzycznych projektów specjalnych, promocyjnych	Pozyskanie zespołu menadżerów projektów specjalizujących się w realizacji projektów promocyjnych / muzycznych.	strategią Spółki. Zgodnie ze stanowiskiem Zarządu: „główne filary realizacji celu strategicznego Spółki to cyfrowa dystrybucja muzyki i dystrybucja nośników fizycznych”, a dalej: „w obszarze dystrybucji cyfrowej dominującym obszarem działalności Spółki stała się agregacja kontentu polskich niezależnych wytwórni muzycznych (ponad 300 podmiotów) i ich skuteczna sprzedaż globalnym dystrybutorom”, co jasno wskazuje na model biznesowy stosowany przez Spółkę i znajduje dalsze potwierdzenie w danych finansowych dotyczących przychodów ze sprzedaży (np. nota nr 26 do sprawozdania finansowego za rok 2021), z której wynika, iż sprzedaż licencji i płyt CD stanowi 99,7% przychodów ze sprzedaży Spółki.
Działania marketingowe, reklamowe, influencer’skie na zlecenie marek zewnętrznych.	Pozyskanie doświadczonego zespołu menadżerów projektów specjalizujących się w realizacji projektów promocyjnych / muzycznych.	

Źródło: opracowanie własne

Uzasadnienie (8): „Nabywając udziały Going sp. z o.o. – poprzez objęcie 100% udziałów w Empik Ventures sp. z o.o., Spółka pozyskuje wiedzę, know-how oraz infrastrukturę informatyczną (oprogramowanie) wytworzone do tej pory przez Going sp. z o.o. w zakresie oferowania online towarów i usług”.

Komentarz: uzasadnienie to budzi poważne wątpliwości, gdyż:

- uzasadnienie nie pozwala na jakąkolwiek charakterystykę „wiedzy”, „know-how”, czy „infrastruktury informatycznej”. W szczególności, nie wyjaśniono jakie unikatowe charakterystyki miałyby posiadać wymienione wyżej elementy (w tym miejscu godzi się znów przywołać fakt, iż w roku tym zatrudnienie w spółce wynosiło 5 pełnych etatów. Dla tak nielicznych zespołów trudno jest zwykle mówić o akumulacji wiedzy, czy know-

how ze względu na znaczącą kontrybucję ze strony pojedynczych pracowników) i dlaczego miałyby umożliwić osiągnięcie pozytywnych efektów biznesowych. Nie wskazano sposobu rozumienia „wiedzy” i „know-how”, w tym przede wszystkim jakich obszarów miałyby one dotyczyć, dlaczego są unikatowe, dlaczego miałyby być niedostępne dla innych podmiotów działających na rynku, w tym spółek działających w ramach grupy kapitałowej itd. Podobne wątpliwości dotyczą „infrastruktury informatycznej (oprogramowania)”, względem której nie podano żadnych charakterystyk biznesowych, w tym w szczególności, dlaczego oprogramowanie miałyby być unikatowe, jak jego użyteczność przewyższa dostępne na rynku rozwiązania, na ile oprogramowanie jest kompatybilne z innymi systemami stosowanymi w poszczególnych przedsiębiorstwach itp.,

- w uzasadnieniu nie wskazano w jaki sposób zasoby posiadane przez Going sp. z o.o. i wykorzystywane na rynku B2C miałyby korespondować z działalnością biznesową e-Muzyka S.A. realizowaną na rynku B2B,
- nie wskazano, dlaczego realizacja Transakcji miałyby być istotna z tego punktu widzenia. Punkt ten nie stanowi uzasadnienia Transakcji, gdyż nie wskazuje w jaki sposób sam fakt przeniesienia własności spółki Going sp. z o.o. (za pośrednictwem Empik Ventures sp. z o.o.; dokładniej mówiąc – przeniesienia własności aportu w postaci 50.000 udziałów w Empik Ventures sp. z o.o.) pomiędzy podmiotami działającymi w ramach jednej grupy kapitałowej miałyby wywierać korzyści dla tej grupy czy działających w jej ramach spółek. Zarówno przed jak i po Transakcji spółki e-Muzyka S.A., Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. działały w ramach jednej grupy kapitałowej, w której jednostką dominującą był Empik S.A. i współpracowały ze sobą.

Uzasadnienie (9): „W konsekwencji, e-Muzyka:

1. poszerzy swoje działalność i kontakty wśród młodych artystów, dla których Going jest rozpoznawalną i wiarygodną marką;
2. uzupełni zakres dotychczas kierowanej do artystów oferty o organizację koncertów, tras koncertowych, tzw. eventów promocyjnych oraz o możliwość sprzedaży biletów na atrakcyjnych warunkach;
3. poszerzy know-how Spółki w zakresie realizacji produkcji muzycznych w zakresie materiałów promocyjnych, klipów wideo, a także niestandardowych, kreatywnych działań promocyjnych;
4. uzupełni know-how w zakresie marketingu internetowego i marketingu w tzw. mediach społecznościowych”.

Komentarz: uzasadnienie to budzi poważne wątpliwości. Punkt ten stanowi niejako podsumowanie uzasadnień zaprezentowanych we wcześniejszych punktach. Ze względu na fakt, iż nie wprowadza nowych treści, w celu zachowania przejrzystości Sprawozdania, uwagi

odnośnie poszczególnych podpunktów nie będą tu powtarzane. Punktu tego tyczą się wszystkie wątpliwości zaprezentowane w odniesieniu do punktów 1-8 uzasadnienia.

Uzasadnienie (10): „Z drugiej strony, Going sp. z o.o. – jako spółka zależna e-Muzyki – będzie mogła korzystać z wiedzy i know-how wypracowanych do tej pory przez Spółkę. To z kolei będzie miało istotny wkład w dotychczasową działalność Going sp. z o.o. i będzie prowadzi do zwiększenia obrotów Going sp. z o.o., wskutek:

1. powiększenia bazy artystów, na występy których Going sp. z o.o. sprzedaje bilety, o artystów z portfela e-Muzyka oraz nowo pozyskanych wykonawców (w tym debutantów) – ze względu na skutki wzajemnej wymiany know-how pomiędzy ww. spółkami, a w dalszej konsekwencji do zwiększenia przychodów ze sprzedaży biletów;
2. wzrostu przychodów związanych z rozwojem działalności bookingowej oraz organizacji koncertów;
3. wzrostu przychodów ze względu na rozwój działalności produkcyjnej w zakresie produkcji materiałów promocyjnych, materiałów redakcyjnych, klipów wideo;
4. rozwoju nowych produktów technologicznych dla obrotu profesjonalnego”.

Komentarz: uzasadnienie to budzi poważne wątpliwości. Punkt ten prezentuje perspektywę korzyści Going sp. z o.o. Sposób sformułowania opisu korzyści jest jednak zbliżony do opisu korzyści e-Muzyka S.A. z tym, że jest dużo bardziej lakoniczny (jeden punkt zamiast dziewięciu). Ze względu na to, iż punkt ten powiela informacja zawarte we wcześniejszych częściach uzasadnienia, uwagi odnośnie poszczególnych podpunktów nie będą tu analizowane. Punktu tego tyczą się de facto wszystkie wątpliwości zaprezentowane w odniesieniu do punktów 1-8 uzasadnienia z tym, że sformułowane względem Going sp. z o.o.

Konkludując wszystkie powyższe rozważania można stwierdzić, iż fakt uzyskania wkładu niepieniężnego w postaci 50.000 udziałów w spółce Empik Ventures sp. z o.o. (pośrednio Going sp. z o.o.) na drodze podwyższenia kapitału spółki e-Muzyka S.A. był prawdopodobnie niecelowy z punktu widzenia zakładanych korzyści dla Spółki wynikających z przeprowadzenia Transakcji.

Przeprowadzone badanie, które uwzględniło fakt objęcia akcji serii F za wkład niepieniężny (w miejsce wykorzystania możliwości alternatywnych, np. wkładu pieniężnego), odbywało się na bazie badania korzyści, których wystąpienie było zakładane przez Zarząd e-Muzyka S.A. i wskazało, iż cały wskazany zakres korzyści budzi poważne wątpliwości. Wniosek ten dotyczy korzyści innych niż potencjalne efekty synergii, którym to efektem poświęcony jest osobny

rozdział niniejszego Sprawozdania¹⁴. Wniosek został sformułowany na bazie całości dostępnego materiału źródłowego.

¹⁴ Rozdział szósty: „Ustalenie prawidłowości założeń dotyczących ewentualnych specyficznych synergii generowanych w związku z przeprowadzeniem Transakcji”

3. Ocena kondycji finansowej Spółki, Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. przy wykorzystaniu wybranych metod analizy finansowej

W niniejszym rozdziale przeprowadzono analizę finansową i techniczno-ekonomiczną bazującą na danych zaczerpniętych ze sprawozdań finansowych spółek e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o. Analiza objęła swoim zasięgiem okres pięciu pełnych lat poprzedzających Transakcję, tj. 2016 – 2020. Analiza dla okresu późniejszego zostanie zaprezentowana w rozdziale 7 niniejszego Sprawozdania, tj. Określenie realnych finansowych i techniczno-ekonomicznych efektów przeprowadzenia Transakcji na tle przyjętych założeń. Oznacza to, że ocena kondycji finansowej wszystkich badanych spółek została przeprowadzona dla całego okresu, dla którego dostępna była dokumentacja, natomiast prezentacji uzyskanych wyników posłużą dwa rozdziały niniejszego Sprawozdania.

Badanie wskazuje, iż kondycja finansowa Going sp. z o.o. była istotnie gorsza niż e-Muzyka S.A.

3.1. Łączna ocena Going sp. z o.o. oraz Empik Ventures sp. z o.o.

Ocena kondycji finansowej spółki e-Muzyka S.A. odbyła się na podstawie dostępnego materiału źródłowego dotyczącego tej Spółki. W przypadku Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. również uwzględniono cały dostępny materiał źródłowy, w tym materiał wskazujący na prowadzenie działalności operacyjnej wyłącznie przez Going sp. z o.o. Analiza całości dostępnej dokumentacji wskazuje, iż o ile spółka Going sp. z o.o. prowadzi działalność biznesową, o tyle spółka Empik Ventures sp. z o.o. jest jedynie wehikułem posiadającym udziały w Going sp. z o.o. Stąd – analiza finansowa i techniczno-ekonomiczna powinna ten fakt uwzględniać i koncentrować się na wyłącznie na podmiocie, który prowadzi realną działalność operacyjną, tj. Going sp. z o.o.

W związku z powyższym, kondycję finansową spółek Going sp. z o.o. oraz Empik Ventures sp. z o.o. oceniono łącznie, bazując na danych dotyczących realnej działalności biznesowej. Pozostałe aspekty związane z funkcjonowaniem Empik Ventures sp. z o.o. (np. zadłużenie) są uwzględnione w stosownych miejscach w niniejszego Sprawozdania¹⁵.

¹⁵ W tym w szczególności w rozdziałach 13 i 14 niniejszego Raportu, tj. „Analiza rzetelności wyceny wartości spółki Going sp. z o.o. na dzień 31.10.2020 r. oraz spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31.10.2020 r.” oraz „Analiza prawidłowości parytetu wymiany udziałów spółki Empik Ventures sp. z o.o. na akcje spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31.10.2020 r.”

Podejście takie nie powinno budzić wątpliwości. Za podejściem takim, oprócz przesłanek stricte merytorycznych przemawia bowiem podejście samej Spółki. W tym przede wszystkim uzasadnienie Transakcji oraz przeprowadzone na jej potrzeby wyceny. Opis uzasadnienia Transakcji zawarto w dokumencie „Informacje dodatkowe dotyczące uzasadnienia nabycia udziałów Emipk Ventures (Going)”¹⁶, w którym analizowano Transakcję wyłącznie z perspektywy „akwizycji” Going. W dokumencie tym słusznie pominięto Emipk Ventures sp. z o.o., traktując tę spółkę narzędziowo – wyłącznie jako wehikuł posiadający udziały Going sp. z o.o. Jak wskazano: „akwizycja Going sp. z o.o. (poprzez nabycie 100% udziałów Empik Ventures sp. z o.o.) jest elementem realizacji kompleksowej strategii rozwoju e-Muzyka poprzez budowanie najszerszej na rynku oferty dla lokalnych artystów”. W dalszej części dokumentu analizowano zaś wyłącznie „wpływ przejęcia Going sp. z o.o.”. Ponadto, przeprowadzone na potrzeby Transakcji wyceny obejmowały przede wszystkim e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o. Dla spółek tych (przede wszystkim Going sp. z o.o.) podjęto próbę wyceny uwzględniającej działalność operacyjną prowadzoną przez przedsiębiorstwo. Wycena Empik Ventures sp. z o.o. została natomiast wykonana metodą skorygowanych aktywów netto z pominięciem jakiegokolwiek analizy działalności operacyjnej. W tym zakresie, podejście takie było słuszne.

Ze względu na przesłanki merytoryczne dotyczące prowadzenia działalności operacyjnej wyłącznie przez Going sp. z o.o. oraz stosowane przez samą Spółkę podejście do Transakcji koncentrujące się na Going sp. z o.o., w niniejszym Sprawozdaniu spółki Going sp. z o.o. oraz Empik Ventures sp. z o.o. zostaną przeanalizowane łącznie.

Odnosnie zakresu czasowego analizy prowadzonej w niniejszym Sprawozdaniu – zakres ten objął cały okres, dla którego udostępniona została dokumentacja źródłowa. Oznacza to, że badanie objęło swoim zakresem okres 2016-2021 (w niniejszym rozdziale zaprezentowano okres poprzedzający Transakcję, tj. 2016-2020), a ewentualne rozszerzenie zakresu czasowego (np. do zakresu 01.2015 – 06.2022) wymagałoby udostępnienia dokumentacji źródłowej dla wszystkich badanych spółek, dla innych okresów.

¹⁶ Zagadnienie to szczegółowo omówiono w rozdziale szóstym niniejszego Sprawozdania: „Ustalenie prawidłowości założeń dotyczących ewentualnych specyficznych synergii generowanych w związku z przeprowadzeniem Transakcji”

3.2. Podstawowy charakter prowadzonego badania

W tym miejscu należy dokładnie wyjaśnić sposób prowadzenia badania, właściwą metodykę oraz zakres danych stanowiących podstawę analizy, która jest zgodna z Postanowieniem Sądu Rejestrowego z dnia 06.12.2022 r. Prowadzone badanie może bowiem wykazywać się różnym stopniem szczegółowości w zależności od dostępnej podstawy informacyjnej. Niniejsze badanie można scharakteryzować jako badanie podstawowe.

Zgodnie z przyjętą praktyką oraz uznaną literaturą polską i światową, istotny jest podział analizy przedsiębiorstwa – według kryterium dostępu do danych o podmiocie analizy – na zewnętrzną i wewnętrzną¹⁷. Innymi – równoznacznymi – określeniami są: analiza ogólna i analiza szczegółowa, lub badanie podstawowe i badanie pogłębione.

Analiza ogólna jest przeprowadzana z perspektywy analityka zewnętrznego w stosunku do badanego przedsiębiorstwa, a zatem na podstawie danych ogólnie dostępnych, w tym przede wszystkim sprawozdań finansowych. Jak wskazuje się w literaturze: podstawowym źródłem informacji wykorzystywanym w analizach jest sprawozdawczość finansowa. Informacje pochodzące z tego źródła powinny być zrozumiałe dla każdego użytkownika, obiektywne i kompletne, czyli przedstawiać całościowo stan analizowanego podmiotu. Niemniej ważne jest, aby były to informacje aktualne, dostarczane w odpowiednim czasie, porównywalne i rzetelne, uwzględniające kompletność i poprawność danych zawartych w poszczególnych elementach sprawozdania¹⁸. Zarówno w polskim prawie bilansowym, jak i w MSSF sprawozdania finansowe stanowią uporządkowane przedstawienie sytuacji i wyników przedsiębiorstwa. Ich celem jest dostarczenie informacji na temat sytuacji finansowej, majątkowej, wyników finansowych i przepływów pieniężnych jednostki gospodarczej, czyli wiedzy na temat rezultatów zarządzania przez kierownictwo powierzonymi mu zasobami i kapitałami¹⁹.

Badanie pogłębione bazuje na danych z wnętrza przedsiębiorstwa, które nie są sprawozdawane na zewnątrz. Dzięki temu pozwala zwykle na uzyskanie wyższego poziomu szczegółowości analizy. Badanie takie obejmuje materiały ewidencyjne i pozaewidencyjne. Te pierwsze, mają znaczenie podstawowe i wynikają z prowadzonej w danym przedsiębiorstwie

¹⁷ Mikołajewicz, G., Nowicki, J. (2021). Analiza finansowa przedsiębiorstwa z aspektami zrównoważonego rozwoju. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu: Poznań.

¹⁸ Ibidem.

¹⁹ Samelak, J. (2013). Sprawozdanie finansowe czy roczny raport biznesowy – jako źródło informacji o działalności przedsiębiorstwa. W: R. Borowiecki, J. Chadam i J. Kaczmarek (red.), Zachowania przedsiębiorstw w obliczu nowych wyzwań gospodarczych. Kraków: UEK

ewidencji. Ich źródłem są: księgowość, kalkulacja i ewidencja, sprawozdawczość finansowa i rzeczowa, systemy informacyjne przedsiębiorstwa, dokumentacja konstrukcyjno-technologiczna oraz inna dokumentacja obrazująca działalność przedsiębiorstwa (handlowa, eksportowa, importowa), a także dokumentacja dotycząca zatrudnienia²⁰. Te drugie, obejmują m.in.: plany i prognozy, protokoły z posiedzeń zarządu i rady nadzorczej, uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy (wspólników), sprawozdania zarządu i rady nadzorczej, protokoły i wnioski pokontrolne, kosztorysy, raporty analityków, analizy branżowe. Jak wskazuje praktyka analityczna, wprowadzie materiały źródłowe pozaewidencyjne mają najczęściej charakter uzupełniający i pomocniczy, jednak ich brak może utrudniać lub w skrajnych przypadkach uniemożliwiać przeprowadzenie analizy finansowej określonego zakresu działalności przedsiębiorstwa²¹. Ta część badania obejmuje też badanie podstawowych uwarunkowań prawnych, zgodności z przepisami prawa korporacyjnego czy regulacjami korporacyjnymi.

Niezwykle istotny jest przy tym fakt, iż analiza ogólna (podstawowa) jest pełnoprawną analizą przedsiębiorstwa, na co wskazuje praktyka gospodarcza i liczne źródła literaturowe²². Analiza taka jest powszechnie wykorzystywana zarówno w praktyce komercyjnej przedsiębiorstw jak i w toku postępowań sądowych. Jest też ogólnie przyjętą praktyką analityczną stosowaną przez biegłych rewidentów²³. Wnioski, które wynikają z analizy podstawowej są istotne, a przeprowadzona we właściwy sposób analiza ogólna daje podstawy do formułowania

²⁰ Sierpińska, M. i Jachna, T. (2004). Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.

²¹ Gabrusewicz, W. (2014). Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Teoria i zastosowanie. Warszawa: PWE.

²² Bednarski, L. (2007). Analiza finansowa w przedsiębiorstwie. Warszawa: PWE; Dudycz, T. (2011). Analiza finansowa jako narzędzie zarządzania finansami przedsiębiorstwa. Wrocław: Indygo Zahir media; Fridson, M. i Alvarez, F. (2011). Financial statement analysis: A practitioner's guide. Chichester: Wiley; Friedlob, G. i Schleifer, L. (2003). Essentials of financial analysis. New Jersey: Wiley; Gabrusewicz, W. (2014). Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Teoria i zastosowanie. Warszawa: PWE; Jerzemowska, M. (2018). Zadłużenie przedsiębiorstwa i jego analiza. W: M. Jerzemowska (red.), Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie (s. 177–214). Warszawa: PWE; Khan, M. i Jain, P. (2007). Financial management. New Delhi: McGraw-Hill Publishing; Nowicka, S. i Stankiewicz, J. (2009). Analiza i ocena kondycji finansowej na przykładzie wybranych spółek. Toruń: Wydawnictwo Dom Organizatora; Sierpińska, M. i Jachna, T. (2007). Metody podejmowania decyzji finansowych. Analiza przykładów i przypadków. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN; Wędzki, D. (2006). Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego. Kraków: Wolters Kluwer.

²³ Polska Izba Biegłych Rewidentów (2019). Wykorzystanie procedur analitycznych w procesie badania sprawozdań finansowych. PIBR: Warszawa.

wiarygodnych wniosków o tych aspektach funkcjonowania przedsiębiorstwa, które podlegają badaniu.

W przypadku niniejszej analizy, przeprowadzono badanie podstawowe a wnioski z niego wpływające zostały sformułowane. W celu zapewnienia najwyższego możliwego poziomu rzetelności, wiarygodności, bezstronności, rzeczowości, obiektywności i szczegółowości, prócz samych sprawozdań finansowych w toku analizy podstawowej badaniu poddano wszystkie możliwe do zidentyfikowania informacje publicznie dostępne, a także szcztątkową dokumentację udostępnioną przez Spółkę. Tym niemniej, wykonanie analizy pogłębionej – jak zostało to wyraźnie opisane powyżej – możliwe jest wyłącznie przy uwzględnieniu dokumentacji wewnętrznej przedsiębiorstwa, a ta w większości nie została udostępniona²⁴.

Konkluzje, które zostały sformułowane są istotne i doprowadziły do uzyskania w pełni wiarygodnych wniosków. Natomiast, ze względu na nieudostępnienie całości dokumentacji, nie ma możliwości przeprowadzenia badania pogłębionego²⁵.

3.3. Metodyka analizy finansowej i techniczno-ekonomicznej

3.3.1. Uwagi wstępne do metodyki

Ocena kondycji finansowej badanych spółek została dokonana na bazie analizy finansowej i techniczno-ekonomicznej. W ramach oceny porównano sytuację spółek e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o. (fakt, iż głównym składnikiem aktywów Empik Ventures sp. z o.o. są udziały w spółce Going sp. z o.o. i że spółki te zostaną przeanalizowane łącznie był już omówiony). Porównanie jest istotnym elementem oceny. **W najprostszym ujęciu – jeżeli sytuacja ekonomiczna Going sp. z o.o. byłaby lepsza niż sytuacja ekonomiczna e-Muzyka S.A. to uzyskanie w wyniku Transakcji udziałów Empik Ventures sp. z o.o. (zamiast wkładu pieniężnego) byłoby racjonalne z punktu widzenia e-Muzyka S.A. Natomiast, jeżeli sytuacja ekonomiczna Going sp. z o.o. byłaby gorsza niż sytuacja ekonomiczna e-Muzyka S.A. to uzyskanie w wyniku Transakcji udziałów Empik Ventures sp. z o.o. (zamiast wkładu pieniężnego) nie byłoby racjonalne z punktu widzenia e-Muzyka S.A. ze względu na możliwość**

²⁴ Analiza udostępnionej dokumentacji została zawarta w Załączniku nr 1 do niniejszego Sprawozdania.

²⁵ Konkluzja ta dotyczy wszystkich analiz zaprezentowanych w ramach niniejszego Sprawozdania.

lepszego alokacji ewentualnych możliwych do uzyskania z emisji środków finansowych (np. na potrzeby rozwoju wewnętrznego).

Powtórnie, podręcznikowa podstawa prowadzenia fuzji i przejęć wskazuje, iż racjonalna ścieżka postępowania wymaga wykonania samooceny strategicznej potencjalnego nabywcy (e-Muzyka S.A.) oraz analizy możliwości wzrostu wewnętrznego, a następnie porównania możliwości wzrostu wewnętrznego względem wzrostu zewnętrznego²⁶ (poprzez przejęcie Going sp. z o.o. za pośrednictwem Empik Ventures sp. z o.o.). W tym kontekście, adekwatnym narzędziem jest porównawcza analiza finansowa i techniczno-ekonomiczna.

Analiza finansowa jest kompleksowym narzędziem wykorzystywanym do oceny kondycji podmiotów gospodarczych. Analiza taka może obejmować zróżnicowane obszary, w tym: przychody, koszty, wynik finansowy, rentowność, sytuację majątkową, sytuację kapitałową, pokrycie finansowe majątku, płynność finansową, aktywa niematerialne i działalność innowacyjną, efektywność gospodarowania, wspomaganie operacyjne i finansowe, tworzenie wartości, pozycję przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym.

W dalszej części niniejszego podrozdziału zaprezentowano metodykę wykorzystaną do wykonania porównawczej analizy finansowej spółek e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o. (pośrednio również Empik Ventures sp. z o.o.).

Prezentując metodykę omówiono najważniejsze obszary analizy finansowej, wskazując każdorazowo stosowane wskaźniki oraz ich interpretację. Jako podstawę dla prowadzonych obliczeń wykorzystano powszechnie wykorzystywany standard opracowany przez Komisję ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce (SKwP)²⁷, który zawiera zestaw najważniejszych wskaźników finansowych. Następnie, w celu pogłębienia analizy zestaw wskaźników opracowany przez SKwP poszerzono w wskaźniki zaczerpnięte z literatury przedmiotu.

²⁶ Frąckowiak, W. (2009). Fuzje i przejęcia. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne: Warszawa, s. 32-44.

²⁷ Dudycz, T., Skoczylas, W., Sektorowe wskaźniki finansowe. Opracowanie Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce. Pobrane z: <https://rachunkowosc.com.pl/sektorowe-wskazniki-finansowe>

Odnosząc się do samej metodyki prowadzenia analizy finansowej w kontekście fuzji i przejęć, należy wskazać, iż zgodnie z literaturą przedmiotu zainteresowane podmioty należy w pierwszej kolejności ocenić pod kątem²⁸:

- przychodów ze sprzedaży,
- wyniku na sprzedaży,
- EBITDA,
- EBIT,
- zysku netto.

Ocena taka powinna obejmować wysokość poszczególnych kategorii finansowych w kolejnych okresach. Zmienność w czasie jest jednym z istotnych elementów podlegających ocenie. W niniejszym Sprawozdaniu, w pierwszej kolejności zaprezentowano i omówiono więc wszystkie powyższe wielkości finansowe dla analizowanych spółek.

W uzupełnieniu dla analizy typowej dla fuzji i przejęć, w dalszej części Sprawozdania zaprezentowano ogólną analizę finansową. Ta część badania pozwoliła na sformułowanie konkluzji w takich obszarach jak:

- rentowność i produktywność,
- płynność finansowa,
- sytuacja majątkowo-kapitałowa,
- gospodarowanie kapitałem obrotowym netto,
- zadłużenie.

Badanie pozwoliło również ocenić sytuację finansową z punktu widzenia zagrożenie upadłością badanych podmiotów.

Odnosząc się zaś do interpretacji uzyskanych wyników – na bazie zarówno praktyki fuzji i przejęć, jak i literatury z zakresu finansów można wskazać cechy przedsiębiorstwa przejmowanego, które świadczą o jego atrakcyjności dla nabywcy²⁹. Cechy te należy mieć na uwadze dokonując oceny uzyskanych wyników analizy wskaźnikowej:

- szybko rosnące przepływy pieniężne i zyski. Najbardziej pożądaną cechą jest wzorzec rosnących przepływów pieniężnych i zysków. Przyszłe przepływy pieniężne są najbardziej bezpośrednią korzyścią, jaką kupujący czerpie z przejęcia. Dlatego

²⁸ Rosnbaum, J., Pearl, J. (2009). Investment banking. Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions. Wiley: New Jersey

²⁹ Gaughan, P. (2018). Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring. Wiley: New Jersey

- wzrostowy trend historyczny tych wartości może być wskaźnikiem ich wyższych poziomów w przyszłości,
- wysoka płynność. Własna płynność spółki docelowej może zostać wykorzystana do sfinansowania jej własnej aktywności. Odzwierciedleniem tego stanu są wysokie wskaźniki płynności,
 - niska dźwignia finansowa. Niskie wskaźniki dźwigni, takie jak wskaźnik zadłużenia i wskaźnik zadłużenia kapitału własnego, są pożądane, ponieważ wskazują na niższy poziom ryzyka, a także dodatkową zdolność do pozyskania zadłużenia, którą można wykorzystać do sfinansowania przejęcia,
 - dla spółek notowanych - niska cena w stosunku do zysków. Niski wskaźnik P/E w porównaniu z jego poziomem z ostatnich dwóch, trzech lat sugeruje, że spółka może być relatywnie niedroga. Niski stosunek P/E jest ogólnie uważany za pożądaną cechę spółki przejmowanej,
 - wartość rynkowa niższa niż wartość księgową.

3.3.2. Wskaźniki

W dalszej części rozdziału zaprezentowano wskaźniki wykorzystywane w toku prac analitycznych. Wszystkie wskaźniki ponumerowano (numeracja przy kolejnych akapitach) i zaprezentowano zarówno w formie matematycznego wzoru jak i stosownego omówienia.

Rentowność to obszar analizy finansowej historycznie najstarszy, w którym zestawia się wynik finansowy z czynnikiem go wywołującym. O ile więc sam zysk lub strata jest wynikiem różnicy przychodów i kosztów (miernikiem), o tyle rentowność to relacja, w której odnosi się osiągnięty wynik finansowy do czynnika sprawczego. Jednocześnie należy rozróżnić rentowność od zyskowności. Zyskowność to zdolność do generowania zysków. Rentowność charakteryzuje więc zyskowność danego czynnika sprawczego³⁰.

Analiza rentowności w klasycznym ujęciu opiera się na trzech grupach wskaźników: rentowności sprzedaży, rentowności aktywów oraz rentowności kapitałów³¹. Transakcja sprzedaży jest podstawą oceny rentowności sprzedaży. Powstały zysk to jednak efekt dwóch relacji: pierwszej – między podmiotem a klientem, oraz drugiej – kiedy to podmiot kształtuje

³⁰ Mikołajewicz, G., Nowicki, J. (2021). Analiza finansowa przedsiębiorstwa z aspektami zrównoważonego rozwoju. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu: Poznań.

³¹ Hamrol, M. (2010). Analiza finansów. Ujęcie sytuacyjne. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu: Poznań, s. 169-195.

relacje z dostawcami czynników produkcji. Tym samym rentowność sprzedaży jest wyrazem osiągniętej przez przedsiębiorstwo marżowości. Rentowność aktywów ocenia się wtedy, kiedy czynnikiem sprawczym wyniku finansowego jest posiadanie określonego prawa do majątku. Zasadniczo opiera się ona na relacjach z decydentami, którzy są władni podejmować decyzje dotyczące kierunku inwestycyjnego i sposobu zagospodarowania posiadanego majątku. Umiejętny dobór majątku, zgodny z modelem biznesowym, umożliwia prowadzenie aktywności gospodarczej i w efekcie sprzedaż. Rentowność zainwestowanych kapitałów stanowi kolejne ujęcie rentowności. Jest to spojrzenie zewnętrzne, od strony dawców kapitałów. Czynnikiem sprawczym staje się tutaj powierzony przez nich kapitał, którego umiejętne inwestowanie powinno przynieść zysk. Rentowność w ujęciu kapitałowym przedstawia więc relacje z dawcami kapitału. Zgromadzony kapitał jest inwestowany w aktywa, które pozwalają na aktywność gospodarczą podmiotu.

- (1) Wskaźnik rentowności operacyjnej aktywów³² służy przede wszystkim do oceny zdolności aktywów przedsiębiorstwa do generowania zysku z działalności operacyjnej. W uzupełnieniu do wskaźnika rentowności majątku pozwala więc na uwzględnienie pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych. Jednocześnie pokazuje, czy przedsiębiorstwo zarządza swoimi aktywami w efektywny sposób. Im wyższy poziom wskaźnika, tym większe bezpieczeństwo prowadzonej działalności. Wykorzystać należy wzór:

$$WROA = \frac{WOP}{A}$$

gdzie:

WROA – wskaźnik rentowności operacyjnej aktywów,

WOP – wynik z działalności operacyjnej,

A – średniokresowe aktywa.

³² Dudycz, T., Skoczylas, W., Sektorowe wskaźniki finansowe. Opracowanie Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce. Pobrane z: <https://rachunkowosc.com.pl/sektorowe-wskazniki-finansowe>

(2) Wskaźnik rentowności aktywów³³ jest jednym z podstawowych wskaźników rentowności. Jego zaletą jest to, że umożliwia ocenę aktywności gospodarczej, która polega na zarządzaniu aktywami. Im wyższy wskaźnik, tym wyższy zysk netto został wypracowany na bazie posiadanych aktywów, a tym samym tym większa skuteczność ich wykorzystania. Im wyższy poziom wskaźnika tym większa zdolność przedsiębiorstwa do generowania zysku na bazie posiadanego majątku. Wskaźnik został obliczony wg poniższego wzoru:

$$WRA = \frac{WF}{A}$$

gdzie:

WRA – wskaźnik rentowności aktywów,

WF – wynik finansowy netto,

A – średniokresowe aktywa razem.

(3) Wskaźnik rentowności kapitału własnego³⁴ jest jednym z najważniejszych, o ile nie najważniejszym wskaźnikiem w analizie finansowej, przeprowadzanej zwykle z punktu widzenia interesów właściciela. Wskaźnik prezentuje liczbę złotych zysku netto z każdej złotówki kapitałów własnych³⁵. Im wyższa jest wartość stopy zwrotu z kapitału własnego, tym korzystniejsza jest sytuacja finansowa jego właścicieli, mniejsze zagrożenie upadłością, a także większe możliwości rozwojowe przedsiębiorstwa w przypadku niewypłacania dywidendy z osiąganego zysku netto. Wykorzystać należy wzór:

$$WRKW = \frac{WF}{KW}$$

³³ Mikołajewicz, G., Nowicki J. (2021). Analiza finansowa przedsiębiorstwa z elementami zrównoważonego rozwoju. Wydawnictwo UEP: Poznań

³⁴ Dudycz, T., Skoczyła, W., Sektorowe wskaźniki finansowe. Opracowanie Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce. Pobrane z: <https://rachunkowosc.com.pl/sektorowe-wskazniki-finansowe>

³⁵ Hamrol, M. (2010). Analiza finansów. Ujęcie sytuacyjne. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu: Poznań.

gdzie:

WRKW – wskaźnik rentowności kapitału własnego,

WF – wynik finansowy netto,

KW – średniokresowy kapitał własny.

- (4) Wskaźnik rentowności netto³⁶ jest najbardziej syntetycznym wskaźnikiem rentowności, określającym udział wyniku finansowego netto we wszystkich przychodach osiągniętych przez przedsiębiorstwo. Jego wartość względem wskaźnika rentowności sprzedaży jest zwykle niższa, choć zależy to jeszcze od stopnia, w jakim przedsiębiorstwo wykazuje aktywność w obszarze działalności finansowej. Pożądaną sytuacją jest utrzymywanie się wskaźnika na poziomie wysokim. Wykorzystać należy wzór:

$$WRN = \frac{WF}{PS + PPO + PF + ZNDW}$$

gdzie:

WRN – wskaźnik rentowności netto,

WF – wynik finansowy,

PS – przychody ze sprzedaży,

PPO – pozostałe przychody operacyjne,

PF – przychody finansowe,

ZNDZ – zdarzenia nadzwyczajne³⁷.

³⁶ Dudycz, T., Skoczylas, W., Sektorowe wskaźniki finansowe. Opracowanie Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce. Pobrane z: <https://rachunkowosc.com.pl/sektorowe-wskazniki-finansowe>

³⁷ Obecnie załącznik nr 1 do Ustawy o rachunkowości wyklucza stosowanie we wzorze tego elementu.

- (5) Wskaźnik rentowności sprzedaży³⁸ informuje o udziale zysku lub straty ze sprzedaży w przychodach ze sprzedaży, świadcząc tym samym o efektywności przedsiębiorstwa w zakresie podstawowej działalności operacyjnej, wyrażonej relacją przychodów do kosztów. Spadek tego wskaźnika może wynikać ze wzrostu kosztów w obszarze podstawowej działalności operacyjnej, a także spadku przychodów przy jednoczesnej konieczności ponoszenia kosztów stałych. Wskaźnik prezentuje wysokość wyniku osiągniętą po pokryciu kosztów wytworzenia sprzedanych produktów, wartości sprzedanych towarów i materiałów oraz kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu. Odpowiada na pytanie: ile złotych z każdej złotówki przychodów na sprzedaży pozostanie w przedsiębiorstwie w formie wyniku ze sprzedaży³⁹. Korzystną sytuacją z punktu widzenia zagrożenia upadłością jest więc uzyskiwanie wysokich wartości wskaźnika. Wykorzystać należy wzór:

$$WRS = \frac{WS}{PS}$$

gdzie:

WRS – wskaźnik rentowności sprzedaży,

WS – wynik ze sprzedaży,

PS – przychody ze sprzedaży.

- (6) Wskaźnik rentowności ekonomicznej sprzedaży⁴⁰ stanowi relację zysku lub straty z działalności operacyjnej powiększonych o amortyzację, do sumy podstawowych i pozostałych przychodów operacyjnych. Im niższy wskaźnik tym większe przychody muszą być zrealizowane dla osiągnięcia oczekiwanego wyniku z działalności operacyjnej. Korekta licznika polega na dodaniu amortyzacji, która jest wielkością niepieniężną, co ma szczególne znaczenie np. dla przedsiębiorstw o dużym udziale

³⁸ Dudycz, T., Skoczylas, W., Sektorowe wskaźniki finansowe. Opracowanie Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce. Pobrane z: <https://rachunkowosc.com.pl/sektorowe-wskazniki-finansowe>

³⁹ Hamrol, M. (2010). Analiza finansów. Ujęcie sytuacyjne. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu: Poznań.

⁴⁰ Dudycz, T., Skoczylas, W., Sektorowe wskaźniki finansowe. Opracowanie Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce. Pobrane z: <https://rachunkowosc.com.pl/sektorowe-wskazniki-finansowe>

środków trwałych w aktywach. Korekta ta stanowi pewnego rodzaju uproszczone przekształcenie zysku do przepływów pieniężnych. Wysokie wartości wskaźnika są pożądane. W celach analitycznych wykorzystano następującą formułę obliczeniową:

$$WSROS = \frac{WOP + AM}{PS + PPO}$$

gdzie:

WSROS – wskaźnik skorygowanej rentowności operacyjnej sprzedaży,

WOP – wynik z działalności operacyjnej,

AM – amortyzacja,

PS – przychody ze sprzedaży,

PPO – pozostałe przychody operacyjne.

(7) Wskaźnik rentowności operacyjnej sprzedaży⁴¹ pokazuje, jak kształtuje się rentowność z całej działalności operacyjnej. Różni się od wskaźnika rentowności sprzedaży uwzględnieniem pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych. Jest szczególnie przydatny, gdy pozostała działalność ma względnie trwały wpływ na wynik działalności operacyjnej. Odpowiada na pytanie: ile złotych wyniku operacyjnego otrzymuje/traci podmiot z każdej złotówki przychodów z działalności operacyjnej. Korzystną sytuacją jest więc uzyskiwanie wysokich wartości wskaźnika. Wskaźnik został obliczony wg poniższego wzoru:

$$WROS = \frac{WOP}{PS + PPO}$$

gdzie:

WROS – wskaźnik rentowności operacyjnej sprzedaży,

⁴¹ Mikołajewicz, G., Nowicki J. (2021). Analiza finansowa przedsiębiorstwa z elementami zrównoważonego rozwoju. Wydawnictwo UEP: Poznań

WOP – wynik z działalności operacyjnej,

PS – przychody ze sprzedaży,

PPO – pozostałe przychody operacyjne.

- (8) Marża EBIT⁴² przedstawia rentowność we wszystkich obszarach jej tworzenia. Jest szczególnie przydatny, jeżeli działalność finansowa stanowi trwałe źródło przychodów podmiotu, a więc np. w sytuacji, gdy podmiot otrzymuje regularnie dywidendy z inwestycji w udziały i akcje, prowadzi działalność pożyczkową lub zabezpiecza np. cenę materiałów czy produktu gotowego za pomocą instrumentów pochodnych. Nie uwzględnia wpływu struktury kapitałowej czy polityki podatkowej na podmiot, przez co ma zastosowanie w analizach wewnętrznych na potrzeby ich określania. Odpowiada na pytanie, ile złotych zysku / straty (przed odsetkami i podatkiem) wypracował podmiot z każdej złotówki przychodów. Wskaźnik został obliczony wg poniższego wzoru:

$$Marża_{EBIT} = \frac{EBIT}{PS + PPO + PF}$$

gdzie:

Marża_{EBIT} – wskaźnik marży EBIT,

EBIT – ang. earnings before interest and taxes,

PS – przychody ze sprzedaży,

PPO – pozostałe przychody operacyjne,

PF – przychody finansowe.

Przy czym, EBIT obliczany jest każdorazowo jako suma zysku/straty na działalności operacyjnej oraz przychodów finansowych, pomniejszonych o koszty finansowe z wyłączeniem odsetek⁴³.

⁴² Ibidem

⁴³ Gabrusewicz, W. (2014). Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Teoria i zastosowanie. Warszawa: PWE

- (9) Wskaźnik rentowności brutto⁴⁴ prezentuje rentowność we wszystkich obszarach jej tworzenia przy uwzględnieniu określonej struktury finansowania. Nie uwzględnia natomiast polityki podatkowej. Ma więc również zastosowanie w analizach wewnętrznych. Odpowiada na pytanie, ile złotych zysku/straty przed opodatkowaniem wypracował podmiot z każdej złotówki przychodów ogółem. Korzystną sytuacją jest więc uzyskiwanie wysokich wartości wskaźnika. Wykorzystać należy wzór:

$$WRB = \frac{WFB}{PS + PPO + PF}$$

gdzie:

WRB – wskaźnik rentowności brutto,

WFB – wynik finansowy brutto,

PS – przychody ze sprzedaży,

PPO – pozostałe przychody operacyjne,

PF – przychody finansowe.

- (10) Wskaźnik rentowności kapitału całkowitego⁴⁵ przedstawia problem efektywności zainwestowanych kapitałów w inny sposób. Zakłada w liczniku hipotetyczny EBIAT (earnings before interest after taxes) (EBIT po opodatkowaniu, $EBIT \cdot (1 - T_{ef})$), jaki osiągnąłby podmiot niezależnie od struktury kapitałowej. Mianownik wyraża zainwestowany w tym celu kapitał. Sam wskaźnik informuje, ile złotych zysku przypada na złotówkę kapitałów całkowitych. Wykorzystać należy wzór:

$$WRKC = \frac{EBIT * (1 - T_{ef})}{KC}$$

gdzie:

⁴⁴ Mikołajewicz, G., Nowicki J. (2021). Analiza finansowa przedsiębiorstwa z elementami zrównoważonego rozwoju. Wydawnictwo UEP: Poznań

⁴⁵ Ibidem

WRKC – wskaźnik rentowności kapitału całkowitego,

EBIT – ang. earnings before interest and taxes,

T_{ef} – efektywna stopa podatkowa,

KC – średniokresowy kapitał całkowity.

Po rentowności, kolejnym obszarem, w którym dokonano analizy jest płynność finansowa. Najogólniej mówiąc, przez płynność finansową rozumie się zdolność do terminowego regulowania wymagalnych zobowiązań krótkoterminowych. W szerszym ujęciu płynność finansowa jest definiowana jako zdolność do regulowania zobowiązań wynikających ze zwykłych, codziennych transakcji, nieprzewidzianych zdarzeń oraz sytuacji, w których pojawia się możliwość zakupu składników majątku po okazyjnych cenach. Pomiaru płynności finansowej dokonuje się przede wszystkim, używając wskaźników statycznych opartych na danych bilansowych⁴⁶.

- (11) Wskaźnik płynności bieżącej⁴⁷ informuje o zdolności przedsiębiorstwa do terminowego regulowania zobowiązań krótkoterminowych w oparciu o aktywa obrotowe, do których należą środki pieniężne i ich substytuty, a ponadto zapasy, należności i rozliczenia międzyokresowe, a zatem aktywa, które mogą zostać sprzedane w okresie roku bilansowego. Z punktu widzenia możliwości kontynuowania działalności pożądane są wysokie wartości wskaźnika. Przy interpretacji tego wskaźnika należy oczywiście mieć na uwadze, że zakładana możliwość sprzedaży aktywów obrotowych, może w praktyce przysparzać pewnych trudności, a przynajmniej prowadzić do uzyskania środków pieniężnych o mniejszej wartości, niż wynikałoby to z wartości bilansowej tych aktywów. Formułę obliczeniową zaprezentowano poniżej:

⁴⁶ Bednarski, L. (2007). Analiza finansowa w przedsiębiorstwie. Warszawa: PWE; Dudycz, T. (2011). Analiza finansowa jako narzędzie zarządzania finansami przedsiębiorstwa. Wrocław: Indygo Zahir media

⁴⁷ Dudycz, T., Skoczylas, W., Sektorowe wskaźniki finansowe. Opracowanie Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce. Pobrane z: <https://rachunkowosc.com.pl/sektorowe-wskazniki-finansowe>

$$WPB = \frac{AO(\text{bez należności z tytułu dostaw i usług o okresie płatności powyżej 12 miesięcy})}{ZK(\text{bez zobowiązań z tytułu dostaw i usług o okresie wymagalności powyżej 12 miesięcy})}^{48}$$

gdzie:

WPB – wskaźnik płynności bieżącej,

AO – aktywa obrotowe,

ZK – zobowiązania krótkoterminowe.

- (12) Wskaźnik płynności szybkiej⁴⁹ pokazuje stopień pokrycia zobowiązań krótkoterminowych aktywami o dużym stopniu płynności. W porównaniu do wskaźnika płynności bieżącej wyłączeniu podlegają zatem zapasy (a w zależności od formuły również rozliczenia międzyokresowe). Wskaźnik płynności szybkiej z racji swojego zapisu matematycznego powinien być niższy od wskaźnika płynności bieżącej. Wysokie wartości wskaźnika są pożądane z punktu widzenia bezpieczeństwa prowadzonej działalności. Formułę obliczeniową zaprezentowano poniżej:

$$WPS = \frac{AO(\text{bez należności z tytułu dostaw i usług o okresie płatności powyżej 12 miesięcy}) - Z - KRM}{ZK(\text{bez zobowiązań z tytułu dostaw i usług o okresie wymagalności powyżej 12 miesięcy})}$$

gdzie:

WPS – wskaźnik płynności szybkiej,

⁴⁸ Wzór SKwP; tu i w kolejnych wzorach poprzez zobowiązania krótkoterminowe SKwP rozumie: „sumę: krótkoterminowych rezerw na świadczenia emerytalne i podobne, krótkoterminowych pozostałych rezerw, zobowiązań krótkoterminowych (bez zobowiązań z tytułu dostaw i usług o okresie wymagalności powyżej 12 mies.), krótkoterminowych innych rozliczeń międzyokresowych”.

⁴⁹ Dudycz, T., Skoczylas, W., Sektorowe wskaźniki finansowe. Opracowanie Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce. Pobrane z: <https://rachunkowosc.com.pl/sektorowe-wskazniki-finansowe>

AO – aktywa obrotowe,

Z – zapasy,

ZK – zobowiązania krótkoterminowe,

KRM – krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe czynne.

- (13) Wskaźnik płynności natychmiastowej⁵⁰ jest najbardziej restrykcyjnym wskaźnikiem płynności liczonym na bazie wielkości z bilansu. Wskaźnik ten określa, jaka część zobowiązań krótkoterminowych może być regulowana przez aktywa w postaci gotówki lub jej substytutów zaliczanych do inwestycji krótkoterminowych. Należy przy tym pamiętać, że wartości tego wskaźnika, podobnie jak innych wskaźników płynności, powinny oscylować w pewnym przedziale okalającym średnie branżowe. Uzyskanie wartości znacząco przekraczające średnie branżowe mogłoby sugerować występowania zjawiska nadpłynności. Formułę obliczeniową zaprezentowano poniżej:

$$WPN = \frac{IK}{ZK(\text{bez zobowiązań z tytułu dostaw i usług o okresie wymagalności powyżej 12 miesięcy})}$$

gdzie:

WPN – wskaźnik płynności natychmiastowej,

AO – aktywa obrotowe,

Z – zapasy,

NK – należności krótkoterminowe,

ZK – zobowiązania krótkoterminowe,

IK – inwestycje krótkoterminowe.

- (14) Dynamiczny wskaźnik płynności finansowej⁵¹ jest kolejnym z grupy wskaźników płynności. W przypadku podmiotów intensywnie się rozwijających oraz takich, które nie

⁵⁰ Ibidem

⁵¹ Mikołajewicz, G., Nowicki J. (2021). Analiza finansowa przedsiębiorstwa z elementami zrównoważonego rozwoju. Wydawnictwo UEP: Poznań

sporządzają rachunku przepływów pieniężnych, do oceny płynności finansowej stosuje się wskaźniki siły finansowej oparte na nadwyżce finansowej. Jest ona rozumiana jako zysk netto + amortyzacja⁵² i określa szacunkowy poziom gotówki netto z działalności operacyjnej przed uwzględnieniem inwestycji w kapitale pracującym i oczywiście pozostałymi korektami. Wysoka nadwyżka finansowa umożliwia dokonanie inwestycji w kapitale pracującym oraz stanowi źródło gotówki odpowiednie do pokrycia pozostałych wydatków finansowych i inwestycyjnych. Umożliwia więc rozwój dzięki samofinansowaniu. Z tego powodu świadczy o sile finansowej podmiotu. Formułę obliczeniową zaprezentowano poniżej:

$$DWPF = \frac{\textit{nadwyżka finansowa}}{KO_{K-term}}$$

gdzie:

DWPF – dynamiczny wskaźnik płynności finansowej,

nadwyżka finansowa – nadwyżka finansowa,

KO_{K-term} – średni stan kapitału obcego krótkoterminowego.

- (15) Wskaźnik nadwyżki finansowej do przychodów ze sprzedaży⁵³ ma zbliżoną wartość informacyjną do dynamicznego wskaźnika płynności finansowej. Zestawia on jednak nadwyżkę finansową z przychodami osiąganymi przez przedsiębiorstwo. Formułę obliczeniową zaprezentowano poniżej:

$$WNF = \frac{\textit{nadwyżka finansowa}}{PS}$$

gdzie:

WNF – wskaźnik nadwyżki finansowej do przychodów ze sprzedaży,

⁵² Helfert, E. A. (2004). Techniki analizy finansowej. Warszawa: PWE.

⁵³ Mikołajewicz, G., Nowicki J. (2021). Analiza finansowa przedsiębiorstwa z elementami zrównoważonego rozwoju. Wydawnictwo UEP: Poznań

nadwyżka finansowa – nadwyżka finansowa,

PS – przychody ze sprzedaży.

Kolejną grupą wskaźników wykorzystaną w analizie są wskaźniki odzwierciedlające relacje pomiędzy aktywami i pasywami przedsiębiorstwa, innymi słowy pomiędzy majątkiem, a źródłami jego finansowania. Sytuacja majątkowo-kapitałowa jest przy tym jednym z kluczowych obszarów, którego badanie pozwala określić m.in. dopasowanie źródeł finansowania użytkowanych aktywów⁵⁴.

- (16) Pierwszym wskaźnikiem z tej grupy jest wskaźnik pokrycia aktywów trwałych kapitałem własnym i rezerwami długoterminowymi⁵⁵. Wskaźnik pokazuje w jakim stopniu kapitał własny i rezerwy pokrywają aktywa wykorzystywane przez przedsiębiorstwo w długim okresie. Wskaźnik obliczany jest wg wzoru:

$$PAT = \frac{KW + RD}{AT + nal. handl. powyżej 12 m - cy}$$

gdzie:

PAT – wskaźnik pokrycia aktywów trwałych kapitałem własnym i rezerwami długoterminowymi,

KW – kapitał własny,

RD – rezerwy długoterminowe⁵⁶,

AT – aktywa trwałe,

⁵⁴ Wędzki, D. (2006). Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego. Kraków: Wolters Kluwer.

⁵⁵ Dudycz, T., Skoczylas, W., Sektorowe wskaźniki finansowe. Opracowanie Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce. Pobrane z: <https://rachunkowosc.com.pl/sektorowe-wskazniki-finansowe>

⁵⁶ Wzór SKwP, tu i w kolejnych wzorach: suma rezerwy z tytułu podatku odroczonego, długoterminowych rezerw na świadczenia emerytalne i podobne, pozostałych rezerw długoterminowych, ujemnej wartości firmy i długoterminowych innych rozliczeń międzyokresowych.

nal. handl. powyżej 12 m-cy - należności handlowe o okresie spłaty powyżej 12 m-cy⁵⁷.

- (17) Złota zasada bilansowa⁵⁸ jest wykorzystywana do oceny stopnia dopasowania źródeł finansowania do okresu użytkowania aktywów. Relacja kapitałów własnych do aktywów długoterminowych, nazywana też pierwszym stopniem pokrycia, pokazuje, w jakim stopniu aktywa te są finansowane kapitałem własnym. Jeśli aktywa długoterminowe są w pełni pokryte kapitałem własnym, zachowana jest tzw. złota reguła bilansowa. Aktywa trwałe, które są wykorzystywane w przedsiębiorstwie w długim okresie, charakteryzują się z reguły niską płynnością, stąd też powinny być sfinansowane kapitałami oddanymi do dyspozycji przedsiębiorstwa na długi okres. Wykorzystywany jest wzór:

$$\text{złota zasada bilansowa} = \frac{KW}{AT}$$

gdzie:

złota zasada bilansowa – złota zasada bilansowa,

KW – kapitał własny,

AT – aktywa trwałe.

- (18) Złota zasada finansowa⁵⁹ jest powiązana ze złotą zasadą bilansową. Przy racjonalnym finansowaniu działalności przedsiębiorstwa źródłem finansowania aktywów długoterminowych jest kapitał stały. Kapitał bowiem nie powinien być krócej związany z danym składnikiem aktywów, niż wynosi okres pozostawania tego aktywa w przedsiębiorstwie. Taki charakter, oprócz kapitału własnego, mają również kapitał obcy długoterminowy. Wykorzystywany jest wzór:

⁵⁷ Wzór SKwP, tu i w kolejnych wzorach: suma należności od jednostek powiązanych z tytułu dostaw i usług o okresie spłaty powyżej 12 mies. i należności od pozostałych jednostek z tytułu dostaw i usług o okresie spłaty powyżej 12 mies.

⁵⁸ Sierpińska, M. i Jachna, T. (2004). Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.

⁵⁹ Ibidem

$$\text{złota zasada finansowa} = \frac{\text{kapitał stały}}{AT}$$

gdzie:

złota zasada finansowa – złota zasada finansowa,

kapitał stały – kapitał stały,

AT – aktywa trwałe.

Kolejnym obszarem analitycznym podlegającym badaniu jest kapitał obrotowy netto. Istotną częścią analizy gospodarowania kapitałem obrotowym netto jest badanie stopnia zamrożenia środków pieniężnych w aktywach krótkoterminowych (zapasach, należnościach) oraz czasu odroczenia płatności zobowiązań krótkoterminowych. Służą do tego wskaźniki rotacji. Ich istotą jest przeliczenie zapasów, należności i zobowiązań w zależności od potrzeb na dni sprzedaży lub na dni kosztów wytwarzania⁶⁰.

- (19) Analiza kapitału obrotowego netto sprowadza się do ustalenia relacji między kapitałem obrotowym netto a aktywami krótkoterminowymi bądź wybranymi ich grupami lub przychodami ze sprzedaży⁶¹. Relację kapitału obrotowego netto do aktywów ogółem wyraża wzór:

$$WR_{KON} = \frac{KON}{AT + AO}$$

gdzie:

WR_{KON} – wskaźnik relacji kapitału obrotowego netto do aktywów ogółem,

KON – kapitał obrotowy netto,

⁶⁰ Nowicka, S. i Stankiewicz, J. (2009). Analiza i ocena kondycji finansowej na przykładzie wybranych spółek. Toruń: Wydawnictwo Dom Organizatora; Wędzki, D. (2006). Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego. Kraków: Wolters Kluwer.

⁶¹ Sokół, H. (2014). Ryzyko a płynność finansowa przedsiębiorstwa. W: J. Grzywacz (red.) Płynność finansowa przedsiębiorstw w Polsce, Uwarunkowania, zarządzanie płynności, ryzyko. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH

AT – aktywa trwałe,

AO – aktywa obrotowe.

- (20) Wskaźnik rotacji zapasów⁶² (inaczej okres utrzymania zapasów) informuje przez ile dni gotówka pozostaje zamrożona w zapasach. Wzrost wskaźnika może świadczyć o trudnościach przedsiębiorstwa w upłynnieniu zapasu. Z punktu widzenia bezpieczeństwa prowadzonej działalności, pożądane są niskie (na tle średnich branżowych) wartości wskaźnika. Wykorzystać należy wzór:

$$OUZ = \frac{Z \times O}{PS}$$

gdzie:

OUZ – okres utrzymania zapasów,

Z – średniookresowy stan zapasów,

O – liczba dni w okresie (np. dla roku 365),

PS – przychody ze sprzedaży.

- (21) Wskaźnik rotacji należności⁶³ (inaczej okres spływu należności) z tytułu dostaw i usług określa przeciętny czas, wyrażony w dniach, w jakim spłacane są należności handlowe. Innymi słowy jest to czas zamrożenia środków pieniężnych w należnościach handlowych. Wydłużenie okresu spłaty należności handlowych wiąże się z zagrożeniem powstania zatorów płatniczych w łańcuchu zależności pomiędzy przedsiębiorstwami, które nierzadko warunkują regulowanie zobowiązań spływaniem należności handlowych. Ma to miejsce szczególnie wtedy, gdy ograniczone są możliwości pozyskiwania środków pieniężnych z innych źródeł. O relatywnie wyższym bezpieczeństwie prowadzenia działalności świadczy niski (na tle średnich branżowych) poziom wskaźnika. Formułę obliczeniową zaprezentowano poniżej:

⁶² Dudycz, T., Skoczylas, W., Sektorowe wskaźniki finansowe. Opracowanie Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce. Pobrane z: <https://rachunkowosc.com.pl/sektorowe-wskazniki-finansowe>

⁶³ Ibidem

$$OSN_{handl.} = \frac{NzDiU * O}{PS}$$

gdzie:

$OSN_{handl.}$ – okres spływu należności z tytułu dostaw i usług,

O – liczba dni w okresie (np. dla roku 365),

PS – przychody ze sprzedaży,

NzDiU – średniookresowy stan należności z tytułu dostaw i usług do 12 miesięcy.

- (22) Wskaźnik rotacji zobowiązań⁶⁴ (inaczej okres regulowania zobowiązań) z tytułu dostaw i usług określa przeciętny czas, w jakim regulowane są zobowiązania handlowe. Im okres regulowania zobowiązań jest dłuższy, tym w większym stopniu przedsiębiorstwo „wykorzystuje” środki swoich wierzycieli. Wzrastające wartości wskaźnika mogą jednak świadczyć o narastającym problemie przedsiębiorstwa z regulowaniem na czas swoich zobowiązań handlowych. Potwierdzenie tego zjawiska wymaga oczywiście odpowiednich analiz, przede wszystkim porównań wobec innych przedsiębiorstw z tej samej branży. Pożądane są niskie (względem średnich branżowych) wartości wskaźnika. Formułę obliczeniową zaprezentowano poniżej:

$$ORZ_{handl.} = \frac{ZzDiU * O}{PS}$$

gdzie:

$ORZ_{handl.}$ – okres regulowania zobowiązań z tytułu dostaw i usług,

O – liczba dni w okresie (np. dla roku 365),

PS – przychody ze sprzedaży,

ZzDiU – średniookresowy stan zobowiązań z tytułu dostaw i usług do 12 miesięcy.

⁶⁴ Ibidem

- (23) Wskaźnik cyklu konwersji gotówki⁶⁵ liczony jest na bazie cząstkowych cykli zapasów, należności i zobowiązań krótkoterminowych. Okres konwersji środków pieniężnych określa czas, jaki upływa od momentu wydatkowania środków pieniężnych na zakup surowców i materiałów do momentu uzyskania wpływów pieniężnych ze sprzedaży produktów towarów i materiałów. Wyższe wartości wskaźnika świadczą o większym bezpieczeństwie funkcjonowania podmiotu. Jest tak dlatego, że w przedsiębiorstwach zagrożonych upadłością CKG jest zwykle bardzo niski (silnie ujemny) ze względu na znaczące wydłużenie okresu regulowania zobowiązań, będące pochodną braku możliwości ich spłaty. W celach analitycznych wykorzystano następującą formułę obliczeniową:

$$CKG = OSN + OUZ - ORZ$$

gdzie:

CKG – cykl konwersji gotówki,

OSN – okres spływu należności krótkoterminowych,

OUZ – okres utrzymania zapasów,

ORZ – okres regulowania zobowiązań krótkoterminowych.

Ostatnim obszarem jest obszar zadłużenia.

- (24) Wskaźnik ogólnego zadłużenia⁶⁶ określa stopień, w jakim majątek przedsiębiorstwa jest finansowany kapitałem obcym. Zbyt wysoki wskaźnik może świadczyć o możliwości utraty zdolności przedsiębiorstwa do zwrotu kapitału obcego. Stąd, pożądane są niskie wartości wskaźnika. Formułę obliczeniową zaprezentowano poniżej:

⁶⁵ Sierpińska, M. i Jachna, T. (2004). Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN

⁶⁶ Dudycz, T., Skoczylas, W., Sektorowe wskaźniki finansowe. Opracowanie Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce. Pobrane z: <https://rachunkowosc.com.pl/sektorowe-wskazniki-finansowe>

$$WOZ = \frac{ZiR}{P}^{67}$$

gdzie:

WOZ – wskaźnik ogólnego zadłużenia,

ZiR – zobowiązania i rezerwy na zobowiązania,

P – pasywa.

- (25) Wskaźnik trwałości struktury finansowania⁶⁸ pokazuje relację kapitału własnego oraz zobowiązań długoterminowych, a także długookresowych rezerw i rozliczeń międzyokresowych do aktywów razem. Wysokie wartości wskaźnika świadczą o wysokim poziomie bezpieczeństwa działalności spółki. W takiej sytuacji poziom zobowiązań krótkoterminowych (wymagalnych w trakcie jednego roku obrotowego) i rezerw jest niski. Aby obliczyć wskaźnik wykorzystać należy wzór:

$$WTSF = \frac{KW + ZD + R_{D-term} + \text{zob. handl. powyżej 12 m - cy} + R_{mo_{D-term}}}{A}$$

gdzie:

WTSF – wskaźnik trwałości struktury finansowania,

KW – kapitał (fundusz) własny,

ZD – zobowiązania długoterminowe,

R_{D-term} – rezerwy długoterminowe świadczenia emerytalne i podobne oraz pozostałe rezerwy długoterminowe,

zob. handl. powyżej 12 m-cy – zobowiązania handlowe o okresie spłaty powyżej 12 m-cy,

⁶⁷ Wzór SKWP; tu i w kolejnych wzorach poprzez zobowiązania i rezerwy na zobowiązania SKWP rozumie: „wartość grupy B pasywów”.

⁶⁸ Dudycz, T., Skoczylas, W., Sektorowe wskaźniki finansowe. Opracowanie Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce. Pobrane z: <https://rachunkowosc.com.pl/sektorowe-wskazniki-finansowe>

$R_{mD-term}$ – długoterminowe inne rozliczenia międzyokresowe,

A – aktywa razem.

- (26) Efekt dźwigni finansowej⁶⁹. Porównanie wskaźników ROE i ROC dostarcza wielu informacji o charakterze zysków osiągniętych przez przedsiębiorstwo, a relację ROE do ROC nazywa się wskaźnikiem efektu dźwigni finansowej. W warunkach zysku, jeżeli rentowność kapitałów własnych przewyższa rentowność kapitałów całkowitych ($ROE > ROC$, wskaźnik efektu dźwigni powyżej jedności), oznacza to dodatni efekt dźwigni finansowej, a więc sytuację, w której opłacalne jest zwiększanie zadłużenia. Koszt jego obsługi jest bowiem niższy od zysków, które ten dodatkowy kapitał wypracował. Z kolei ujemny efekt dźwigni finansowej ($ROE < ROC$, wskaźnik efektu dźwigni poniżej jedności) charakteryzuje sytuację, w której zysk wypracowany przez jednostkę kapitału (ROC) jest na tyle niski, że nie pozwala pokryć roszczenia wierzycieli co do odsetek. W efekcie część zysków wypracowanych przez kapitał właścicieli jest poświęcana na spłatę odsetek. Ujemny efekt dźwigni finansowej nazywa się maczugą finansową, ponieważ uderza w interesy właścicieli tym mocniej, im większe jest wspomaganie długiem w podmiocie. Formułę obliczeniową zaprezentowano poniżej:

$$EDF = \frac{ROE}{ROC}$$

gdzie:

EDF – efekt dźwigni finansowej,

ROE – rentowność kapitału własnego,

ROC – rentowność kapitału całkowitego.

- (27) Analizę poziomu zadłużenia przedsiębiorstwa można kontynuować poprzez ustalenie relacji zobowiązań i rezerw na zobowiązania do kapitału własnego⁷⁰. Relacja ta pokazuje, jakie jest obciążenie kapitału własnego łącznymi długami krótko- i długoterminowymi. Może być ustalona jako krotność bądź w procentach. Jeśli np.

⁶⁹ Mikołajewicz, G., Nowicki J. (2021). Analiza finansowa przedsiębiorstwa z elementami zrównoważonego rozwoju. Wydawnictwo UEP: Poznań

⁷⁰ Helfert, E. A. (2004). Techniki analizy finansowej. Warszawa: PWE.

zobowiązania ogółem są 2 razy wyższe niż kapitał własny, oznacza to, że 67% źródeł finansowania aktywów to kapitał obcy ogółem, a 33% to kapitał własny. Według Jerzemowskiej⁷¹ pożądana wartość tej relacji to 1:2, jednak jest to ocena subiektywna. Formułę obliczeniową zaprezentowano poniżej:

$$WRZOB = \frac{Z}{KW}$$

gdzie:

WRZOB – wskaźnik relacji zobowiązań i rezerw na zobowiązania do kapitału własnego,

Z – zobowiązania i rezerwy na zobowiązania,

KW – kapitał własny.

- (28) Relacja kapitałów obcych długoterminowych do kapitału stałego odzwierciedla strukturę kapitału stałego⁷². Jeśli wskaźnik wynosi 50%, oznacza to, że w strukturze kapitałów stałych udział kapitałów obcych długoterminowych jest równy udziałowi kapitału własnego. Instytucje finansowe przywiązują ogromną wagę do relacji między zadłużeniem długoterminowym a kapitałem stałym. Umowy kredytowe bardzo często zawierają klauzule (kovenanty) określające maksymalny dopuszczalny poziom zadłużenia wyrażony właśnie tym wskaźnikiem, często precyzyjnie definiując sposób jego obliczania dla danego przedsiębiorstwa. Formułę obliczeniową zaprezentowano poniżej:

$$WRKOD = \frac{\textit{kapitał obcy długoterminowy}}{\textit{kapitał stały}}$$

gdzie:

WRKOD – wskaźnik relacji kapitałów obcych długoterminowych do kapitału stałego,

⁷¹ Jerzemowska, M. (2018). Zadłużenie przedsiębiorstwa i jego analiza. W: M. Jerzemowska (red.), Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie (s. 177–214). Warszawa: PWE.

⁷² Helfert, E. A. (2004). Techniki analizy finansowej. Warszawa: PWE

Kapitał obcy długoterminowy – rezerwy na zobowiązania, zobowiązania długoterminowe, zobowiązania handlowe o okresie spłaty powyżej 12 miesięcy, rezerwy długoterminowe,

Kapitał stały – kapitał własny, rezerwy na zobowiązania, zobowiązania długoterminowe, zobowiązania handlowe o okresie spłaty powyżej 12 miesięcy, rezerwy długoterminowe.

- (29) Kolejną relacją, która może być wykorzystana do oceny zdolności do obsługi długu, jest wskaźnik pokrycia zobowiązań odsetkowych EBITem⁷³. Wskaźnik ten można uznać za jeden z najbardziej praktycznych i użytecznych w wyznaczaniu wiarygodności kredytowej firmy. Niska wartość wskaźnika stwarza ryzyko zwiększenia prawdopodobieństwa niewypłacalności spółki, co jest niepożądane z punktu widzenia kierownictwa i właścicieli. Dlatego też priorytetem firmy powinno być utrzymywanie miary na poziomie stosunkowo wysoki. Formułę obliczeniową zaprezentowano poniżej:

$$WPO = \frac{EBIT}{odsetki}$$

gdzie:

WPO – wskaźnik pokrycia odsetek,

EBIT – ang. earnings before interest and taxes,

odsetki – odsetki wykazane w rachunku zysków i strat.

- (30) Ostatnim zaprezentowanym wskaźnikiem, jest wskaźnik pokrycia zobowiązań odsetkowych nadwyżką finansową⁷⁴. Pokrycie zobowiązań nadwyżką finansową dostarcza informacji, jaką część zadłużenia odsetkowego spółka będzie w stanie pokryć z nadwyżek osiągniętych w danym roku obrotowym. Odwrotność tej relacji pokaże, ile lat spółka będzie spłacać dług kosztowy, jeśli wygeneruje określony poziom nadwyżki finansowej w przypadku, gdy przeznaczy całą nadwyżkę na spłatę zobowiązań. Wskaźnik ten nie posiada wypracowanej normy. Wartość zobowiązań ma charakter

⁷³ Mikołajewicz, G., Nowicki J. (2021). Analiza finansowa przedsiębiorstwa z elementami zrównoważonego rozwoju. Wydawnictwo UEP: Poznań

⁷⁴ Ibidem

wieloletni. W miarę jak firma generuje większą nadwyżkę może zaciągać dodatkowe długi.

$$WPZONF = \frac{\textit{nadwyżka finansowa}}{\textit{odsetki (stan przeciętny)}}$$

gdzie:

WPZO – wskaźnik pokrycia zobowiązań odsetkowych nadwyżką finansową,

EBIT – ang. earnings before interest and taxes,

Odsetki (stan przeciętny) – przeciętny stan zobowiązań odsetkowych.

W uzupełnieniu dla opisanej powyżej metodyki analizy wskaźnikowej, w przypadku złej sytuacji finansowej spółki zasadne może być również zbadanie zagrożenia upadłością. Narzędziami do analizy zagrożenia upadłością są modele dyskryminacyjne, czyli systemy służące wykryciu symptomów pogarszającej się sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Modele takie łączą w sobie elementy tradycyjnych jednokryterialnych metod analizy finansowej z metodą statystyczną zwaną wielokryterialną analizą dyskryminacyjną, której istotą jest określenie prawdopodobieństwa bankructwa przedsiębiorstwa w określonym czasie. Składają się one z kilku składowych (parametrów), którym przypisano określone wagi. Występują zarówno modele „ogólne”, jak i dedykowane dla branży. Znaczenie wykorzystania modeli dyskryminacyjnych w ramach przygotowania procesu nabycia i wstępnej analizy kandydata do nabycia jest podkreślane w literaturze przedmiotu⁷⁵.

W literaturze przedmiotu występuje szereg modeli dyskryminacyjnych, choć możliwość obliczenia poszczególnych modeli warunkowana jest dostępnością danych. Jednymi z najpopularniejszych modeli używanych dla przedsiębiorstw działających w Polsce są model Instytutu Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk, model Mączyńskiej, model „poznański” i model Appenzeller-Szarzec. Wszystkie te modele mogą być obliczone na bazie dostępnych danych i zostaną wykorzystane w ramach prac analitycznych zaprezentowanych w niniejszym Sprawozdaniu. Ze względu na zakres dostępnych danych nie ma możliwości wykorzystania innych polskich modeli.

⁷⁵ Czerkas, K. (2018). Przejmowanie przedsiębiorstw, zorganizowanych części przedsiębiorstw oraz nieruchomości. Fuzje przedsiębiorstw. ODDK: Gdańsk, s. 122-124.

Model Instytutu Nauk Ekonomicznych PAN⁷⁶ dzieli przedsiębiorstwa na zagrożone upadłością oraz przedsiębiorstwa niezagrożone upadłością w zależności od wyniku wskazanego wskutek przeprowadzenia obliczeń. Wynik powyżej zera wskazuje brak zagrożenia upadłością, w wynik poniżej zera wskazuje na występowanie takiego zagrożenia. Model jest wyrażony następującym równaniem:

$$Z = -1,498 + 9,498*x_1 + 3,566*x_2 + 2,903*x_3 + 0,452*x_4$$

gdzie:

x1 – wynik operacyjny / aktywa razem,

x2 – kapitał własny / aktywa razem,

x3 – (wynik netto + amortyzacja) / zobowiązania i rezerwy na zobowiązania,

x4 – aktywa obrotowe / zobowiązania krótkoterminowe.

Model Mączyńskiej⁷⁷ powstał w 1994 r. jako odpowiedź na konieczność dostosowania zachodniego modelu Altmana do warunków polskich⁷⁸. Dzieli on przedsiębiorstwa na zagrożone upadłością ($Z < 0$), przedsiębiorstwa słabe, ale niezagrożone upadłością ($0 < Z < 1$), przedsiębiorstwa o dobrej kondycji finansowej ($1 \leq Z < 2$) oraz przedsiębiorstwa o bardzo dobrej kondycji finansowej ($Z \geq 2$). Model jest wyrażony następującym równaniem:

$$Z = 1,50*x_1 + 0,08*x_2 + 10,00*x_3 + 5,00*x_4 + 0,30*x_5 + 0,10*x_6$$

gdzie:

x1 – (wynik brutto + amortyzacja) / zobowiązania i rezerwy na zobowiązania,

x2 – aktywa / zobowiązania i rezerwy na zobowiązania,

x3 – wynik brutto / aktywa razem,

x4 – wynik brutto / przychody ze sprzedaży,

x5 – zapasy / przychody ze sprzedaży,

x6 – przychody ze sprzedaży / aktywa razem.

⁷⁶ Za: Zielińska-Sitkiewicz, M. (2016). Zastosowanie metod wielowymiarowej analizy dyskryminacyjnej do prognozowania upadłości wybranych spółek sektora spożywczego. Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego, 113, 117–129

⁷⁷ Za: Tomczak, D. (2019). Zastosowanie modeli dyskryminacyjnych w ocenie prawdopodobieństwa upadłości w przedsiębiorstwach z branży TSL. Academy of Management, 3(4), s. 96-108.

⁷⁸ Wardzińska, K. (2012). Przykład zastosowania analizy dyskryminacyjnej do oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Economy and Management, 3, s. 197-208.

Kolejny z analizowanych modeli to model Appenzeller i Szarzec⁷⁹. Również w tym modelu za wartość graniczną przyjęto zero (przedsiębiorstwa niezagrożone upadłością uzyskują wartości powyżej zera). Model przybiera następującą formę:

$$Z = -0,556326 + 0,819138*x_1 + 2,56661*x_2 - 0,0050002*x_3 + 0,000629*x_4 - 0,00951358*x_5$$

gdzie:

x1 – aktywa obrotowe / zobowiązania krótkoterminowe,

x2 – wynik operacyjny / przychody ze sprzedaży,

x3 – zapasy (średnie w roku) / przychody ze sprzedaży * liczba dni w badanym okresie,

x4 – cykl należności + cykl zapasów (w dniach),

x5 - (zobowiązania + rezerwy na zobowiązania) / ((wynik operacyjny + amortyzacja) * (12 / okres obrachunkowy))

Model „poznański”⁸⁰ dzieli przedsiębiorstwa na zagrożone upadłością ($Z < 0$) oraz przedsiębiorstwa niezagrożone upadłością ($Z > 0$). Model jest wyrażony następującym równaniem:

$$Z = -2,368 + 3,562*x_1 + 1,588*x_2 + 4,288*x_3 + 6,719*x_4$$

gdzie:

x1 – wynik finansowy netto / aktywa razem,

x2 – (aktywa obrotowe - zapasy) / zobowiązania krótkoterminowe,

x3 – (kapitał własny + zobowiązania długoterminowe) / aktywa razem,

x4 – wynik ze sprzedaży / przychody ze sprzedaży.

W kolejnym podrozdziale zaprezentowane zostaną wyniki badania przeprowadzonego przy wykorzystaniu wszystkich narzędzi opisanych powyżej.

⁷⁹ Hamrol, M., Chodakowski, J. (2008). Prognozowanie zagrożenia finansowego przedsiębiorstwa. Wartość predykcyjna polskich modeli analizy dyskryminacyjnej. *Badania operacyjne i decyzje*, 3, 17-32

⁸⁰ Hamrol, M., Chodakowski, J. (2008). Prognozowanie zagrożenia finansowego przedsiębiorstwa. Wartość predykcyjna polskich modeli analizy dyskryminacyjnej. *Badania operacyjne i decyzje*, 3, 17-32

3.4. Wyniki badania

W pierwszej kolejności przedstawiono wyniki finansowe e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o., które podlegają zwyczajowo analizie w przypadku fuzji i przejęć. Zaprezentowano i omówiono kolejno:

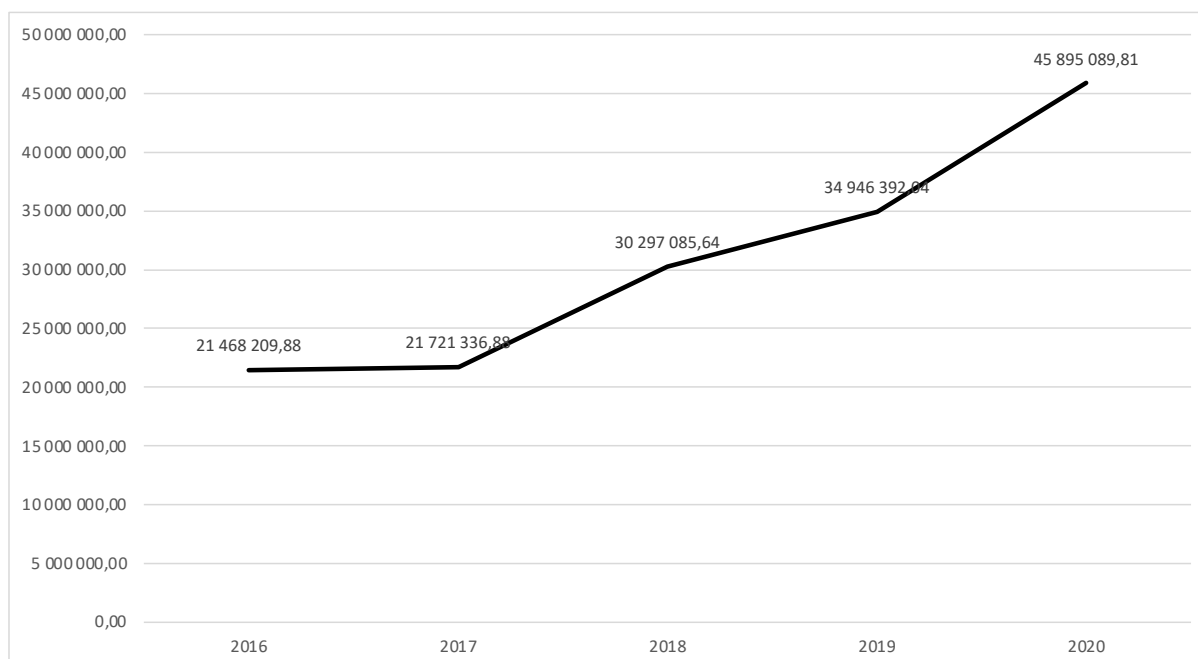
- przychody ze sprzedaży,
- wynik na sprzedaży,
- EBITDA,
- EBIT,
- zysk netto,
- kapitał własny,
- zobowiązania i rezerwy na zobowiązania.

Następnie, w dalszej części rozdziału, zaprezentowano wyniki porównawczej analizy finansowej spółek e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o. obejmującej analizę wskaźnikową oraz modele dyskryminacyjne.

Badanie wskazuje na występowanie poważnych wątpliwości dotyczących celowości Transakcji, które wynikają z kondycji finansowej badanych spółek. W czasie bezpośrednio poprzedzającym podjęcie decyzji o przeprowadzeniu Transakcji wyniki generowane przez spółkę Going sp. z o.o. wskazywały na jej złą sytuację finansową oraz brak tendencji wskazujących na ewentualną poprawę tej sytuacji w przyszłości. Wyniki uzyskiwane przez e-Muzyka S.A. były istotnie lepsze.

Podkreślić należy, iż wyniki finansowe mają charakter deterministyczny i niezaprzeczalny. To one są efektem realnej weryfikacji przez rynek modelu biznesowego, unikalności aktywów, oferty, usług itd. Generowanie złych wyników finansowych w długim okresie świadczy o negatywnej weryfikacji rynkowej.

Przychody ze sprzedaży realizowane przez e-Muzyka S.A. charakteryzowały się długookresowym trendem wzrostowym. Począwszy od roku 2016, aż do roku 2020 spółka rokrocznie osiągała przychody ze sprzedaży wyższe niż w roku wcześniejszym. Zobrazowano to na wykresie poniżej.



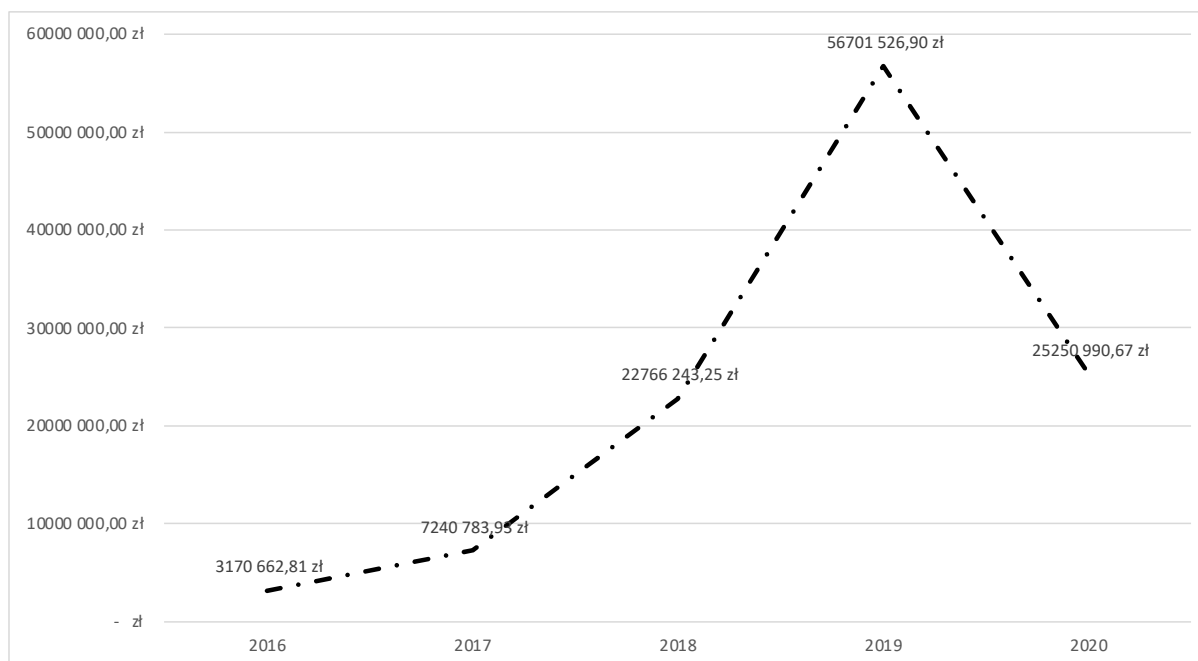
Rysunek 1. Przychody ze sprzedaży e-Muzyka S.A.

Źródło: opracowanie własne

Na tym tle, przychody ze sprzedaży osiągnięte przez Going sp. z o.o. charakteryzowały się wysoką dynamiką wzrostową w latach 2016 – 2019 i uległy znaczącemu pogorszeniu w roku 2020. Oznacza to, że pogorszenie wyników finansowych miało miejsce bezpośrednio w okresie poprzedzającym Transakcję. Biorąc natomiast pod uwagę otoczenie makroekonomiczne zdominowane przez wpływ pandemii Covid-19⁸¹ oraz podstawowe źródło przychodów Going sp. z o.o. w postaci sprzedaży biletów na wydarzenia, wg stanu wiedzy na ten moment należało

⁸¹ Główny Urząd Statystyczny (2020). Sytuacja makroekonomiczna w Polsce na tle procesów w gospodarce światowej w 2020 r., Warszawa, <https://stat.gov.pl/statystyki-eksperymentalne/gospodarka-przedsiębiorczosc-finanse-publiczne/sytuacja-makroekonomiczna-w-polsce-na-tle-procesow-w-gospodarce-swiatowej-w-2020-r,3,10.html>; Główny Urząd Statystyczny (2021). Wpływ pandemii COVID-19 na koniunkturę gospodarczą – oceny i oczekiwania (dane szczegółowe oraz szeregi czasowe), Warszawa, <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/koniunktura/koniunktura/wplyw-pandemii-covid-19-na-koniunkturę-gospodarczą-oceny-i-oczekiwania-dane-szczegolowe-oraz-szeregi-czasowe-aneks-do-publicacji-grudzien-2021,6,15.html>; Janecki J., (2021). Business Uncertainty during the COVID-19 Pandemic: Assessment Based on the Pandemic Fear Index and Economic Surveys, „European Research Studies Journal”, 24 (3), <https://doi.org/10.35808/ersj/2512>; Janecki J., (2021). Nastroje konsumenckie w okresie pandemii COVID-19 w Polsce. Ocena zmian i ich konsekwencje [w:] Nauki ekonomiczne przed, w czasie i po pandemii, red. J. Wielgórska-Leszczyńska, M. Matuszewicz, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa

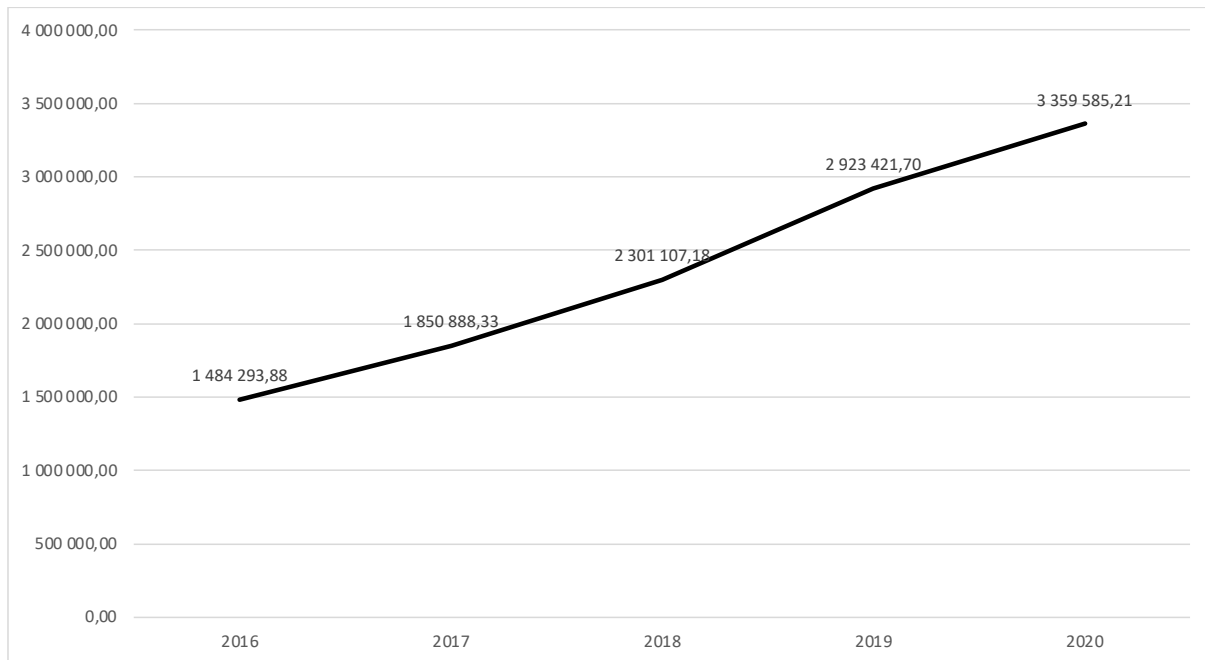
zakładać brak silnych podstaw do odwrócenia negatywnego trendu związanego ze spadkiem przychodów ze sprzedaży. Kształtowanie się przychodów zobrazowano na wykresie poniżej.



Rysunek 2. Przychody ze sprzedaży Going sp. z o.o.

Źródło: opracowanie własne

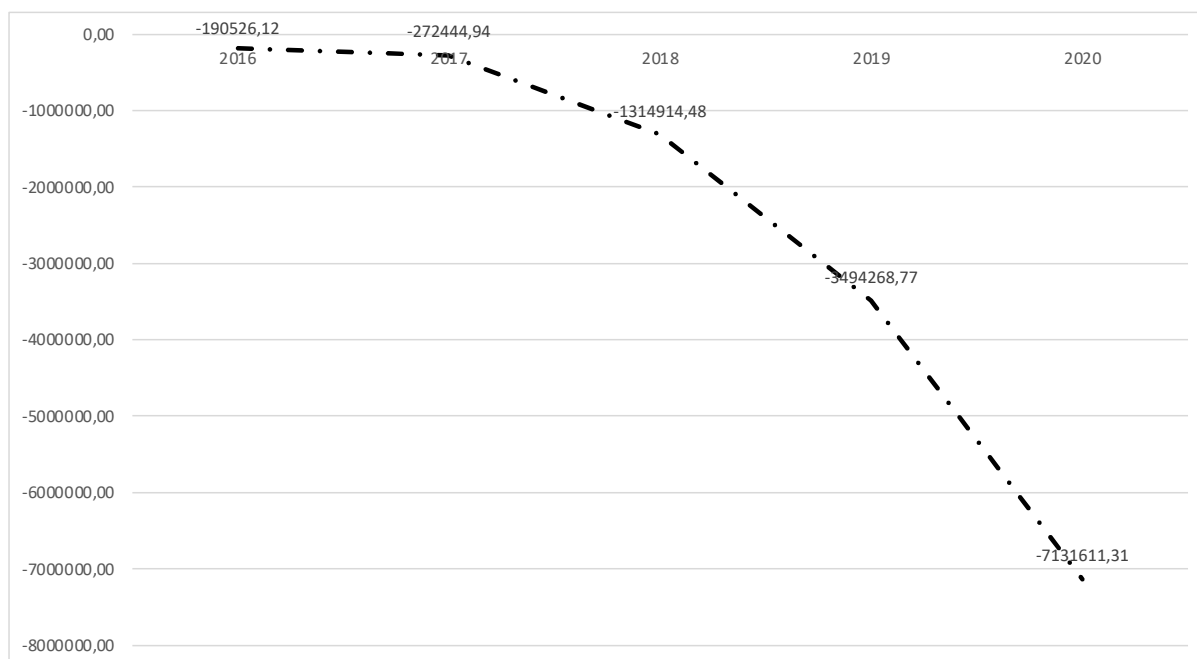
Istotną wartość informacyjną posiada ponadto analiza wyniku na sprzedaży. Wynik ten obrazuje różnicę pomiędzy zrealizowanymi przychodami ze sprzedaży i kosztami podstawowej działalności operacyjnej. Dla spółki e-Muzyka S.A. wielkość ta wykazywała w całym analizowanym okresie rokrocznie wzrost (od niecałych 1,5 mln zł, aż do poziomu niemal 3,4 mln). Trend wykazywał się dużą stabilnością w czasie. Zobrazowano to na poniższym wykresie.



Rysunek 3. Zysk na sprzedaży e-Muzyka S.A.

Źródło: opracowanie własne

W okresie pięciu pełnych lat poprzedzających Transakcję (2016-2020) spółka Going sp. z o.o. niezmiennie, rokrocznie realizowała stratę. Innymi słowy, w całym badanym okresie spółka nie wykazała się zdolnością do wygenerowania zysku. Co istotne, strata netto była rokrocznie coraz większa. Tym samym stwierdzenie Zarządu o korzyści związanej z „rozszerzeniem działalności o obszar sprzedaży biletów na wydarzenia kulturalne” wydaje się być nieuzasadnione, skoro na moment podjęcia decyzji o Transakcji działalność ta przynosiła wyłącznie powiększające się rokrocznie straty. Strata netto w kolejnych latach została zobrazowana na poniższym wykresie.



Rysunek 4. Strata na sprzedaży Going sp. z o.o.

Źródło: opracowanie własne

Do identycznych wniosków (dotyczących lepszej sytuacji finansowej e-Muzyka S.A. od Going sp. z o.o.) prowadzi również analiza pozostałych wielkości finansowych analizowanych przy fuzjach i przejęciach, tj. EBIT, EBITDA i zysku netto. Wszystkie te wielkości zawarto w poniższej tabeli.

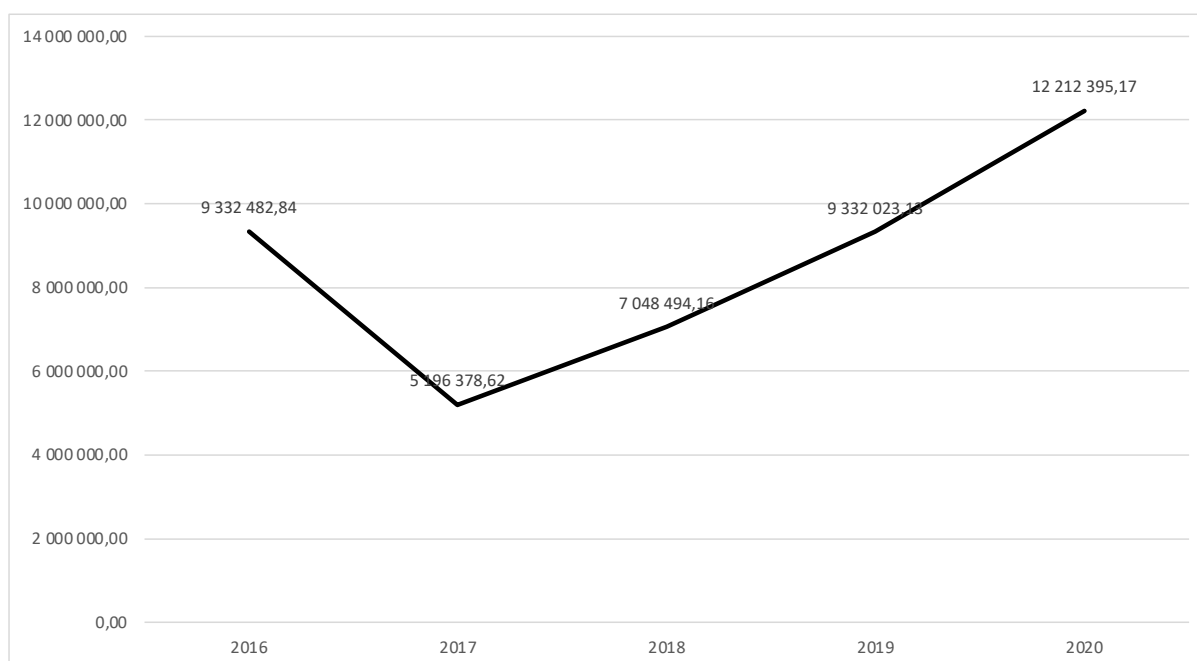
Tabela 5. Porównanie EBIT, EBITDA i wyniku netto dla e-Muzyka S.A. i Going sp. z o.o.

Wyszczególnienie	2016	2017	2018	2019	2020
EBIT					
e-Muzyka S.A.	1640 330,83	1810 048,03	2335 420,88	2873 696,96	3465 238,72
Going sp. z o.o.	-187 954,48	-261 775,60	-1299964,43	-2921059,75	-6404843,40
EBITDA					
e-Muzyka S.A.	2806611,53	2812132,67	3334299,18	3839931,54	4513361,44
Going sp. z o.o.	-182 464,48	-257 275,60	-1025230,67	-2755182,48	-6013166,76
Zysk netto e-Muzyka S.A. oraz strata netto Going sp. z o.o.					
e-Muzyka S.A.	1368 929,50	1426 228,62	1852 115,54	2283 528,97	2880 372,04

Going sp. z o.o.	-187954,48	-265311,39	-1303072,2	-2943510,5	-6412648,9
------------------	------------	------------	------------	------------	------------

Źródło: opracowanie własne

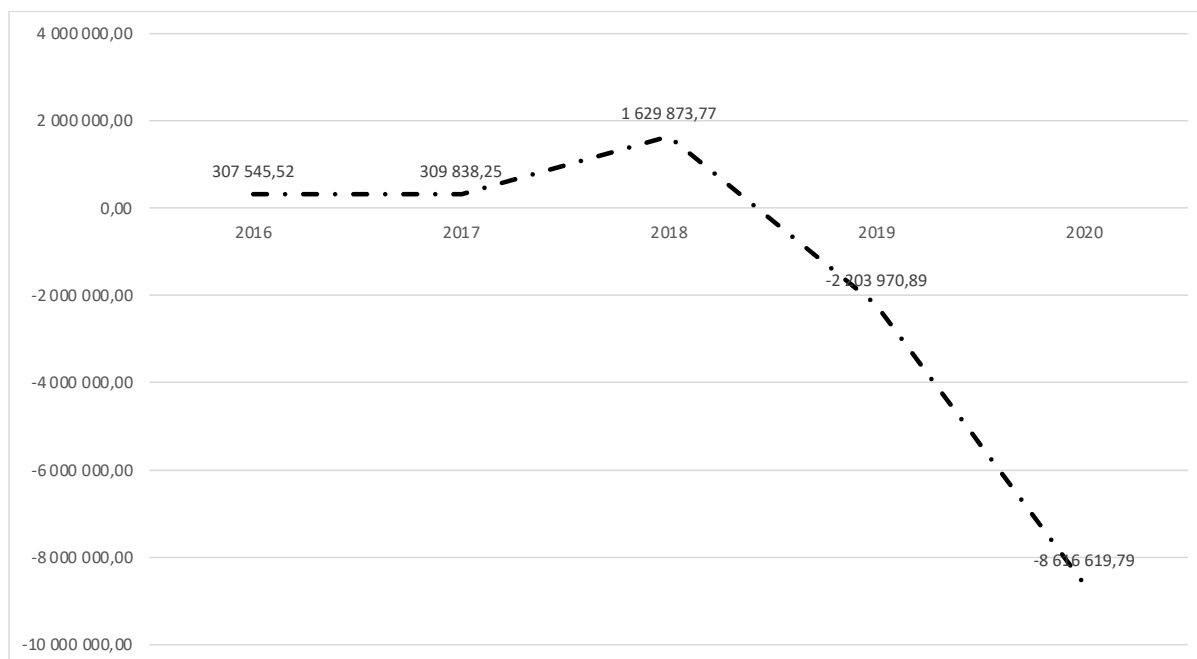
Podobnych konkluzji dotyczących złej sytuacji finansowej Going sp. z o.o. oraz dobrej sytuacji finansowej e-Muzyka S.A. dostarcza analiza kapitału własnego. Dla e-Muzyka S.A. kapitał własny po okresowym spadku w roku 2017 wykazywał stabilną tendencję wzrostową. Zobrazowano to na poniższym wykresie.



Rysunek 5. Kapitał własny e-Muzyka S.A.

Źródło: opracowanie własne

Dla Going sp. z o.o. w wyniku konsekwentnego, rocznego realizowania straty netto kapitał własny po początkowym okresie stabilizacji, w latach 2018-2020 wykazywał silną tendencję spadkową. Przyjmowanie wartości ujemnych przez kapitał (fundusz) własny oznacza automatycznie, iż zobowiązania i rezerwy na zobowiązania spółki przekraczają wartość jej majątku. Powyższe świadczy o złej kondycji finansowej Going sp. z o.o. Kapitał własny w kolejnych latach został zobrazowany na poniższym wykresie.



Rysunek 6. Kapitał własny Going sp. z o.o.

Źródło: opracowanie własne

W pełni spójne z poprzednimi konkluzjami są wnioski wynikające z analizy zobowiązań i rezerw na zobowiązania. W przypadku obu badanych spółek rosną one w czasie, natomiast w przypadku e-Muzyka S.A. wzrost ten jest stabilny, mniej dynamiczny i łączy się z pozytywnymi wynikami finansowymi. Z kolei dla Going sp. z o.o. pozycja bilansowa „zobowiązania i rezerwy na zobowiązania” rośnie w latach 2017-2019 znacząco (z poziomu niecałych 0,5 mln zł, do poziomu przekraczającego 15 mln zł). Sytuacja ta jest podyktowana głównie wzrostem rozliczeń międzyokresowych, ale również czterokrotnym wzrostem zobowiązań krótkoterminowych (w tym ponad 2,5-krotnym względem jednostek niepowiązanych). Łącząc rosnące zobowiązania Going sp. z o.o. z rocznym generowaniem straty przez tę spółkę, wskazać należy, iż na moment bezpośrednio poprzedzający Transakcję nie można było wykluczyć ryzyka braku możliwości spłaty zaciągniętych zobowiązań. Wyniki zaprezentowano w poniższej tabeli.

Tabela 6. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania

Wyszczególnienie	2016	2017	2018	2019	2020
e-Muzyka S.A.	4780514,77	4805385,39	6983971,73	9844371,11	10864667,39
Going sp. z o.o.	262 200,68	491 058,68	3707864,49	15714098,37	16504855,82

Źródło: opracowanie własne

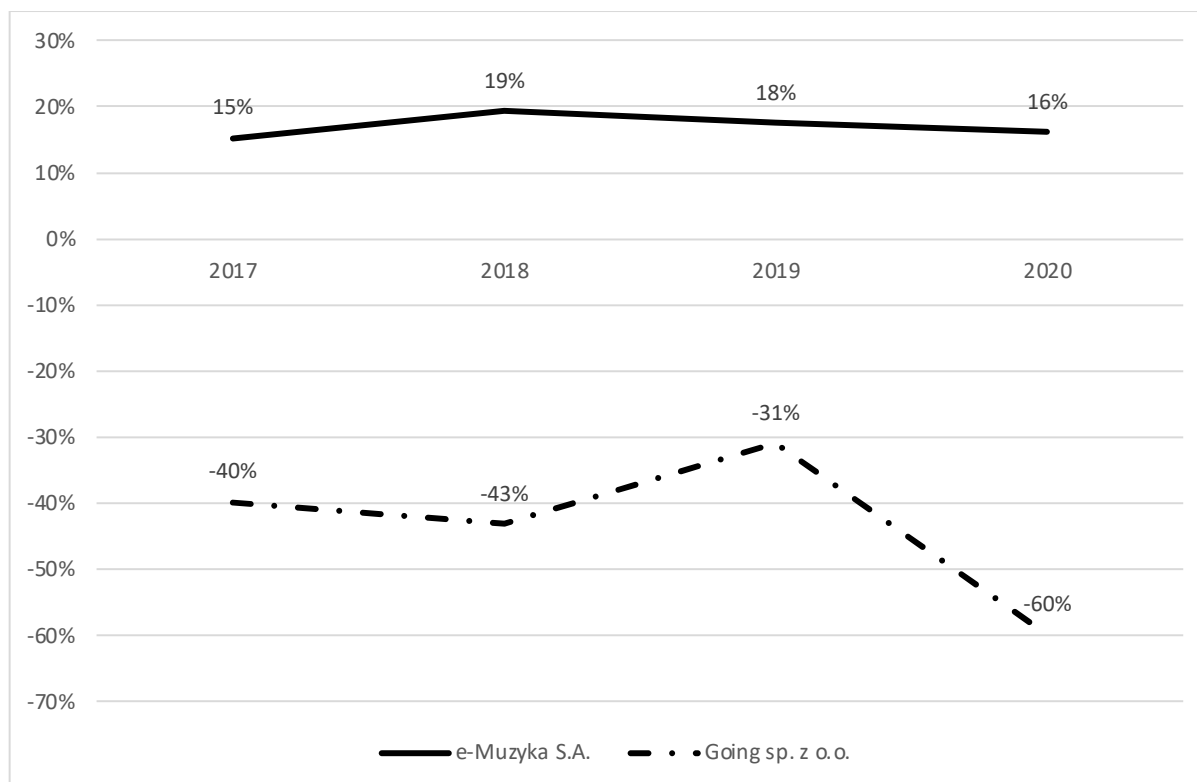
Warto w tym miejscu zaznaczyć, iż na bazie Ustawy z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe – dłużnik jest niewypłacalny, jeżeli utracił zdolność do wykonywania swoich wymagalnych zobowiązań pieniężnych. A dalej, domniemywa się, że dłużnik utracił zdolność do wykonywania swoich wymagalnych zobowiązań pieniężnych, jeżeli opóźnienie w wykonaniu zobowiązań pieniężnych przekracza trzy miesiąca, lub dłużnik będący osobą prawną albo jednostką organizacyjną nieposiadającą osobowości prawnej, której odrębna ustawa przyznaje zdolność prawną, jest niewypłacalny także wtedy, gdy jego zobowiązania pieniężne przekraczają wartość jego majątku, a stan ten utrzymuje się przez okres przekraczający dwadzieścia cztery miesiąca.

Analiza potencjalnego zagrożenia niewypłacalnością spółki Going sp. z o.o. nie była przedmiotem badania, natomiast może mieć charakter uzupełniający. Zostanie ona zaprezentowana w dalszej części rozdziału.

Poniżej zaprezentowano wyniki wskaźnikowej porównawczej analizy finansowej i techniczno-ekonomicznej spółek e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o. wg następującego układu:

- rentowność i produktywność,
- płynność finansowa,
- sytuacja majątkowo-kapitałowa,
- gospodarowanie kapitałem obrotowym netto,
- zadłużenie.

Wyniki przeprowadzonej analizy rentowności operacyjnej aktywów wskazują bezwzględnie na długookresowe uzyskiwanie lepszych wyników przez e-Muzyka S.A. niż Going sp. z o.o. Co więcej, w całym badanym okresie Going sp. z o.o. uzyskiwał wartości ujemne, co oznacza bardzo niską efektywność gospodarowania aktywami przedsiębiorstwa. Tym samym na moment Transakcji wyniki takie poddawały w wątpliwość możliwość odniesienia realnych korzyści ekonomicznych przez e-Muzyka S.A. dzięki posiadaniu udziałów Going sp. z o.o. (za pośrednictwem Empik Ventures sp. z o.o.). Ponadto, w sytuacji, w której spółka na bazie posiadanych aktywów generuje rokrocznie stratę, uzasadnione wątpliwości budzi możliwość osiągnięcia efektów synergii. Wyniki porównania spółek zaprezentowano na poniższym wykresie.



Rysunek 7. Rentowność operacyjna aktywów e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.

Źródło: opracowanie własne

Badanie rentowności aktywów, które ma tu charakter komplementarny względem analizy rentowności operacyjnej aktywów prowadzi do zbliżonych konkluzji. Dzięki wykorzystaniu w formule obliczeniowej zysku/straty netto pokazuje jak posiadane aktywa przekładają się na całościowy wynik finansowy osiągnięty przez przedsiębiorstwo. Podczas gdy e-Muzyka S.A. osiąga dodatnie, stabilne wyniki, dla Going sp. z o.o. wskaźnik utrzymuje się na poziomach ujemnych, przy czym najniższą wartość osiąga w roku 2020. Tabela poniżej.

Tabela 7. Rentowność aktywów e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.

Wyszczególnienie	2017	2018	2019	2020
e-Muzyka S.A.	12%	15%	14%	14%
Going sp. z o.o.	-39%	-42%	-31%	-60%

Źródło: opracowanie własne

Analiza rentowności kapitału własnego wzbudza poważne wątpliwości w zakresie sytuacji finansowej Going sp. z o.o. Jest to szczególnie istotne w kontekście analizy Transakcji, gdyż jak

wskazano wcześniej wskaźnik, ten jest podstawowym kryterium oceny efektywności inwestycji w akcje (udziały) przedsiębiorstwa, co odpowiada przedmiotowi badania. Wyniki obliczeń zaprezentowano poniżej w formie tabelarycznej.

Tabela 8. Rentowność kapitału własnego e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.

Wyszczególnienie	2017	2018	2019	2020
e-Muzyka S.A.	20%	30%	28%	27%
Going sp. z o.o.	-86%	-134%	-	-

Źródło: opracowanie własne

Dodatnie wartości wskaźnika dla e-Muzyka S.A. wskazują na wysoką zdolność do generowania zysku netto na bazie posiadanych przez spółkę kapitałów własnych. W przypadku Going sp. z o.o. sytuacja jest odmienna. W latach 2017-2018 spółka generowała stratę korespondującą z wartością kapitałów własnych (-86% w roku 2017) lub przewyższającą wartość kapitałów własnych (-134% w roku 2018), co doprowadziło w konsekwencji do uzyskania począwszy od roku 2019 ujemnej średniorocznej wartości kapitałów własnych. W sytuacji takiej – ze względu na złą sytuację finansową podmiotu – wskaźnik nie może w ogóle zostać policzony dla lat 2019-2020 (w powyższej tabeli oznaczono to znakiem "-").

W kontekście określenia racjonalności ekonomicznej objęcia akcji serii F za wkład niepieniężny w miejsce pieniężnego, odbywającego się na bazie porównania możliwości rozwoju wewnętrznego (potencjalnej inwestycji środków pieniężnych pozyskanych z emisji akcji przez spółkę e-Muzyka S.A.) oraz zewnętrznego (pozyskania udziałów w spółce Empik Ventures sp. z o.o.) wskazać należy, iż sytuacja spółki Going sp. z o.o. na moment Transakcji była bardzo niekorzystna. Mając na uwadze wskaźnik rentowności kapitału własnego, racjonalnym działaniem był rozwój wewnętrzny, gdyż analiza wskazuje, iż z każdej złotówki kapitałów własnych e-Muzyka S.A. generowała corocznie zysk (wahający się od 20 groszy w roku 2017 do 30 groszy w roku 2018). W przypadku Going sp. z o.o. każda złotówka kapitałów własnych przekładała się na generowanie straty na poziomie około złotówki (w zależności od okresu). Racjonalne działanie dążyłoby oczywiście do generowania zysku (rozwoju wewnętrznego e-Muzyka S.A.), a nie generowania straty (przejęcia spółki generującej rokrocznie stratę).

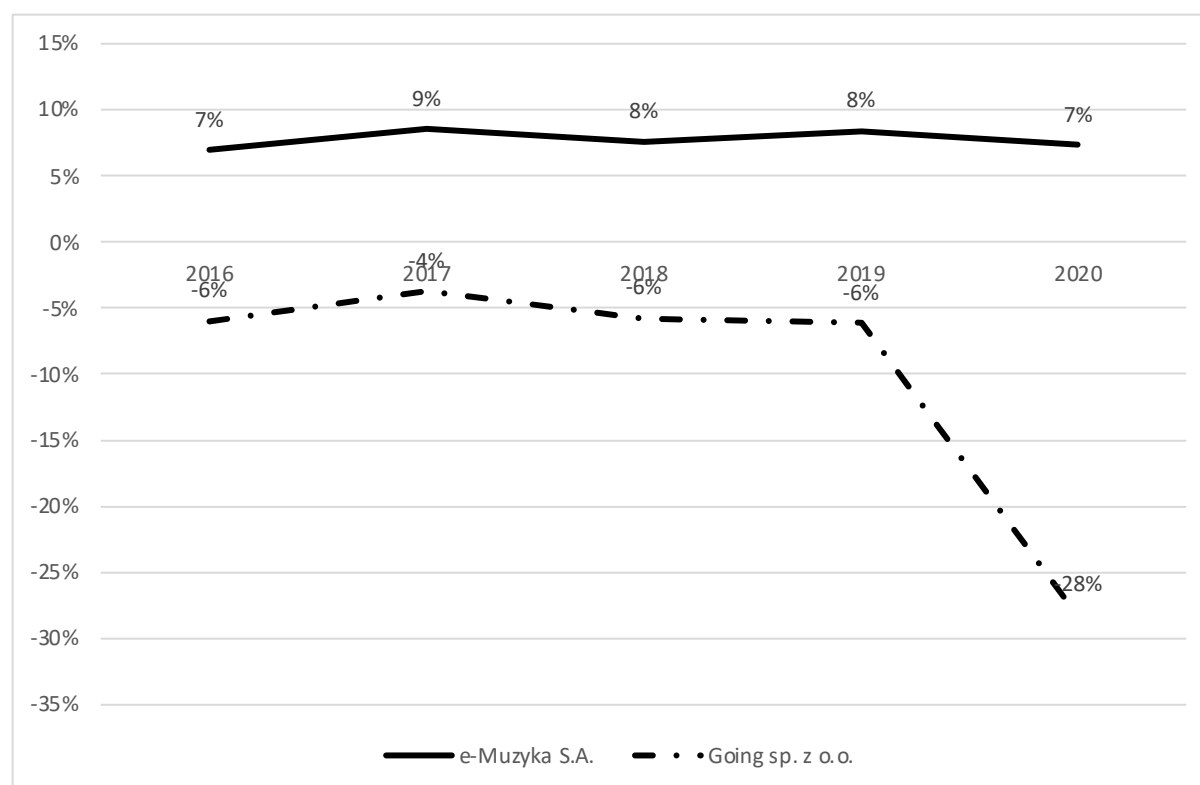
Analiza w zakresie kapitału całkowitego prowadzi do zbieżnych konkluzji. E-Muzyka S.A. osiąga dodatnie, stabilne wyniki w całym analizowanym okresie. Dla Going sp. z o.o. wskaźnik uzyskuje wartości ujemne, a najniższa jego wartość osiągnięta jest w roku 2020. Tabela poniżej.

Tabela 9. Rentowność kapitału całkowitego e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.

Wyszczególnienie	2017	2018	2019	2020
e-Muzyka S.A.	12%	15%	14%	14%
Going sp. z o.o.	-38%	-42%	-31%	-60%

Źródło: opracowanie własne

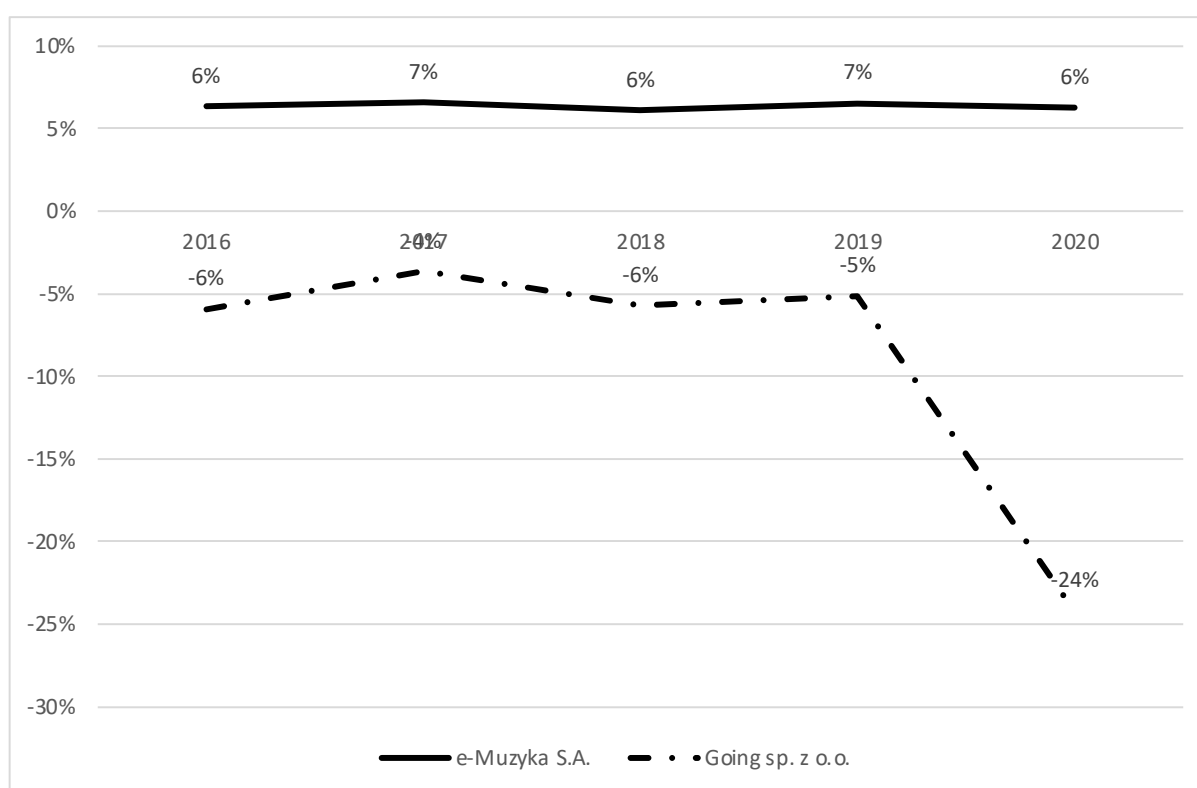
Potwierdzenie powyższych wątpliwości stanowi następnie analiza wskaźnika rentowności sprzedaży oraz wskaźnika rentowności sprzedaży netto. Pierwszy ze wskaźników pokazuje, iż więcej złotych z każdej złotówki przychodów na sprzedaży pozostanie w formie wyniku ze sprzedaży w e-Muzyka S.A. niż Going sp. z o.o. Oczywiście, korzystną sytuacją jest jak najwyższa wartość wyniku ze sprzedaży generowanego z przychodów (oznacza to stosunkowo niższą sumę kosztów wytworzenia sprzedanych produktów, wartości sprzedanych towarów i materiałów oraz kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu). Innymi słowy, np. w roku 2020 e-Muzyka S.A. z każdej złotówki przychodów generowała 6 groszy zysku ze sprzedaży, natomiast w spółce Going sp. z o.o. każda złotówka przychodów przekładała się na 28 grosze straty ze sprzedaży. Wyniki zaprezentowano na poniższym wykresie.



Rysunek 8. Rentowność sprzedaży e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.

Źródło: opracowanie własne

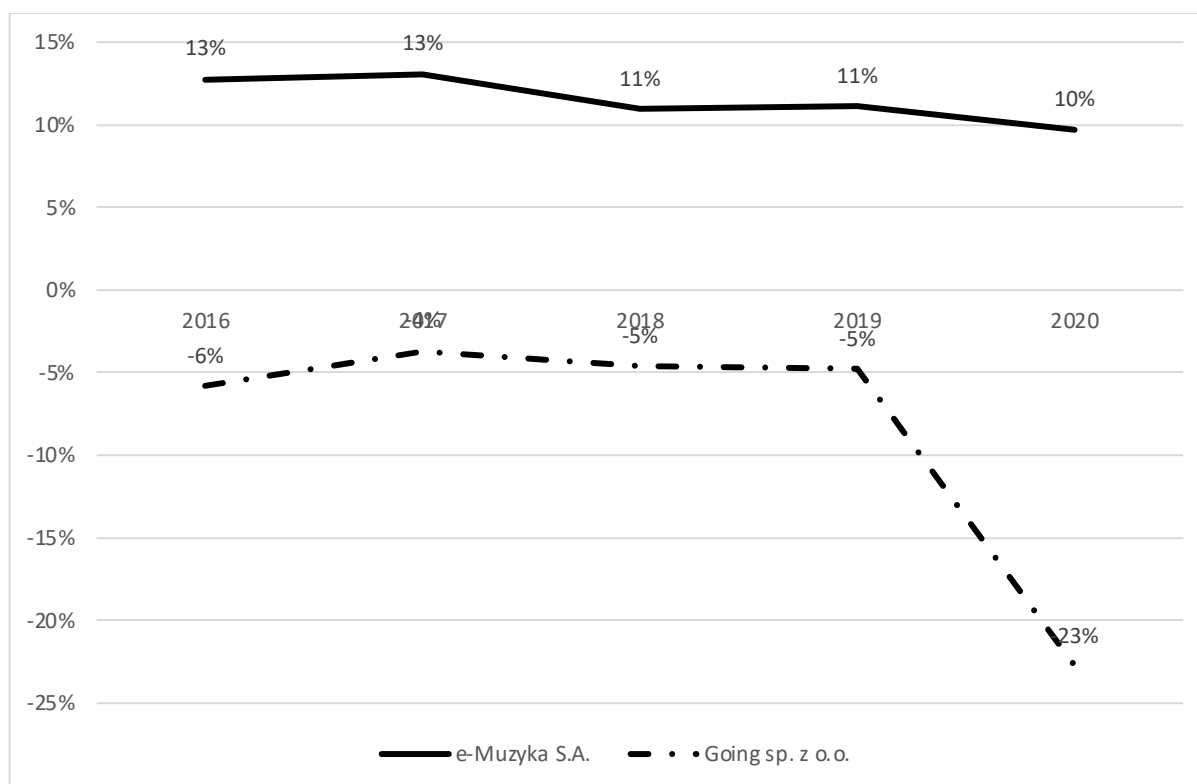
Wątpliwości odnośnie do sytuacji finansowej Going sp. z o.o. potwierdza analiza rentowności netto sprzedaży. W porównaniu do poprzedniego wskaźnika, rentowność netto sprzedaży uwzględnia zarówno określoną strukturę finansowania, jak i politykę podatkową podmiotów. Wskaźnik pokazuje, iż więcej złotych z każdej złotówki przychodów na sprzedaży pozostanie w formie wyniku netto w e-Muzyka S.A. niż Going sp. z o.o. Stąd, w całym analizowanym okresie, korzystniejsza sytuacja miała miejsce w e-Muzyka S.A. niż Going sp. z o.o. Wyniki zaprezentowano na poniższym wykresie.



Rysunek 9. Rentowność netto sprzedaży e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.

Źródło: opracowanie własne

Zbliżonych wniosków dostarcza analiza rentowności ekonomicznej sprzedaży. Wskaźnik ten jest skorygowany względem powyższych w ten sposób, że w sposób uproszczony przekształca zysk do przepływów pieniężnych. Wysokie wartości wskaźnika w przypadku e-Muzyka S.A. świadczą o relatywnie niższym zagrożeniu pogorszenia się sytuacji finansowej, niż ma to miejsce w przypadku Going sp. z o.o. Uzyskane wyniki zaprezentowano na poniższym wykresie.



Rysunek 10. Rentowność ekonomiczna sprzedaży e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.

Źródło: opracowanie własne

Jak widać na powyższych wykresach, podstawowe wskaźniki rentowności dla spółki e-Muzyka S.A. wykazują się dodatnimi wartościami i stabilnością. W przypadku Going sp. z o.o. każdorazowo notowane są wartości ujemne wskaźników oraz wyraźnie zaznacza się pogorszenie sytuacji w roku 2020, czyli bezpośrednio przed przeprowadzeniem Transakcji.

Zbliżone rezultaty osiągnięte są dla wszystkich pozostałych wskaźników rentowności. Wskaźnik rentowności operacyjnej sprzedaży pokazuje, iż rentowność z całej działalności operacyjnej kształtowała się korzystniej w spółce e-Muzyka S.A. niż w Going sp. z o.o. Wyniki wskazują, iż uwzględnienie pozostałej działalności operacyjnej nie pozwala na zmianę dotychczasowych konkluzji. Jest tak również w przypadku marży EBIT. Marża ta jest szczególnie istotna jeżeli działalność finansowa stanowi trwałe źródło przychodów podmiotu. W niniejszej sprawie prowadzi jednak do uzyskania konkluzji zbieżnych z wcześniejszymi wynikami. Ostatni wskaźnik, który odzwierciedla rentowność we wszystkich obszarach jej tworzenia przy uwzględnieniu określonej struktury finansowania, pokazuje dodatni i stały poziom w przypadku e-Muzyka S.A. oraz ujemne poziomy we wszystkich analizowanych latach dla Going sp. z o.o. i znaczące pogorszenie w roku 2020. Wyniki zaprezentowano zbiorczo w poniższej tabeli.

Tabela 10. Rentowność operacyjna sprzedaży, Marża EBIT oraz rentowność brutto dla e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.

Wyszczególnienie	2016	2017	2018	2019	2020
Rentowność operacyjna sprzedaży					
e-Muzyka S.A.	7%	8%	8%	8%	7%
Going sp. z o.o.	-6%	-4%	-6%	-5%	-24%
Marża EBIT					
e-Muzyka S.A.	8%	8%	8%	8%	8%
Going sp. z o.o.	-6%	-4%	-6%	-5%	-24%
Rentowność brutto					
e-Muzyka S.A.	8%	8%	8%	8%	8%
Going sp. z o.o.	-6%	-4%	-6%	-5%	-24%

Źródło: opracowanie własne

Kolejnym, po analizie rentowności, analizowanym w ramach porównawczej analizy finansowej obszarem była płynność finansowa. Wyniki uzyskane w tym obszarze zaprezentowano poniżej.

Wyniki przeprowadzonej analizy w zakresie bieżącej oraz przyspieszonej płynności finansowej wskazują, że sytuacja spółki e-Muzyka S.A. była lepsza niż spółki Going sp. z o.o. Po pierwsze wartość wskaźników jest – za wyjątkiem roku 2016 i wskaźnika przyspieszonej płynności w roku 2018 – każdorazowo wyższa dla spółki e-Muzyka S.A, po drugie jest zdecydowanie stabilniejsza w czasie. Wyniki obliczeń zaprezentowano w formie tabelarycznej.

Tabela 11. Wskaźniki bieżącej, przyspieszonej i natychmiastowej płynności finansowej dla e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.

Wyszczególnienie	2016	2017	2018	2019	2020
Wskaźniki bieżącej płynności finansowej					
e-Muzyka S.A.	2,36	1,51	1,61	1,60	1,77
Going sp. z o.o.	3,75	1,02	1,30	0,74	0,31
Wskaźniki przyspieszonej płynności finansowej					

e-Muzyka S.A.	1,91	1,03	1,17	1,14	1,31
Going sp. z o.o.	3,75	1,02	1,30	0,74	0,31
Wskaźniki natychmiastowej płynności finansowej					
e-Muzyka S.A.	1,21	0,08	0,31	0,39	0,50
Going sp. z o.o.	2,66	0,46	0,55	0,63	0,19

Źródło: opracowanie własne

Wskaźniki bieżącej oraz przyspieszonej płynności finansowej dla e-Muzyka S.A. wykazują się względną stabilnością w czasie. Początkowe wahanie ma miejsce jedynie na początku okresu analizy, tj. w latach 2016-2017. W okresie tym następuje spadek wskaźników. Następnie następuje jednak stabilizacja, a osiągnięte wyniki świadczą o zachowaniu bezpieczeństwa funkcjonowania i plasują się na poziomach przekraczających minimalne ogólne normy teoretyczne, które kształtują się dla tych wskaźników odpowiednio na poziomach 1,20 oraz 1,00⁸².

Wskaźniki bieżącej oraz przyspieszonej płynności finansowej dla Going sp. z o.o. spadają z poziomu 3,75 w 2016 r. do poziomu 0,31 w 2020 r. Jest to wielkość niższa od norm teoretycznych. Warto przy tym wspomnieć, że zbieżność wyników dla obydwu wskaźników spółki Going sp. z o.o. wynika z braku zapasów i rozliczeń międzyokresowych prezentowanych w aktywach obrotowych spółki.

Mając na uwadze średnie wielkości wskaźników dla polskich przedsiębiorstw objętych działem „63. Działalność usługowa w zakresie informacji”, który jest najbardziej odpowiedni do analizy spółki Going sp. z o.o. należy jednoznacznie stwierdzić, że wskaźniki spółki są poniżej średniej branżowej wynoszącej 5,27 oraz 4,76 odpowiednio dla bieżącej oraz przyspieszonej płynności finansowej⁸³. Tym samym należy uznać, że objęcie udziałów spółki Going sp. z o.o. (za pośrednictwem Empik Ventures sp. z o.o.) przez spółkę e-Muzyka S.A. mogło narazić tę ostatnią na większą ekspozycję na ryzyko utraty płynności.

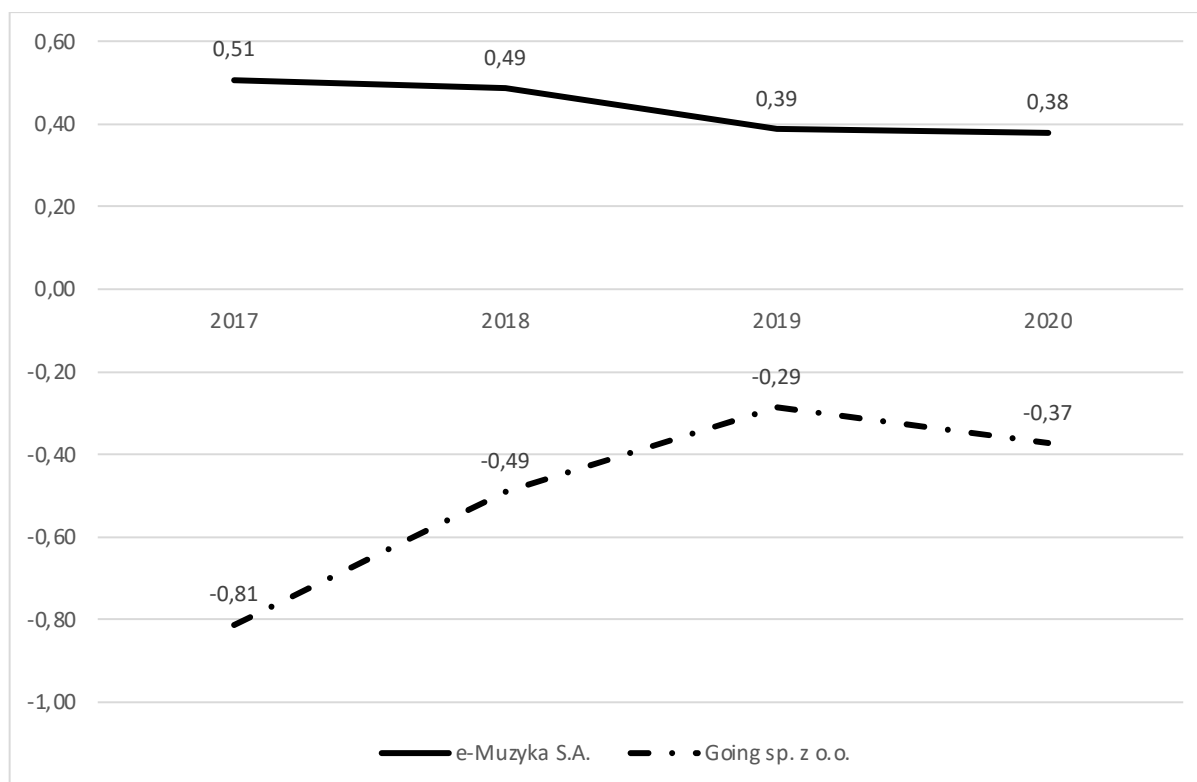
⁸² Czekał, J. i Dresler, Z. (2005). Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Warszawa: PWN, s. 211-212.

⁸³ Dudycz, T., Skoczylas, W., Sektorowe wskaźniki finansowe. Opracowanie Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce. Pobrane z: <https://rachunkowosc.com.pl/sektorowe-wskazniki-finansowe>.

W odniesieniu do natychmiastowej płynności finansowej, należy zauważyć, że sytuacja spółki e-Muzyka S.A. poprawia się w całym okresie, podczas gdy, sytuacji spółki Going sp. z o.o. poprawia się w latach 2017-2019, by w 2020 roku ulec znaczącemu pogorszeniu. Można przypuszczać, że środki pieniężne, które są objęte licznikiem wskaźnika natychmiastowej płynności finansowej, są nie tyle pokłosiem dobrego funkcjonowania spółki w obszarze operacyjnym, co wystarczającego finansowania spółki, które w dłuższej perspektywie nie może rekompensować złej sytuacji spółki przejawiającej się chociażby ujemną rentownością.

Dalsza analiza w obszarze płynności finansowej przedstawiona jest poniżej. Zaprezentowane dalej wyniki są szczególnie istotne w kontekście spółki Going sp. z o.o., gdyż wykorzystywane są do analizy podmiotów intensywnie się rozwijających oraz takich, które nie sporządzają rachunku przepływów pieniężnych.

Wysoka nadwyżka finansowa umożliwia dokonanywanie inwestycji i rozwój dzięki samofinansowaniu. Dynamiczny wskaźnik płynności finansowej wskazuje jednak, iż w Going sp. z o.o. możliwości te były znacząco ograniczone. Z kolei w przypadku e-Muzyka S.A. nadwyżka finansowa była rokrocznie generowana. Porównanie e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o. zaprezentowano na poniższym wykresie.

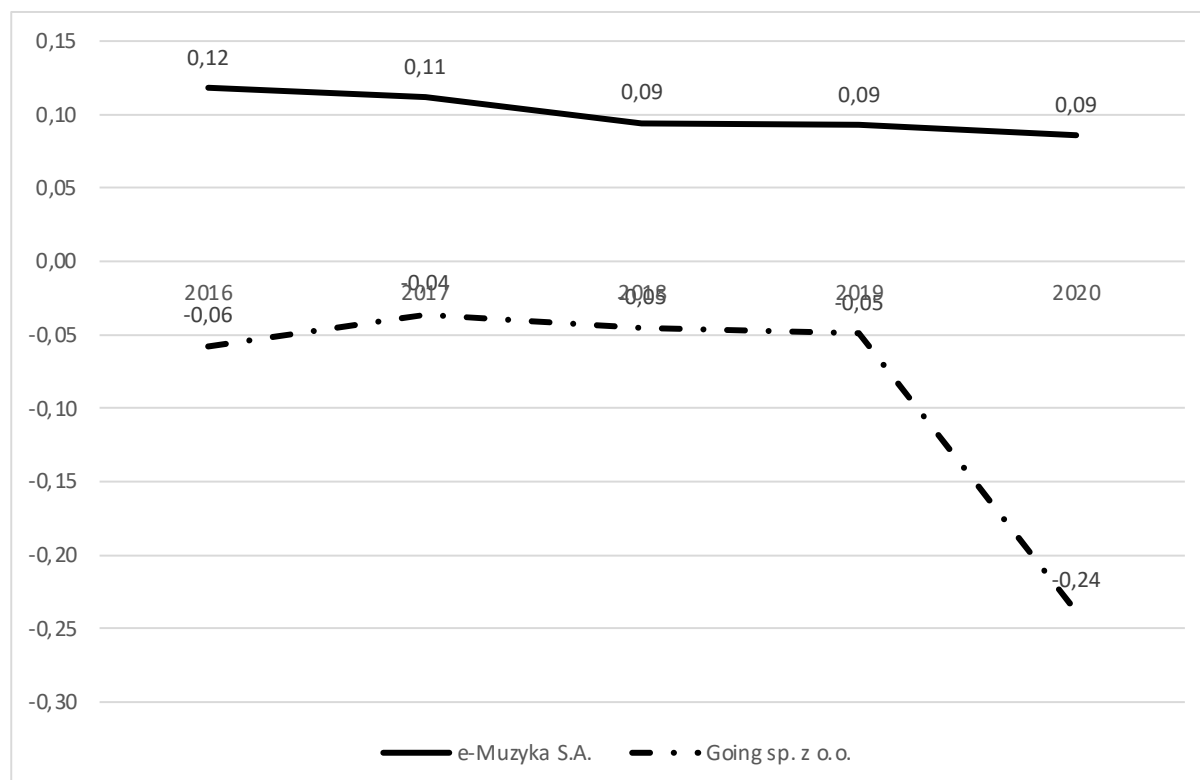


Rysunek 11. Dynamiczny wskaźnik płynności finansowej dla e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.

Źródło: opracowanie własne

Im wyższe wartości wskaźnika, tym większa zdolność przedsiębiorstwa do pokrycia kapitału obcego krótkoterminowego nadwyżką finansową. Ujemne wartości wskaźnika wskazują zaś, iż nadwyżka finansowa wypracowana w danym podmiocie jest niższa niż wartość kapitału obcego krótkoterminowego. Jest to zjawisko niekorzystne zarówno z punktu widzenia zyskowności, jak i bezpieczeństwa prowadzonej działalności.

Wskaźnik nadwyżki finansowej do przychodów ze sprzedaży również prezentuje się korzystniej dla e-Muzyka S.A., niż dla Going sp. z o.o. Wskaźnik ten pokazuje jaka część przychodów ze sprzedaży, zamienia się w nadwyżkę finansową. Jest więc zbliżony do wskaźnika wydajności gotówkowej sprzedaży. Im wyższy, tym wydajność jest większa. Porównanie badanych przedsiębiorstw wyraźnie pokazuje dodatnią, stabilną wartość wskaźnika dla e-Muzyka S.A. oraz kontrastujące z nią ujemne wartości uzyskiwane dla Going sp. z o.o., które dodatkowo w roku 2020 ulegają wyraźnemu pogorszeniu. Wyniki zaprezentowano na poniższym wykresie.



Rysunek 12. Wskaźnik nadwyżki finansowej do przychodów ze sprzedaży dla e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.

Źródło: opracowanie własne

Kolejnym analizowanym obszarem była sytuacja majątkowo-kapitałowa. Obliczone wskaźniki wraz z omówieniem zaprezentowano poniżej.

Wskaźnik pokrycia aktywów trwałych kapitałem własnym i rezerwami długoterminowymi pokazuje w jakim stopniu kapitał własny i rezerwy pokrywają aktywa wykorzystywane przez przedsiębiorstwo w długim okresie. Z punktu widzenia dopasowania źródeł finansowania do okresu użytkowania aktywów pożądane wielkości oscylują wokół jedności, z kolei z punktu widzenia bezpieczeństwa prowadzonej działalności, im jest wyższy tym działalność jest bezpieczniejsza. Uzyskane wyniki zaprezentowano w poniższej tabeli.

Tabela 12. Wskaźnik pokrycia aktywów trwałych kapitałem własnym i rezerwami długoterminowymi dla Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.

Wyszczególnienie	2016	2017	2018	2019	2020
e-Muzyka S.A.	3,30	1,90	2,46	2,66	3,20
Going sp. z o.o.	58,58	1,04	3,25	-1,13	-3,16

Źródło: opracowanie własne

Uzyskane wyniki potwierdzają względną stabilność w kształtowaniu się poziomu wskaźnika w przypadku e-Muzyka S.A., co – biorąc pod uwagę jego wartości – należy odczytywać jako pozytywne zjawisko. W przypadku Going sp. z o.o. sytuacja jest odmienna – wskaźnik podlega generalnie spadkowi na przestrzeni całego badanego okresu, za wyjątkiem roku 2018, kiedy wzrasta. Za szczególnie niekorzystną należy uznać sytuację, w której wskaźnik przyjmuje wartości ujemne ze względu na przyjęcie ujemnej wartości przez kapitał własny (lata 2019-2020). Bardzo wysoka wartość wskaźnika dla Going sp. z o.o. w roku 2017 wynika z faktu, iż w okresie tym spółka posiadała aktywa trwałe o niskiej wartości.

Kolejnym elementem analizy była dalsza ocena stopnia dopasowania źródeł finansowania do okresu użytkowania aktywów. Jeśli aktywa długoterminowe są w pełni pokryte kapitałem własnym, zachowana jest tzw. złota reguła bilansowa. Na tej samej zasadzie, jeśli aktywa długoterminowe są w pełni pokryte kapitałem stałym, zachowana jest tzw. złota reguła finansowa. W przypadku obu reguł – reprezentuje to wskaźnik na poziomie powyżej jedności. Dane zaprezentowano w poniższej tabeli.

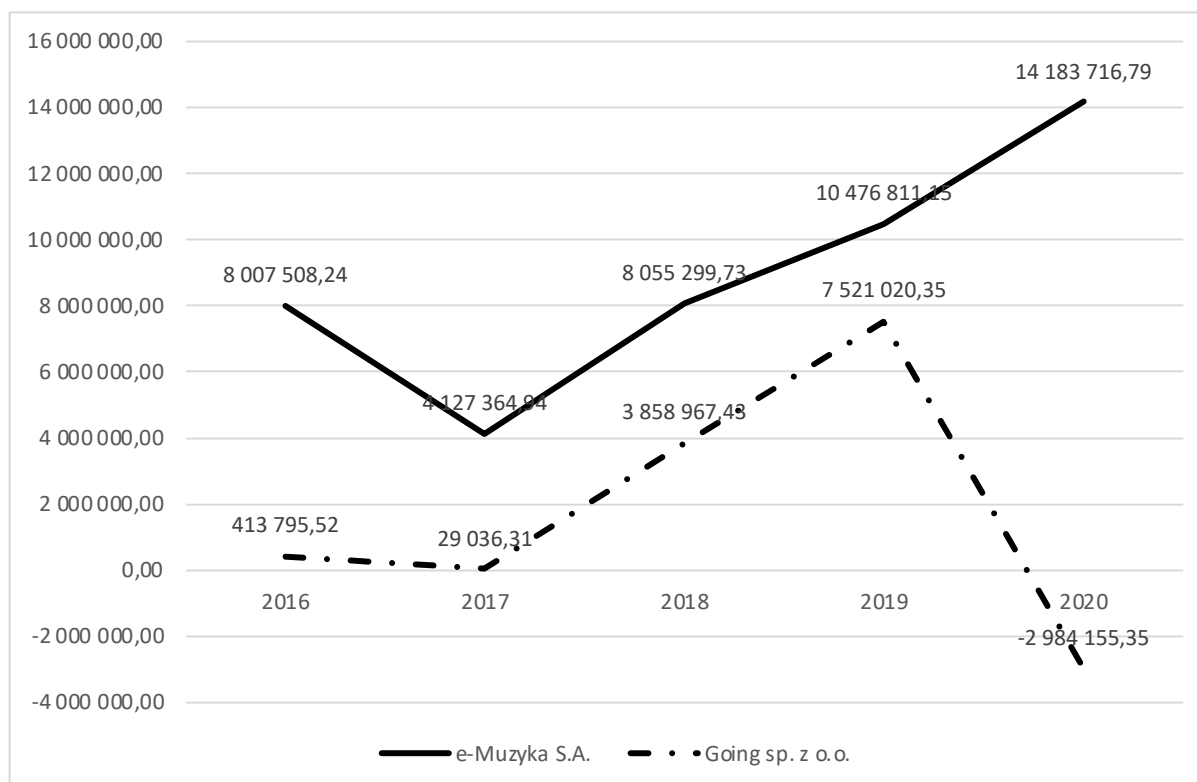
Tabela 13. Złota zasada bilansowa i złota zasada finansowa dla Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.

Wyszczególnienie	2016	2017	2018	2019	2020
Złota zasada bilansowa					
e-Muzyka S.A.	3,30	1,90	2,46	2,66	3,20
Going sp. z o.o.	58,58	1,04	3,25	-1,13	-3,16
Złota zasada finansowa					
e-Muzyka S.A.	3,30	1,90	2,48	2,67	3,20
Going sp. z o.o.	79,82	1,04	3,25	-1,13	-3,16

Źródło: opracowanie własne

Przeprowadzona analiza wskazuje, iż wskaźniki reprezentujące złote reguły dla spółki e-Muzyka S.A. plasują się na dodatnich poziomach i podlegają stosunkowo niewielkim wahaniom w czasie, co należy ocenić pozytywnie. Z kolei w przypadku spółki Going sp. z o.o. dopasowanie źródeł finansowania do okresu użytkowania aktywów podlega silnym wahaniom. Wyraźnie zaznaczają się również ujemne wartości wskaźników w latach 2019-2020, co jest wynikiem ujemnej wartości kapitałów własnych i jest zjawiskiem niekorzystnym.

Następnie, badaniu poddano kapitał obrotowy netto (KON). Utrzymanie płynności finansowej na zadawalającym poziomie w dużym stopniu jest zdeterminowane zdolnością do umiejętnego zarządzania KON. Kapitał obrotowy netto jest głównym czynnikiem zmniejszenia ryzyka związanego z finansowaniem aktywów krótkoterminowych, które dotyczy m.in. trudności w zbyciu wyprodukowanych produktów czy też kwestii odzyskania wierzytelności od kontrahentów. Kapitał obrotowy netto odgrywa istotną rolę w bieżącym funkcjonowaniu podmiotu gospodarczego. Poniżej zaprezentowane zostaną jego poziomy w kolejnych latach dla obu badanych spółek. Następnie natomiast jego wielkość będzie wykorzystywana do obliczania wybranych wskaźników.



Rysunek 13. Kapitał obrotowy netto w Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.

Źródło: opracowanie własne

Wielkość kapitału obrotowego netto określa poziom ryzyka utraty płynności przez przedsiębiorstwo. W przypadku e-Muzyka S.A. poziom kapitału obrotowego netto systematycznie wzrasta (za wyjątkiem roku 2017). Świadczy to o realizacji konserwatywnej strategii zarządzania KON i wysokim bezpieczeństwie prowadzenia działalności. Z badań empirycznych wynika, że przedsiębiorstwa, które na zawsze utraciły możliwość regulowania swoich zobowiązań i w związku z tym upadły, wykazywały przez dłuższy czas (4 lata) ujemny kapitał obrotowy netto⁸⁴. W przypadku analizowanych spółek ujemny KON pojawia się jednokrotnie, dla spółki Going sp. z o.o., w roku 2020. Co prawda ujemna wartość KON może wiązać się z przyjęciem agresywnej strategii zarządzania, natomiast biorąc pod uwagę poprzednie rozważania dotyczące rentowności i płynności finansowej, zjawisko to należy w przypadku Going sp. z o.o. ocenić negatywnie.

⁸⁴ Kreczmańska-Gigol, K. (2015). Kapitał obrotowy netto i jego znaczenie dla przedsiębiorstwa. W: K. Kreczmańska-Gigol (red.), Płynność finansowa przedsiębiorstwa. Warszawa: Difin.

Konsekwentnie – następnym analizowanym w ramach porównawczej analizy finansowej obszarem jest gospodarowanie kapitałem obrotowym netto. Obszar ten służy pogłębionej analizie KON i obejmuje wskaźnik relacji kapitału obrotowego netto do aktywów ogółem, a także okres spływu należności, okres regulowania zobowiązań, okresu utrzymywania zapasów oraz cykl konwersji gotówki.

Analiza wskaźnika relacji kapitału obrotowego netto do aktywów ogółem stanowi uzupełnienie względem analizy samej wielkości KON. Naturalnym jest bowiem, że porównanie kapitału obrotowego dla przedsiębiorstw dużych i małych mogłoby prowadzić do błędów interpretacyjnych. Wskaźnik niweluje to ograniczenie i stąd jest użytecznym narzędziem analitycznym. Wyniki obliczeń zaprezentowano w poniższej tabeli.

Tabela 14. Wskaźnik relacji kapitału obrotowego netto do aktywów ogółem dla Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.

Wyszczególnienie	2016	2017	2018	2019	2020
e-Muzyka S.A.	0,57	0,41	0,57	0,55	0,61
Going sp. z o.o.	0,73	0,04	0,72	0,56	-0,38

Źródło: opracowanie własne

W przypadku e-Muzyka S.A. wskaźnik podlega jedynie niewielkim wahaniom, a stosunek KON do aktywów ogółem jest stosunkowo wysoki. Świadczy to o wysokim poziomie bezpieczeństwa działalności przedsiębiorstwa przy niskim możliwym do osiągnięcia potencjalnym wzroście rentowności⁸⁵. W przypadku Going sp. z o.o. wartość wskaźnika nie wykazuje wyraźnej tendencji. Ujemna wartość wskaźnika w roku 2020 świadczy (w korespondencji do wyników analizy rentowności i płynności) o niskim bezpieczeństwie działalności przedsiębiorstwa.

Kolejną częścią analizy gospodarowania kapitałem obrotowym netto jest badanie stopnia zamrożenia środków pieniężnych w aktywach krótkoterminowych (zapasach, należnościach) oraz czasu odroczenia płatności zobowiązań krótkoterminowych. Służą do tego wskaźniki

⁸⁵ Sokół, H. (2014). Ryzyko a płynność finansowa przedsiębiorstwa. W: J. Grzywacz (red.) Płynność finansowa przedsiębiorstw w Polsce, Uwarunkowania, zarządzanie płynności, ryzyko. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.

rotacji. Okres spływu należności informuje, przez ile dni średnio przedsiębiorstwo kredytuje swoich odbiorców. Wskaźnik ten nie posiada ustalonych norm teoretycznych i może silnie wahać się w zależności od sektora. Okres regulowania zobowiązań obliczony na podstawie zobowiązań krótkoterminowych wskazuje średni czas odroczenia płatności tych zobowiązań. Im jest on dłuższy, tym mniejsze jest zapotrzebowanie przedsiębiorstwa na kapitał obrotowy netto. Znow – może on silnie wahać się w zależności od specyfiki sektora. Okres utrzymania zapasów obrazuje zamrożenie środków w zapasach wyrażone w dniach. Przedsiębiorstwa utrzymują zapasy głównie w celu zachowania rytmiczności produkcji oraz sprzedaży. Tym niemniej, wysokość zapasów jest uzależniona od specyfiki prowadzonej działalności. Wyniki obliczeń dla badanych spółek przedstawiono w poniższej tabeli.

Tabela 15. Okres spływu należności, okres regulowania zobowiązań, okres utrzymywania zapasów oraz cykl konwersji gotówki dla Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.

Wyszczególnienie	2017	2018	2019	2020
Okres spływu należności				
e-Muzyka S.A.	49,29	50,71	54,20	46,57
Going sp. z o.o.	6,74	8,76	4,85	7,24
Okres regulowania zobowiązań				
e-Muzyka S.A.	49,26	31,29	35,92	35,39
Going sp. z o.o.	12,60	10,14	7,89	17,14
Okres utrzymywania zapasów				
e-Muzyka S.A.	9,55	7,89	13,12	13,41
Going sp. z o.o.	-	-	-	-
Cykl konwersji gotówki				
e-Muzyka S.A.	9,57	27,31	31,40	24,58
Going sp. z o.o.	-5,86	-1,39	-3,04	-9,91

Źródło: opracowanie własne

Powyższe wyniki nie dają się wprost porównywać pomiędzy badanymi spółkami ze względu na prowadzenie przez nie różnej działalności⁸⁶. W odniesieniu do okresu spływu należności i okresu regulowania zobowiązań, na podstawie przeprowadzonej analizy, nie można wysunąć jednoznacznych wniosków. Dla e-Muzyka S.A. okresy spływu należności oraz utrzymania zapasów są krótsze niż średnie branżowe dla działu „18. Poligrafia i reprodukcja zapisanych nośników informacji”. Okres regulowania zobowiązań jest natomiast nieznacznie dłuższy (o ok 3 dni). Z kolei uzyskane przez spółkę Going sp. z o.o. wielkości odstają od średnich dla działu „63. Działalność usługowa w zakresie informacji”⁸⁷ (krótszy od średniej okres spływu należności i nieznacznie dłuższy od średniej okres regulowania zobowiązań), niemniej dłuższy okres regulowania zobowiązań od okresu spływu należności, o ile nie wynika z kłopotów z regulowaniem tych ostatnich, należałoby uznać za pozytywne zjawisko. W przypadku okresu utrzymywania zapasów, podobnie – choć w mniejszym stopniu – jak dla okresu spływu należności i okresu regulowania zobowiązań porównania do spółki e-Muzyka S.A. z racji charakteru działalności gospodarczej, są utrudnione, a dla Going sp. z o.o. niezasadne ze względu na brak zapasów.

W powyższej tabeli zaprezentowano również cykl konwersji gotówki. Zgodnie z literaturą przedmiotu⁸⁸, długość okresu konwersji gotówki jest bardzo zróżnicowana dla poszczególnych przedsiębiorstw i w dużym stopniu zależy od specyfiki branży oraz polityki przedsiębiorstwa w obszarze finansowania działalności operacyjnej. Krótszy okres środków pieniężnych generuje mniejsze zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto. Najbardziej korzystny dla przedsiębiorstwa jest krótki okres konwersji gotówki, ponieważ oznacza on, że zainwestowane w aktywa krótkoterminowe środki szybko wracają do przedsiębiorstwa i mogą być ponownie wykorzystane. W celu jednoznacznej oceny okresu konwersji gotówki należałoby jednak wyodrębnić zobowiązania terminowe i przeterminowane, gdyż duży poziom zobowiązań przeterminowanych może być przyczyną wystąpienia ujemnego okresu konwersji gotówki. Udostępnione dane nie pozwalają jednak na taką analizę.

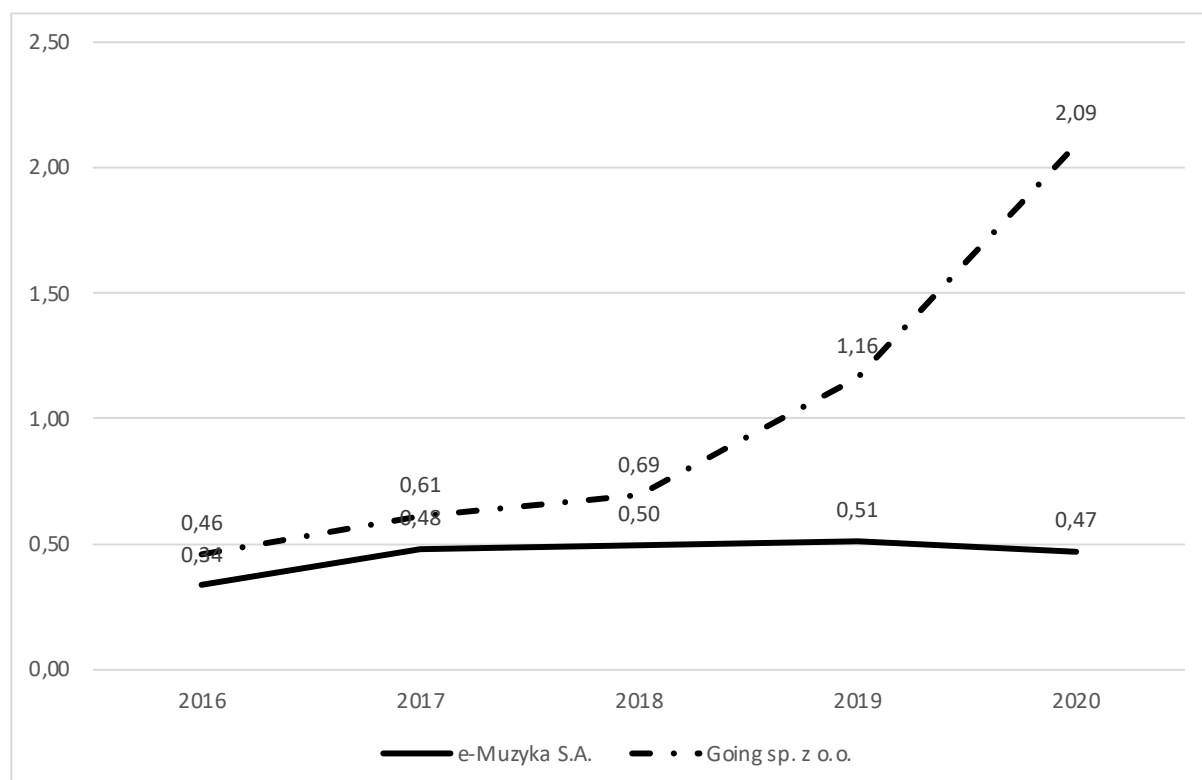
Ostatnim badanym obszarem uwzględnionym w porównawczej analizie wskaźnikowej było zadłużenie badanych spółek. Poniżej zaprezentowano obliczone wskaźniki wraz z omówieniem.

⁸⁶ Patrz rozdział drugi niniejszego Raportu: Określenie ekonomicznej celowości przedmiotowej Transakcji pod kątem interesów Spółki

⁸⁷ Dudycz, T., Skoczyła, W., Sektorowe wskaźniki finansowe. Opracowanie Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce. Pobrane z: <https://rachunkowosc.com.pl/sektorowe-wskazniki-finansowe>

⁸⁸ Sierpińska, M. i Jachna, T. (2004). Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.

Pierwszym analizowanym w tym obszarze wskaźnikiem był wskaźnik ogólnego zadłużenia. Wskaźnik ten, który utrzymuje się na racjonalnym poziomie dla spółki e-Muzyka S.A., w przypadku spółki Going sp. z o.o. podlega silnemu wzrostowi. Zadłużanie spółki w kategoriach odsetkowych (np. pożyczki), jak i nieodsetkowych (np. zobowiązania handlowe) jest pokłosiem problemów spółki (niska rentowność i niska płynność przy ujemnym kapitale obrotowym netto), a dodatkowo prowadzi do powstania nowych, związanych z bezpośrednimi i pośrednimi (np. brak zaufania przekładający się na gorsze warunki handlowe) kosztami trudności finansowych. Wykres poniżej.



Rysunek 14. Ogólne zadłużenie e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.

Źródło: opracowanie własne

Przeprowadzona analiza wskazuje, iż w przypadku e-Muzyka S.A. zadłużenie w stosunku do aktywów razem utrzymywane jest długookresowo na stałym, stosunkowo niskim poziomie. W przypadku Going sp. z o.o. sytuacja jest odmienna – wskaźnik ogólnego zadłużenia systematycznie rośnie. Sytuacja taka w połączeniu z niską rentownością i niską płynnością jest zjawiskiem jednoznacznie negatywnym. Analiza ogólnego zadłużenia stanowi przy tym silną przesłankę uzasadniającą podjęcie dalszego badania w tym obszarze.

Kolejnym analizowanym wskaźnikiem był wskaźnik trwałości struktury finansowania. Uzyskane za pośrednictwem jego analizy wnioski są zbieżne z analizą ogólnego zadłużenia. Z perspektywy analizy bilansu, bezpieczeństwo funkcjonowania e-Muzyka S.A. jest wyższe niż Going sp. z o.o. Świadczą o tym wyższe wartości wskaźnika dla tej pierwszej spółki. Wyniki zaprezentowano w poniższej tabeli.

Tabela 16. Wskaźnik trwałości struktury finansowania dla e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.

Wyszczególnienie	2016	2017	2018	2019	2020
e-Muzyka S.A.	0,66	0,52	0,51	0,49	0,53
Going sp. z o.o.	0,74	0,39	0,31	-0,16	-1,09

Źródło: opracowanie własne

Za szczególnie istotne należy uznać kształtowanie się wskaźnika trwałości struktury finansowania na poziomach ujemnych w latach 2019-2020 dla spółki Going sp. z o.o. Jest to efekt akumulującej się rokrocznie straty, która doprowadziła do pojawienia się ujemnego kapitału własnego. Jest to zjawisko negatywne.

Następnym elementem badania było obliczenie efektu dźwigni finansowej. W warunkach zysku, jeżeli wskaźnik efektu dźwigni finansowej plasuje się powyżej jedności, oznacza to sytuację, w której opłacalne jest zwiększanie zadłużenia. Koszt jego obsługi jest bowiem niższy od zysków, które ten dodatkowy kapitał może wypracować. Z kolei ujemny efekt dźwigni finansowej uderza w interesy właścicieli tym mocniej, im większe jest wspomaganie długiem w podmiocie. Jest to sytuacja, w której zwiększanie zadłużenia nie jest opłacalne. Wyniki obliczeń zaprezentowano w poniższej tabeli.

Tabela 17. Efekt dźwigni finansowej dla e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.

Wyszczególnienie	2017	2018	2019	2020
e-Muzyka S.A.	1,66	1,96	2,02	1,96
Going sp. z o.o.	2,25	3,17	-	-

Źródło: opracowanie własne

Wyniki uzyskane dla e-Muzyka S.A. w całym badanym okresie plasują się na poziomie niespełna dwóch, co oznacza, że rentowność kapitałów własnych była wyższa niż rentowność kapitału całkowitego. W przypadku Going sp. z o.o. efekt dźwigni finansowej przyjmował wysokie wartości w latach 2017-2018, co oznacza, że w okresie tym pożądane mogło być zwiększenie inwestycji poprzez zadłużenia. Z kolei, w latach 2019-2020 wskaźnik nie mógł zostać obliczony ze względu na brak możliwości obliczenia ROE, co z kolei było pochodną występowania ujemnego kapitału własnego w tym okresie. Jest to zjawisko negatywne.

Następny etap analizy zadłużenia poświęcony był temu, jakie było obciążenie kapitału długami przedsiębiorstwa. Służą temu dwa wskaźniki: wskaźnik relacji zobowiązań i rezerw na zobowiązania do kapitału własnego oraz wskaźnik relacja kapitałów obcych długoterminowych do kapitału stałego. Wyniki obliczeń dla obu badanych spółek zaprezentowano w poniższej tabeli.

Tabela 18. Wskaźnik relacji zobowiązań i rezerw na zobowiązania do kapitału własnego oraz wskaźnik relacja kapitałów obcych długoterminowych do kapitału stałego dla e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.

Wyszczególnienie	2016	2017	2018	2019	2020
Relacja zobowiązań i rezerw na zobowiązania do kapitału własnego					
e-Muzyka S.A.	0,51	0,92	0,99	1,05	0,89
Going sp. z o.o.	0,85	1,58	2,27	-7,13	-1,92
Relacja kapitałów obcych długoterminowych do kapitału stałego					
e-Muzyka S.A.	0,02	0,05	0,05	0,08	0,06
Going sp. z o.o.	0,27	-	-	-	-

Źródło: opracowanie własne

Uzyskane wyniki wskazują, iż w okresie 2016-2018 obciążenie kapitału własnego zobowiązaniami było wyższe w Going sp. z o.o., niż w przypadku e-Muzyka S.A. W sytuacji niskiej rentowności i niskiej płynności, oznacza to mniejsze bezpieczeństwo funkcjonowania Going sp. z o.o. niż e-Muzyka S.A. W przypadku obu przedsiębiorstw uzyskiwany wskaźnik

odbiega jednak od norm literaturowych⁸⁹. Wartości ujemne dla Going sp. z o.o. w latach 2019-2020 są pochodną ujemnego kapitału własnego. Jest to zjawisko negatywne.

Analiza zadłużenia długoterminowego jest w niniejszej sprawie mniej zasadna. Jest tak dlatego, że w latach 2017-2020 spółka Going sp. z o.o. nie korzystała z takiego zadłużenia. W konsekwencji, w okresie tym wskaźnik nie mógł być obliczony. W połączeniu ze wskaźnikiem relacji zobowiązań i rezerw na zobowiązania do kapitału własnego prowadzi to do konkluzji o dominującym udziale zobowiązań krótkoterminowych i krótkoterminowych rozliczeń międzyokresowych. Biorąc pod uwagę strukturę aktywów świadczy to z kolei o niepodasowaniu źródeł finansowania do okresu użytkowania aktywów, a także wskazuje na zagrożenie w postaci braku możliwości terminowego regulowania zobowiązań. W przypadku e-Muzyka S.A., po uwzględnieniu struktury bilansu, analiza prowadzi do konkluzji, iż wartość kapitałów własnych odpowiada wartości zobowiązań, a dominującą część zobowiązań stanowią zobowiązania krótkoterminowe i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe. W konsekwencji, dopasowanie źródeł finansowania do okresu użytkowania aktywów jest lepsze niż w przypadku Going sp. z o.o., a finansowanie aktywów obrotowych w części kapitałem stałym świadczy o niskim ryzyku funkcjonowania z tego punktu widzenia.

Ostatni element porównawczej analizy wskaźnikowej dotyczy odsetek, które są oczywiście naturalną konsekwencją korzystania z finansowania dłużnego. W ramach badania obliczono dwa wskaźniki: wskaźnik pokrycia odsetek oraz wskaźnik pokrycia zobowiązań odsetkowych nadwyżką finansową. W przypadku obu wskaźników interpretacja jest zbliżona, im wyższy wskaźnik tym większe pokrycie odsetek wynikami wypracowywanymi przez przedsiębiorstwo. Obliczenia zaprezentowano w poniższej tabeli.

Tabela 19. Wskaźnik pokrycia odsetek oraz wskaźnik pokrycia zobowiązań odsetkowych nadwyżką finansową dla e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.

Wyszczególnienie	2016	2017	2018	2019	2020
Wskaźnik pokrycia odsetek					
e-Muzyka S.A.	29 646,32	4 964,34	387,60	342,31	565,88
Going sp. z o.o.	-	-74,04	-418,29	-130,11	-820,56

⁸⁹ Jerzemowska, M. (2018). Zadłużenie przedsiębiorstwa i jego analiza. W: M. Jerzemowska (red.), Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie (s. 177–214). Warszawa: PWE.

Wskaźnik pokrycia zobowiązań odsetkowych nadwyżką finansową					
e-Muzyka S.A.	-	-	83,03	54,42	154,79
Going sp. z o.o.	-	-5,11	-	-5,56	-4,15

Źródło: opracowanie własne

Analiza prowadzi do konkluzji, iż pokrycie odsetek było znacząco wyższe w przypadku e-Muzyka S.A. niż w przypadku Going sp. z o.o. W konsekwencji, dzięki wypracowywanym wynikom spółka e-Muzyka S.A. posiadała znacząco większe możliwości pokrycia odsetek bieżącego okresu, zaprezentowanych w rachunku zysków i strat (wskaźnik pokrycia odsetek), jak i ogółu zobowiązań odsetkowych, zaprezentowanych w bilansie przedsiębiorstwa (wskaźnik pokrycia zobowiązań odsetkowych nadwyżką finansową). W przypadku realizowania straty operacyjnej (dokładnie mówiąc ujemnej wartości EBIT) i braku zdolności do generowania nadwyżki finansowej, wskaźniki przyjmują wartość ujemną. Jest to dokładnie sytuacja, w której w całym okresie znajdowała się spółka Going sp. z o.o. Sytuacja taka jest niekorzystna i poddaje w wątpliwość możliwość spłaty zaciągniętych zobowiązań oraz pokrycia kosztów finansowania zewnętrznego.

W odniesieniu do wskazanych w poprzednim podrozdziale cech przedsiębiorstwa przejmowanego, które świadczą o jego atrakcyjności dla nabywcy⁹⁰, można tutaj wskazać, iż Going sp. z o.o. miał niską atrakcyjność ze względu na:

- realizację rokrocznie straty,
- niską płynność finansową,
- wysoką (w przypadku, gdy kalkulacja była możliwa) dźwignię finansową,
- wartość rynkową (ustaloną w transakcji), przewyższającą wartość księgową.

W kontekście gorszej kondycji finansowej Going sp. z o.o. od e-Muzyka S.A. należy wskazać, iż co prawda przedsiębiorstwa w kryzysie mogą być przedmiotem transakcji, to jednak taka transakcja musi wynikać z przeprowadzonej analizy nabywanej spółki, a także zaplanowanych działań restrukturyzacyjnych, które uzasadniałyby transakcję. W takich sytuacjach nieodzowna jest opinia doradcy restrukturyzacyjnego. Problem restrukturyzacji nabywanego przedsiębiorstwa powinien być przedmiotem uwagi nabywcy jeszcze przed nabyciem, choć

⁹⁰ Gaughan, P. (2018). Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring. Wiley: New Jersey

zdarza się, że działania restrukturyzacyjne poprzedzają właściwy proces akwizycji⁹¹. Jak wskazuje się w literaturze: „zakres programu restrukturyzacji będzie bowiem wynikać z sytuacji nabywanego przedsiębiorstwa. Analizując potencjalnych kandydatów nabywca powinien być więc świadom ich potrzeb restrukturyzacyjnych, natomiast już po transakcji powinien dysponować gotowym planem działania”⁹². Jeżeli nabywane przedsiębiorstwo jest w złej kondycji finansowej, a takiego planu nie ma to nabywca dokonuje istotnego zaniedbania. Do zagadnienia braku jakichkolwiek analiz w tym zakresie odniesiono się również w innych częściach Sprawozdania⁹³.

W dalszej kolejności, ze względu na złą kondycję finansową Going sp. z o.o. przeprowadzono analizę porównawczą w zakresie zagrożenia upadłością e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o. W tym celu obliczono cztery modele dyskryminacyjne: model Instytutu Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk, model Mączyńskiej, model „poznański” i model Appenzeller-Szarzec. Wyniki obliczeń zaprezentowano poniżej. Wyniki obliczeń przeprowadzonych przy wykorzystaniu wszystkich modeli zaprezentowano w formie tabelarycznej. Następnie, po zaprezentowaniu wszystkich modeli, uzyskane wyniki są omówione wspólnie.

Zgodnie z metodyką zaprezentowaną we wcześniejszej części dokumentu, dla modelu Instytutu Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk wynik obliczenia poniżej zera wskazuje występowanie zagrożenia upadłością. Wyniki uzyskane przez e-Muzyka S.A. i Going sp. z o.o. zaprezentowano poniżej w formie tabelarycznej.

Tabela 20. Model dyskryminacyjny Instytutu Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk dla e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.

Wyszczególnienie	2016	2017	2018	2019	2020
e-Muzyka S.A.					
x1	0,11	0,18	0,17	0,15	0,15

⁹¹ Marcinkowski, B. (2020). Przewodnik po transakcjach fuzji i przejęć. Wolters Kluwer: Warszawa, s. 26.

⁹² Frąckowiak, W. (2009). Fuzje i przejęcia. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne: Warszawa, s. 448.

⁹³ Patrz: rozdział czwarty niniejszego Raportu, tj. Określenie prawidłowości i aktualności założeń o charakterze finansowym oraz techniczno-ekonomicznym uzasadniających racjonalność ekonomiczną przeprowadzenia Transakcji

x2	0,66	0,52	0,50	0,49	0,53
x3	0,53	0,51	0,41	0,33	0,36
x4	3,45	2,31	3,58	3,02	3,79
Wynik obliczeń	5,03	4,62	4,67	4,01	4,56
Going sp. z o.o.					
x1	(0,33)	(0,34)	(0,25)	(0,22)	(0,81)
x2	0,54	0,39	0,31	(0,16)	(1,09)
x3	(0,70)	(0,53)	(0,28)	(0,18)	(0,36)
x4	3,75	1,06	4,95	2,87	0,63
Wynik obliczeń	(3,08)	(4,42)	(1,34)	(3,35)	(13,89)

Źródło: opracowanie własne

Podobnie w modelu Mączyńskiej, uzyskanie wyniku poniżej zera wskazuje na zagrożone upadłością. Wyniki uzyskane przez e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o. zaprezentowano poniżej w formie tabelarycznej.

Tabela 21. Model dyskryminacyjny Mączyńskiej dla e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.

Wyszczególnienie	2016	2017	2018	2019	2020
e-Muzyka S.A.					
x1	0,59	0,59	0,48	0,39	0,41
x2	2,95	2,08	2,01	1,95	2,12
x3	0,12	0,18	0,17	0,15	0,15
x4	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
x5	0,02	0,03	0,02	0,05	0,03
x6	1,52	2,17	2,16	1,82	1,99
Wynik obliczeń	2,44	3,08	2,76	2,43	2,50
Going sp. z o.o.					
x1	(0,70)	(0,53)	(0,28)	(0,18)	(0,36)

x2	2,17	1,63	1,44	0,86	0,48
x3	(0,33)	(0,33)	(0,24)	(0,22)	(0,81)
x4	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)
x5	-	-	-	-	-
x6	5,57	9,04	4,27	4,20	3,20
Wynik obliczeń	(3,61)	(3,07)	(2,32)	(1,96)	(8,32)

Źródło: opracowanie własne

Na bazie metodyki zaprezentowanej wcześniej, dla modelu „poznańskiego” wynik obliczenia poniżej zera wskazuje występowanie zagrożenia upadłością. Wyniki uzyskane przez e-Muzyka S.A. i Going sp. z o.o. zaprezentowano poniżej w formie tabelarycznej.

Tabela 22. Model „poznański” dla e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.

Wyszczególnienie	2016	2017	2018	2019	2020
e-Muzyka S.A.					
x1	0,10	0,14	0,13	0,12	0,12
x2	3,30	2,10	3,38	2,66	3,50
x3	0,66	0,52	0,51	0,49	0,53
x4	0,07	0,09	0,08	0,08	0,07
Wynik obliczeń	0,85	-0,17	1,80	0,75	1,85
Going sp. z o.o.					
x1	-0,33	-0,33	-0,24	-0,22	-0,81
x2	3,75	1,06	4,95	2,87	0,63
x3	0,74	0,39	0,31	-0,16	-1,09
x4	-0,06	-0,04	-0,06	-0,06	-0,28
Wynik obliczeń	(1,15)	(3,77)	2,92	1,69	(1,47)

Źródło: opracowanie własne

Co prawda na bazie dostępnych danych możliwe było również matematyczne obliczenie modelu Appenzeller-Szarzec (2004)⁹⁴, ale ze względu na stratę netto generowaną przez Going sp. z o.o. we wszystkich badanych okresach parametr X5 modelu wykazuje zniekształcone wartości, a tym samym wynik modelu traci dla tej spółki zastosowanie. Z tej przyczyny, poniżej zaprezentowano wyłącznie wyniki uzyskane dla e-Muzyka S.A.

Tabela 23. Model dyskryminacyjny Appenzeller-Szarzec dla e-Muzyka S.A.

Wyszczególnienie	2017	2018	2019	2020
x1	2,31	3,58	3,02	3,79
x2	0,08	0,08	0,08	0,07
x3	9,42	7,78	12,94	13,22
x4	58,03	57,80	66,40	59,15
x5	1,10	0,95	1,34	1,14
Wynik obliczeń	1,54	2,56	2,10	2,70

Źródło: opracowanie własne

Zgodnie z zaprezentowanymi powyżej obliczeniami, sytuacja finansowa e-Muzyka S.A. była stabilna z punktu widzenia zagrożenia upadłością, a zagrożenie takie nie występowało. Jedyna ujemna wartość została wykazana przez model „poznański” w roku 2017, biorąc jednak pod uwagę pozytywne wyniki wykazywane przez wszystkie pozostałe modele w tym okresie należy wskazać, iż obserwacja ta nie zmienia konkluzji o braku zagrożenia upadłością. W przypadku Going sp. z o.o. analiza wskazywała – na bazie trzech modeli – we wszystkich badanych latach na występowanie zagrożenia upadłością. Konkluzji tej nie zmienia fakt uzyskania dwukrotnie wartości dodatniej w modelu „poznańskim” (2018-2019), gdyż wszystkie pozostałe modele w tym okresie wskazywały zagrożenie upadłością. Co więcej, uzyskane wyniki oznaczają brak tendencji, która mogłaby wskazywać na ewentualną poprawę sytuacji Going sp. z o.o. w przyszłości (wyniki osiągnięte w roku 2020 są najgorsze w całym badanym okresie). W takiej sytuacji powtórnie należy odnieść się do stwierdzenia Zarządu o korzyści związanej z „rozszerzeniem działalności o obszar sprzedaży biletów na wydarzenia kulturalne”. Trudno

⁹⁴ Hamrol, M., Chodakowski, J. (2008). Prognozowanie zagrożenia finansowego przedsiębiorstwa. Wartość predykcyjna polskich modeli analizy dyskryminacyjnej. Badania operacyjne i decyzje, 3, 17-32

wskazywać na występowanie potencjalnych korzyści, w tym efektów synergii, w momencie, w którym dane finansowe i modele dyskryminacyjne wskazują na złą sytuację finansową i potencjalne zagrożenie upadłością Going sp. z o.o.

Konkludując wszystkie powyższe rozważania można stwierdzić, iż fakt uzyskania wkładu niepieniężnego w postaci 50.000 udziałów w spółce Empik Ventures sp. z o.o. (pośrednio Going sp. z o.o.) na drodze podwyższenia kapitału spółki e-Muzyka S.A. był prawdopodobnie nieracjonalny z punktu widzenia złej kondycji finansowej (w tym zagrożenia upadłością) spółki Going sp. z o.o.

Do konkluzji tej doprowadziła powyższa analiza, która wskazuje, iż sytuacja ekonomiczna Going sp. z o.o. (pośrednio Empik Ventures sp. z o.o.) była gorsza niż sytuacja ekonomiczna e-Muzyka S.A., a tym samym uzyskanie w wyniku Transakcji udziałów Going sp. z o.o. za pośrednictwem Empik Ventures sp. z o.o. (zamiast wykorzystania możliwości alternatywnych, np. uzyskania wkładu pieniężnego) nie było racjonalne z punktu widzenia e-Muzyka S.A. ze względu na **realną możliwość lepszej alokacji możliwych do uzyskania z emisji środków finansowych w przypadku objęcia akcji serii F za wkład pieniężny (np. w rozwój wewnętrzny)**. Wniosek został sformułowany na bazie całości dostępnego materiału źródłowego.

4. Określenie prawidłowości i aktualności założeń o charakterze finansowym oraz techniczno-ekonomicznym uzasadniających racjonalność ekonomiczną przeprowadzenia Transakcji

W niniejszym rozdziale przeanalizowano prawidłowość i aktualność założeń o charakterze finansowym oraz techniczno-ekonomicznym uzasadniających racjonalność ekonomiczną przeprowadzenia Transakcji, przy czym skoncentrowano się na aspektach innych niż zakładane korzyści z przeprowadzenia Transakcji, a także innych niż potencjalne efekty synergii. Jest tak dlatego, że zakładane korzyści zostały dokładnie przeanalizowane i zaprezentowane w rozdziale 2 niniejszego Sprawozdania, tj. Określenie ekonomicznej celowości przedmiotowej Transakcji pod kątem interesów Spółki, a zagadnieniu synergii został poświęcony rozdział szósty, tj. Ustalenie prawidłowości założeń dotyczących ewentualnych specyficznych synergii generowanych w związku z przeprowadzeniem Transakcji.

Badanie wskazuje na nieprawidłowość i nieaktualność przyjętych założeń.

4. 1. Brak identyfikacji potencjalnych kandydatów do przejęcia

Pierwszym istotnym wnioskiem dotyczącym prawidłowości i aktualności założeń jest to, że podstawa do ich formułowania była niezwykle ograniczona. Wniosek ten wynika z braku przeprowadzenia przez Spółkę podstawowej analizy potencjalnych przedsiębiorstw mogących być kandydatami do przejęcia. Przy świadomości wszystkich ograniczeń, które zostały sformułowane względem zapisów dotyczących strategii spółki e-Muzyka S.A. (omówionych w poprzednich rozdziałach niniejszego Sprawozdania), należy przywołać jeden z wielu podobnych zapisów (również obszernie przytaczanych we wcześniejszych rozdziałach) dotyczących celowości realizowanych przez e-Muzyka S.A. działań: „Również dzięki synergii w obrębie grupy kapitałowej Empik udało się podjąć współpracę z firmą Going, zajmującą się dystrybucją biletów na koncerty i wydarzenia kulturalne. Rozwój pandemii w 2020 roku i idące za tym wyhamowanie branży biletowej nie pozwolił co prawda na rozwinięcie skrzydeł w tym obszarze, ale według prognoz w najbliższych latach nastąpić powinno odbicie. Współpraca z Going pozwoli e-Muzyce na poszerzenie oferty dla polskich wytwórni muzycznych i samych artystów o dystrybucję już nie tylko ich muzyki w formie fizycznej i cyfrowej, ale również wsparcie w organizacji i dystrybucję biletów na ich koncerty, a także wspólne działania marketingowe. Takiej oferty opartej na synergii w grupie Empik nie jest w stanie skopiować żaden podmiot na rynku.” (Sprawozdanie Zarządu z działalności E-Muzyka za rok 2020, s. 14-15) lub: „Akwizycja Going Sp. z o.o. przez e-Muzyka S.A. jest elementem realizacji kompleksowej strategii rozwoju e- Muzyka S.A. poprzez budowanie najszerzej na rynku oferty dla lokalnych Wytwórni Muzycznych/Artystów. W wyniku przeprowadzonej transakcji nastąpiło m.in: znaczne poszerzenie kontaktów w środowisku muzycznym, uzupełnienie kompetencji spółki w zakresie realizacji kreatywnych działań promocyjnych oraz skokowy

wzrost kompetencji w zakresie Digital Marketing i Social Media Marketing” (Skonsolidowane sprawozdanie Zarządu z działalności Grupy Kapitałowej E-Muzyka za rok 2021, s. 15).

Wszystkie powyższe ewentualne korzyści mogłyby zostać uzyskane na drodze akwizycji różnych podmiotów. Szybka kwerenda internetowa wskazuje⁹⁵, iż na rynku działa kilkadziesiąt podmiotów oferujących możliwość zakupu biletów na wydarzenia kulturalne, z czego kilkanaście jest aktywnych na rynku polskim oraz kilkaset agencji Digital Marketing i Social Media Marketing. W tym zakresie nie przeprowadzono jednak żadnych analiz.

Podręcznikowym abecadłem racjonalnego podejścia do rozwoju zewnętrznego jest weryfikacja różnych potencjalnych przedsiębiorstw, których przejęcie mogłoby doprowadzić do realizacji celów spółki przejmującej. Żadnych wątpliwości w tym zakresie nie pozostawia ani praktyka fuzji i przejęć, ani literatura przedmiotu, która wskazuje, iż określenie listy spółek, które mogą zostać przejęte, a następnie rangowanie tych spółek i indywidualne negocjacje warunków transakcji są podstawą racjonalnego podejścia do rozwoju zewnętrznego: „Zespół ds. rozwoju korporacyjnego Kupującego powinien stworzyć listę celów (kandydatów do przejęcia) i posortować cele na podstawie kryteriów odpowiadających celom spółki przejmującej. Oczywiście zespół musi również wziąć pod uwagę dostępność, ponieważ w większości przypadków nie wszyscy potencjalni kandydaci są na sprzedaż, a już na pewno nie wszyscy są na sprzedaż po rozsądnej cenie. Zespół powinien następnie przystąpić do nawiązywania kontaktu z różnymi potencjalnymi kandydatami i próbować ustalić warunki potencjalnej transakcji. W niektórych przypadkach racjonalnym działaniem będzie kontakt bezpośrednio z potencjalnymi kandydatami. W innych przypadkach możliwe jest przyjęcie postawy pasywnej polegającej na ustanowieniu kryteriów, a następnie oczekiwaniu, aż przejęcie wybranych kandydatów stanie się możliwe”⁹⁶.

Podstawowym działaniem przedsiębiorstwa przejmującego powinno być określenie listy potencjalnych celów do przejęcia, przy czym profesjonalne podejście do selekcji kandydatów

⁹⁵ <https://www.similarweb.com/top-websites/e-commerce-and-shopping/tickets/>;
<https://www.wygranaonline.com/bilety-na-koncerty/>;
<https://mytop.expertexpro.com/pl/rejting-luchshih-sajtov-biletov-na-koncerty/>;
<https://widoczni.com/blog/ranking-agencji-social-media/>; <https://myservername.com/top-10-most-popular-social-media-marketing-companies-2021/>;
https://interaktywnie.com/biznes/artykuly/raporty-interaktywnie-com/agencje-social-media-2021-roku-ranking-trendow-i-poradnik-dla-firm-261519#google_vignette

⁹⁶ Frankel, M., Forman, L. (2017). Mergers and Acquisitions Basics. Wiley: New Jersey

powinno uwzględniać co najmniej dopasowanie strategiczne i organizacyjne⁹⁷. Identyfikacja potencjalnych kandydatów do przejęcia o dobrym dopasowaniu strategicznym oznacza:

- dopasowanie poziome: firmy ściśle powiązane pod względem wytwarzanych produktów lub usług, przy czym obie firmy działają na tym samym rynku, lub
- dopasowanie pionowe: firmy z potencjalną lub istniejącą relacją kupujący/sprzedający.

Z kolei identyfikacja potencjalnych kandydatów do przejęcia posiadających wysoki stopień dopasowania organizacyjnego powinna obejmować analizę co najmniej⁹⁸:

- kultury,
- stylu zarządzania,
- systemu controllingowego,
- wartości,
- struktury organizacyjnej.

Co więcej – dla każdego kandydata – dopasowanie operacyjne powinno zostać poddane ocenie w takich obszarach jak⁹⁹:

- finanse,
- prawo,
- technika i technologia,
- sposób realizacji bieżących operacji.

Zagadnienie to nie powinno z resztą budzić jakichkolwiek wątpliwości. Najprostsze doświadczenie życiowe wskazuje, iż kupując jakiegokolwiek produkty (od nieruchomości aż do prostych produktów zaspokajających potrzeby życia codziennego, jak np. ubrania) dokonuje się porównania różnych ofert. Skoro tak, to przeprowadzenie wielomilionowej transakcji z zaniechaniem szczegółowej analizy potencjalnych kandydatów do akwizycji jest działaniem niezrozumiałym, nieracjonalnym i bezwzględnie błędnym.

⁹⁷ Galpin, T., Herndon, M. (2014). The complete guide to mergers and acquisitions. Jossey-Bass: San Francisco

⁹⁸ Ibidem

⁹⁹ Ibidem

Generalnie można podsumować, że wykazanie racjonalności założeń przyjmowanych przez e-Muzyka S.A. musiałyby obejmować potwierdzenie realizacji trzech etapów. Na pierwszym etapie ustalone musiałyby zostać cele i kryteria wyboru strategii rozwoju zewnętrznego. Same cele musiałyby przy tym mieć charakter finansowy, techniczno-ekonomiczny i/lub menedżerski¹⁰⁰. Na drugim etapie poddane analizie musiałyby zostać przedsiębiorstwa odpowiadające zdefiniowanym na pierwszym etapie celom i strategii. Trzeci etap musiałyby obejmować analizę finansową planowanego przejęcia, przy czym należy ją odróżnić od analizy finansowej przedsiębiorstwa kandydata. Analiza finansowa planowanego przejęcia obejmuje zarówno analizę przedsiębiorstwa będącego kandydatem do nabycia, jak i ocenę wpływu transakcji na łączną wartość przedsiębiorstw po jej zrealizowaniu. Do ostatniego zagadnienia odniesiono się w kolejnym punkcie.

4. 2. Brak wyceny synergii

Zagadnienie synergii jest przedmiotem rozważań w niniejszym Sprawozdaniu, w rozdziale szóstym, tj. Ustalenie prawidłowości założeń dotyczących ewentualnych specyficznych synergii generowanych w związku z przeprowadzeniem Transakcji. W niniejszym podrozdziale, do zagadnienia tego odniosę się wyłącznie przez pryzmat braku wyceny synergii w wycenach przygotowanych na potrzeby Transakcji.

Naturalnym jest, że przygotowując się do realizacji transakcji należy rozważyć wszystkie jej efekty. Stąd analizując możliwość uzyskania wkładu niepieniężnego w postaci 50.000 udziałów w spółce Empik Ventures sp. z o.o. (pośrednio Going sp. z o.o.) na drodze podwyższenia kapitału spółki e-Muzyka S.A. należy:

- wycenić spółkę e-Muzyka S.A.,
- wycenić spółkę Going sp. z o.o. (pośrednio Empik Ventures sp. z o.o.),
- wycenić synergii.

Tymczasem, w udostępnionej dokumentacji znalazły się wyłącznie:

- Raport z wyceny Empik Ventures sp. z o.o. na dzień 31 października 2020,
- Raport z wyceny Going sp. z o.o. na dzień 31 października 2020,
- Raport z wyceny e-Muzyka S.A. na dzień 31 października 2020.

¹⁰⁰ Czerkas, K. (2018). Przejmowanie przedsiębiorstw, zorganizowanych części przedsiębiorstw oraz nieruchomości. Fuzje przedsiębiorstw. ODDK: Gdańsk, s. 19-27.

Przy czym, zgodnie z przyjętą w tych wycenach metodyką, wycena Empik Ventures sp. z o.o., poprzez wykorzystanie metody skorygowanych aktywów netto, bazowała niemal w pełni na wycenie spółki Going sp. z o.o., której udziały były w posiadaniu Empik Ventures sp. z o.o.

Powyższe oznaczają, że w ramach prac analitycznych nie wyceniono synergii. Podejście takie jest zgodne ze sztuką wyłącznie w momencie, w którym nie zakłada się w ogóle wystąpienia jakichkolwiek efektów synergii. Innymi słowy – brak wyceny synergii jako osobnej kategorii ekonomicznej implikuje, że nie zakładano (przynajmniej w toku prac analitycznych), że jakakolwiek mierzalna synergia wystąpi.

W praktyce fuzji i przejęć niespotykane jest pominięcie osobnej analizy możliwych do uzyskania efektów synergii. Element ten ma kluczowe znaczenie dla ewentualnej transakcji i jest zwykle przedmiotem intensywnej debaty w trakcie prowadzonych negocjacji¹⁰¹.

Odnosząc się zaś do literatury przedmiotu - termin synergia odnosi się do rodzaju relacji, która zachodzi, gdy dwa podmioty łączą się, dając razem większy efekt niż ten, który mogłyby wyjaśnić suma tych dwóch podmiotów działających niezależnie. Najprościej mówiąc, synergia odnosi się do zjawiska, w którym: $2 + 2 = 5$. W przypadku fuzji przekłada się to na zdolność połączonego przedsiębiorstwa do uzyskania większej wartości niż mają osobno poszczególne podmioty, które zostały połączone¹⁰².

Przewidywanie istnienia korzyści synergicznych pozwala firmom prowadzić transakcje fuzji i przejęć, gdyż zapewnia rekompensatę za ponoszone koszty procesu przejęcia, a do tego pozwala wypracować premię dla akcjonariuszy. Ze względu na konieczność co najmniej pokrycia kosztów transakcji, wycena synergii jest niezbędna, żeby ocenić, czy transakcja znajduje w ogóle ekonomiczne uzasadnienie. Analitycznie określa się w tym celu wartość netto przejęcia (ang. net acquisition value - NAV)¹⁰³. Wartość netto przejęcia (NAV) wyraża się następującym wzorem:

¹⁰¹ Gaughan, P. (2018). Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring. Wiley: New Jersey

¹⁰² Damodaran, A. (2012). Investment valuation. Tools and techniques for determining the value of any asset. Wiley: New Jersey

¹⁰³ Gaughan, P. (2018). Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring. Wiley: New Jersey

$$NAV = [V_{AB} - (V_A + V_B)] - (P + E)$$

gdzie:

NAV – wartość netto przejęcia,

V_{AB} – łączna wartość firm A i B po połączeniu,

V_A – wartość firmy A,

V_B – wartość firmy B,

P – premia zapłacona za firmę B,

E – wydatki związane z przeprowadzeniem transakcji.

Termin w nawiasach [$V_{AB} - (V_A + V_B)$] oznacza efekt synergiczny. Efekt ten musi być większy niż suma P + E, aby uzasadnić w ogóle realizację transakcji. Jeśli termin w nawiasie nie jest większy niż suma P + E, transakcja jest nieuzasadniona z ekonomicznego punktu widzenia.

W ocenie wartości netto przejęcia należy wykorzystać jedno z dwóch podstawowych podejść. W pierwszym postrzega się synergii szeroko i uwzględnia eliminację nieefektywnego zarządzania poprzez optymalizację procesów zarządczych¹⁰⁴. W drugim podejściu termin definiuje się w sposób węższy i traktuje ewentualne korzyści wywołane optymalizacją zarządzania oddzielnie, a koncentruje się na łatwo mierzalnych, podstawowych kategoriach finansowych jak wzrost przychodów i redukcja kosztów¹⁰⁵.

Brak wykonania powyższej – powszechnej – procedury świadczy, iż nie zostały w ogóle wypracowane podstawy mogące stanowić fundament dla formułowania założeń o charakterze finansowym i techniczno-ekonomicznym.

¹⁰⁴ Asquith, P. (1983). Merger Bids, Uncertainty and Stockholder Returns, *Journal of Financial Economics* 11, nos. 1–4: 51–83; Bradley, M., Desai, A., Kim, E. (1983). The Rationale behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy? *Journal of Financial Economics* 11, nos. 1–4: 183–206.

¹⁰⁵ Jensen, M., Ruback, R. (1983). The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, *Journal of Financial Economics* 11, nos. 1–4: 5–50.

4. 3. Brak pokrycia w strategii spółek działających w ramach grupy kapitałowej Empik

Kolejnym elementem analizy założeń jest badanie podstawowego źródła zawierającego informacje o planach rozwojowych Spółki, tj. jej strategii. Poniżej zaprezentowano wybrane fragmenty tej strategii wraz z omówieniem.

Zasadność przeprowadzanej Transakcji, powinna znaleźć odzwierciedlenie w strategii spółek w niej uczestniczących, przede wszystkim spółki e-Muzyka s.a., a także spółki Empik S.A. oraz ich grup kapitałowych. Skoro decyzja o przeprowadzeniu Transakcji miała duże znaczenie dla kapitału zakładowego spółki e-Muzyka S.A., to tym samym powinna mieć odzwierciedlenie w jej strategii.

Analizując roczne sprawozdania z działalności (za lata 2019-2021), a także roczne (za lata 2019-2021) i kwartalne (za lata 2019-2022) sprawozdania finansowe spółek e-Muzyka S.A., a także spółki Empik S.A., można wyciągnąć serię wniosków, które zaprezentowane zostały poniżej.

W dokumentach za 2019 rok, a zatem w roku bezpośrednio poprzedzającym działania podejmowane w związku z Transakcją, odniesienie do działalności w obszarze sprzedaży biletów na wydarzenia kulturalne jest znikome. W sprawozdaniach spółki e-Muzyka S.A. nie występuje, natomiast w sprawozdaniach Empik S.A. można znaleźć następującą informację: „Jednocześnie w 2019 roku Grupa rozszerzała swoją ofertę biletów na wydarzenia kulturalne. Rozwijała bezpośrednią współpracę z organizatorami imprez kulturalnych i przygotowała propozycje spędzania wolnego czasu za pośrednictwem aplikacji Going i portalu Empik.bilety.pl” (Sprawozdanie Zarządu za okres dwunastu miesięcy zakończonych 31 grudnia 2019 r. Empik S.A. i jednostki zależne, s. 4).

Dopiero w dokumentach za 2020 rok, można znaleźć odniesienie do działalności w obszarze sprzedaży biletów na wydarzenia kulturalne. W sprawozdaniach spółki e-Muzyka S.A. znalazł się zapis, zgodnie z którym „współpraca z Going” przedstawiona została jako jeden z elementów „Głównych filarów realizacji celu strategicznego Spółki” obok (Sprawozdanie Zarządu z działalności E-Muzyka za rok 2020, s. 14-15):

- dystrybucji cyfrowej,
- dystrybucji nośników fizycznych,
- pozyskiwania nowych wytwórni i partnerów w obszarze dystrybucji,
- rozwoju narzędzi i technologii,
- inwestycji w kapitał ludzki.

W odniesieniu do strategii można znaleźć również następujące fragmenty: „celem strategicznym Grupy e-Muzyka S.A. jest umacnianie pozycji największego podmiotu B2B w branży muzycznej w Polsce jak również budowa najszerzej na rynku oferty dla lokalnych Wytwórni Muzycznych/Artystów” a dalej: „Akwizycja Going Sp. z o.o. przez e-Muzyka S.A. jest elementem realizacji kompleksowej strategii rozwoju e- Muzyka S.A. poprzez budowanie najszerzej na rynku oferty dla lokalnych Wytwórni Muzycznych/Artystów. W wyniku przeprowadzonej transakcji nastąpiło m.in: znaczne poszerzenie kontaktów w środowisku muzycznym, uzupełnienie kompetencji spółki w zakresie realizacji kreatywnych działań promocyjnych oraz skokowy wzrost kompetencji w zakresie Digital Marketing i Social Media Marketing.” (Skonsolidowane sprawozdanie Zarządu z działalności Grupy Kapitałowej E-Muzyka za rok 2021, s. 15)

W „Sprawozdaniu Zarządu za okres dwunastu miesięcy zakończonych 31 grudnia 2020 r. Empik S.A. i jednostki zależne” można z kolei znaleźć następującą informację: „E-Muzyka rozwinęła także w ciągu roku współpracę z Going Sp. z o.o. („Going”), spółką z Grupy Empik zajmującą się dystrybucją biletów na koncerty i wydarzenia kulturalne. Rozwój pandemii w 2020 roku i idące za tym wyhamowanie branży biletowej nie pozwoliły co prawda na rozwinięcie skrzydeł w tym obszarze, ale według prognoz w najbliższych latach nastąpić powinno odbicie. Współpraca pomiędzy Going i e-Muzyka ma na celu stworzenie kompleksowej oferty dla polskich wytwórni muzycznych i samych artystów obejmującej zarówno dystrybucję ich muzyki w formie fizycznej i cyfrowej i jednocześnie wsparcie w organizacji i dystrybucję biletów na ich koncerty, a także wspólne działania marketingowe. W celu zacieśnienia współpracy w styczniu 2021 r. podpisana została umowa aportowa, na mocy której Empik wniósł aportem 100% udziałów Empik Ventures Sp. z o.o. (jedyne go udziałowca Going) do e-Muzyka S.A.”.

W związku z powyższymi zapisami powstają następujące wątpliwości w zakresie braku spójności realizacji Transakcji ze strategią Spółki:

- dlaczego działalność realizowana przez Going sp. z o.o. na rynku B2C miałyby korespondować z działalnością biznesową e-Muzyka S.A. realizowaną na rynku B2B,
- dlaczego w 2019 roku w strategii brakuje odniesienia do działalności w obszarze sprzedaży biletów na wydarzenia kulturalne,
- dlaczego w strategii odniesienie do działalności w obszarze sprzedaży biletów na wydarzenia kulturalne pojawia się w sprawozdaniach dopiero za 2020 rok, choć działalność spółki Going sp. z o.o. w ramach Grupy Kapitałowej spółki Empik S.A. miała miejsce już wcześniej,
- jakie okoliczności wpłynęły na powyższą zmianę podejścia na przestrzeni lat 2019-2020,

- dlaczego odniesienie do działalności w obszarze sprzedaży biletów pojawia się akurat w momencie, w którym otoczenie makroekonomiczne zdominowane było przez wpływ pandemii Covid-19¹⁰⁶, niezwykle istotny w kontekście profilu działalności Going sp. z o.o.

W tym miejscu warto przywołać również zapisy o zacieśnianiu współpracy: „W celu zacieśnienia współpracy w styczniu 2021 r. podpisana została umowa aportowa, na mocy której Empik wniósł aportem 100% udziałów Empik Ventures Sp. z o.o. (jedynego udziałowca Going) do e-Muzyka S.A.” (Sprawozdaniu Zarządu za okres dwunastu miesięcy zakończonych 31 grudnia 2020 r. Empik S.A. i jednostki zależne”).

W kontekście powyższych zapisów o „zacieśnieniu” współpracy niezrozumiałym jest zapis o „podjęciu” współpracy, który można znaleźć w Sprawozdaniu Zarządu z działalności E-Muzyka za rok 2020 (s. 14-15): „Również dzięki synergii w obrębie grupy kapitałowej Empik udało się podjąć współpracę z firmą Going, zajmującą się dystrybucją biletów na koncerty i wydarzenia kulturalne. Rozwój pandemii w 2020 roku i idące za tym wyhamowanie branży biletowej nie pozwolił co prawda na rozwinięcie skrzydeł w tym obszarze, ale według prognoz w najbliższych latach nastąpić powinno odbicie. Współpraca z Going pozwoli e-Muzyce na poszerzenie oferty dla polskich wytwórni muzycznych i samych artystów o dystrybucję już nie tylko ich muzyki w formie fizycznej i cyfrowej, ale również wsparcie w organizacji i dystrybucję biletów na ich koncerty, a także wspólne działania marketingowe. Takiej oferty opartej na synergii w grupie Empik nie jest w stanie skopiować żaden podmiot na rynku”.

W kontekście powyższej niekonsekwencji, warto uzupełnić rozważania twierdzeniami o wcześniejszej – poprzedzającej Transakcję – współpracy spółek w ramach Grupy Empik: „W 2021 Empik wniósł aportem do E-Muzyka S.A. 100% udziałów w spółce Empik Ventures dzięki czemu E-Muzyka stała się pośrednio 100% udziałowcem spółki Going – lidera w dystrybucji biletów na wydarzenia kulturalne i rozrywkowe. Transakcja ta wynikała ze wcześniejszej współpracy obu spółek w ramach Grupy Empik i wpisuje się w strategię rozwoju e-Muzyka S.A. poprzez budowanie najszerzej na rynku oferty dla lokalnych Wytwórni Muzycznych/Artystów. W wyniku współpracy z Going E-Muzyka uzyskała między innymi: znaczne poszerzenie kontaktów w środowisku muzycznym, uzupełnienie kompetencji spółki w zakresie realizacji

¹⁰⁶ Główny Urząd Statystyczny (2020). Sytuacja makroekonomiczna w Polsce na tle procesów w gospodarce światowej w 2020 r., Warszawa, <https://stat.gov.pl/statystyki-eksperymentalne/gospodarka-przedsiębiorczość-finanse-publiczne/sytuacja-makroekonomiczna-w-polsce-na-tle-procesow-w-gospodarce-swiatowej-w-2020- -r,3,10.html>

kreatywnych działań promocyjnych oraz skokowy wzrost kompetencji w zakresie Digital Marketing i Social Media Marketing.” (Sprawozdanie Zarządu za okres dwunastu miesięcy zakończonych 31 grudnia 2021 r. Empik S.A. i jednostki zależne, s. 7-8).

W tym miejscu warto również podkreślić, że w analizowanych dokumentach nie odniesiono się do wpływu Transakcji na ewentualne efekty synergii (wymieniono tylko te ostatnie)¹⁰⁷. Można tu przywołać Jednostkowe sprawozdanie Zarządu z działalności E-Muzyka za rok 2021, (s. 15): „Również dzięki synergii w obrębie grupy kapitałowej Empik doskonale rozwija się współpraca z firmą Going, zajmującą się dystrybucją biletów na koncerty i wydarzenia kulturalne. Rok 2021 roku był rokiem przełomowym po trudnym po okresie związanym z pandemią, a spółka Going zaczęła osiągać znaczące wzrosty sprzedaży. W 2021 roku e-Muzyka rozpoczęła wspólne przedsięwzięcie z Going, dzięki czemu poszerzyła ofertę dla polskich wytwórni muzycznych i samych artystów o dystrybucję już nie tylko ich muzyki w formie fizycznej i cyfrowej, ale również wsparcie w organizacji i dystrybucję biletów na ich koncerty, a także wspólne działania marketingowe. Takiej oferty opartej na synergii w grupie Empik nie jest w stanie zaoferować żaden inny podmiot na rynku”. Nie sposób z powyższego wnioskować, jakie znacznie dla współpracy miała – sama w sobie – przedmiotowa Transakcja.

W tym samym duchu, w raportach kwartalnych e-Muzyka S.A. można znaleźć pewne informacje dotyczące działań inwestycyjnych związanych z działalnością w obszarze sprzedaży biletów na wydarzenia kulturalne (raport kwartalny e-muzyka za okres 01.04-2021 – 30.06.2021, s. 20-21):

- integracja sprzedażowa z platformą marketplace Empik.com,
- rozszerzenie możliwości systemu, pozwalającego na realizację zaawansowanych procesów akredytacyjnych i weryfikacji zgłoszeń w procesie sprzedażowym i posprzedażowym biletów i karnetów,
- automatyczny proces zmiany danych na bilecie (powiązany z opłatą manipulacyjną).

Natomiast dla Going sp. z o.o. podobne zapisy za rok 2021, uzupełnione o komentarz w zakresie synergii przedstawiają się następująco:

¹⁰⁷ Patrz również rozdział szósty niniejszego Raportu, tj. Ustalenie prawidłowości założeń dotyczących ewentualnych specyficznych synergii generowanych w związku z przeprowadzeniem Transakcji

- „Zarząd spółki spodziewa się, że kolejny rok przyniesie zarówno znaczący wzrost przychodów ze sprzedaży biletów jak usług jak również planuje rozwój przedsięwzięć mających na celu wykorzystanie synergii w ramach grupy kapitałowej.”
- „Zarząd spółki zakłada kontynuację działalności a jednocześnie podejmuje działania mające na celu wzrost przychodów przy jednoczesnym zwiększaniu rentowności oraz wyników spółki Going. Rozwój rynku, rozwój strony internetowej i aplikacji Going jak również wsparcie ze strony silnej marki Empik oraz spółki e-muzyka pozwalają zakładać, że rok 2022 będzie znacząco lepszy i pozwoli osiągnąć znaczącą poprawę wyników sprzedażowych jak również poziomu rentowności. Jednocześnie spółka skupia się na realizacji działań mających na celu uzyskania celów strategicznych postawionych na następne lata.”

W przywołanych dokumentach stwierdzono następujące korzyści ze współpracy:

- „znaczne poszerzenie kontaktów w środowisku muzycznym, uzupełnienie kompetencji spółki w zakresie realizacji kreatywnych działań promocyjnych oraz skokowy wzrost kompetencji w zakresie Digital Marketing i Social Media Marketing”,
- „stworzenie kompleksowej oferty dla polskich wytwórni muzycznych i samych artystów obejmującej zarówno dystrybucję ich muzyki w formie fizycznej i cyfrowej i jednocześnie wsparcie w organizacji i dystrybucję biletów na ich koncerty, a także wspólne działania marketingowe”.

Jednakże, po raz kolejny informacje te nie mogą być podstawą do określenia, czy realizacja Transakcji miała – sama w sobie – jakiegokolwiek znaczenie dla zakresu, w którym przedsiębiorstwa mogły współpracować.

Zapisy te mają charakter ogólnikowy, a biorąc pod uwagę fakt wcześniejszej współpracy spółek w ramach grupy kapitałowej Empik, trudno zrozumieć, na czym miałyby polegać korzyść synergetyczna po przeprowadzonej Transakcji, która nie doprowadziła ani do zmiany w składzie grupy kapitałowej, ani do znacznych – pod kątem wielkości procentowej – zmian w udziałach w spółkach zależnych spółki Empik S.A i spółki e-Muzyka S.A. ani do fuzji przedsiębiorstw, które pozostały po Transakcji odrębnymi podmiotami. Jeśli te korzyści wystąpiły, to ich ogólnikowy opis, nie pozwala na ich potwierdzenie.

Konkludując wszystkie powyższe rozważania można stwierdzić, iż fakt uzyskania wkładu niepieniężnego w postaci 50.000 udziałów w spółce Empik Ventures sp. z o.o. (pośrednio Going sp. z o.o.) na drodze podwyższenia kapitału spółki e-Muzyka S.A. był prawdopodobnie nieracjonalny z punktu widzenia prawidłowości i aktualności założeń o charakterze finansowym

oraz techniczno-ekonomicznym uzasadniających racjonalność ekonomiczną przeprowadzenia Transakcji.

Do konkluzji tej doprowadziła powyższa analiza, która wskazuje, iż nie zidentyfikowano potencjalnych kandydatów do przejęcia, nie wyceniono ewentualnych synergii, a przeprowadzone działania nie znajdują pokrycia w strategii spółek działających w ramach grupy kapitałowej Empik. Wniosek został sformułowany na bazie całości dostępnego materiału źródłowego.

5. Ustalenie czy wykonane analizy i prognozy były wystarczające do podjęcia decyzji o przeprowadzeniu Transakcji z należyтым rozeznaniem i starannością

W niniejszym rozdziale przebadano analizy i prognozy (dalej: Analizy) wykonane przed podjęciem decyzji o przeprowadzeniu Transakcji pod kątem ich wystarczalności, a także należytego rozeznania i staranności. Niniejszy rozdział prezentuje praktykę i wnioski wpływające z literatury przedmiotu w zakresie prowadzenia podobnych Analiz oraz omawia przeprowadzone przez Spółkę analizy i prognozy na tym tle. Niniejszy rozdział powinien być odczytywany wspólnie z pełną treścią: rozdziału 2 niniejszego Sprawozdania, tj. Określenie ekonomicznej celowości przedmiotowej Transakcji pod kątem interesów Spółki, rozdziału 4, tj. Określenie prawidłowości i aktualności założeń o charakterze finansowym oraz techniczno-ekonomicznym uzasadniających racjonalność ekonomiczną przeprowadzenia Transakcji, rozdziału 6, tj. Ustalenie prawidłowości założeń dotyczących ewentualnych specyficznych synergii generowanych w związku z przeprowadzeniem Transakcji, a także rozdziałów 13 i 14, tj. Analiza rzetelności wyceny wartości spółki Going sp. z o.o. na dzień 31.10.2020 r. oraz spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31.10.2020 r. oraz Analiza prawidłowości parytetu wymiany udziałów spółki Empik Ventures sp. z o.o. na akcje spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31.10.2020 r.

Badanie wskazuje, iż wykonane Analizy nie były wystarczające do podjęcia decyzji o przeprowadzeniu Transakcji z należyтым rozeznaniem i starannością.

5.1. Podstawy metodyczne należytego rozpoznania i staranności w zakresie analiz i prognoz

Analiza przeprowadzona z należyтым rozpoznaniem i starannością musi być kompleksowa i pozwalać na weryfikację rzeczywistej sytuacji wszystkich spółek objętych badaniem. Literatura przedmiotu i praktyka fuzji i przejęć wykazują grupy obszarów, które w takiej sytuacji poddać należy badaniu. Dla przykładu w literaturze wskazuje się konieczność wykonania następujących czynności przed podjęciem decyzji o realizacji przejęcia: określenie strategii biznesowej, określenie roli fuzji i przejęć w realizacji strategii biznesowej, określenie potencjalnych podmiotów do przejęcia, określenie strategicznego i operacyjnego dopasowania potencjalnych do przejęcia podmiotów, przeprowadzenie analiz (finansowej, operacyjnej, prawnej, technologicznej i organizacyjnej), sporządzenie planu przejęcia, sporządzenie planu komunikacji, sporządzenie planu zarządzania podstawowym kapitałem ludzkim, sporządzenie planu zarządzania kapitałem klienckim; a po podjęciu decyzji również: określenie założeń kosztowych i przychodowych, przeprowadzenie wycen podmiotów, negocjacje, ustalenie warunków przejęcia, sporządzenie dokumentacji transakcyjnej, uzyskanie zgód stosownych

instytucji, rozliczenie transakcji¹⁰⁸. Powyższe prowadzi do konkluzji, iż przygotowanie Transakcji w sposób racjonalny jest zagadnieniem wieloaspektowym, wymagającym bezwzględnie przeprowadzenia konkretnej, szczegółowej analizy, a czynienie rozstrzygnięć z jej pominięciem (np. na bazie samych oświadczeń) jest niemożliwe. Nawiązując do przywołanej podstawy literaturowej należy wskazać, iż przeprowadzone Analizy nie odpowiadają praktyce fuzji i przejęć ani w zakresie rozeznania, ani staranności.

Podobne wskazówki odnaleźć można wśród największych polskich autorytetów z zakresu fuzji i przejęć. W literaturze tej wskazuje się, iż przejęcia są procesami złożonymi wymagającymi długotrwałych przygotowań, składającymi się z etapów, do których można zaliczyć¹⁰⁹:

- identyfikację możliwości wzrostu,
- określenie strategicznych przesłanek i celów wzrostu zewnętrznego,
- poszukiwanie i analizę kandydatów do nabycia,
- analizę opłacalności nabycia,
- złożenie oferty i negocjacje,
- integrację podmiotów po nabyciu,
- ocenę efektów nabycia oraz kontrolę.

Zgromadzony materiał źródłowy wskazuje, iż wykonane czynności w trakcie realizacji Transakcji nie odpowiadały minimalnemu zakresowi działań, które powinny zostać wykonane.

Przeprowadzenie wszystkich niezbędnych analiz znajduje potwierdzenie w wytworzonej w toku realizacji transakcji dokumentacji. Minimalny zakres wytworzonej dokumentacji obejmuje następujące pozycje¹¹⁰:

- lista potencjalnych kandydatów do przejęcia,
- uzasadnienie wyboru konkretnego kandydata,
- model wpływu transakcji na rachunku zysków i strat,
- budżet jednostki przejmowanej i przejmującej po przeprowadzeniu transakcji,
- wyceny wszystkich zaangażowanych podmiotów i synergii,
- warunki finansowania transakcji,
- listy kontrolne,
- raporty *due diligence*,

¹⁰⁸ Gaplin, T. (2020). *Winning at the acquisition game*. Oxford University Press: Oxford

¹⁰⁹ Frąckowiak, W. (2009). *Fuzje i przejęcia*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne: Warszawa, s. 50.

¹¹⁰ Frankel, M., Forman, L. (2017). *Mergers and Acquisitions Basics*. Wiley: New Jersey.

- plan integracji,
- raport integracyjny po zakończeniu transakcji.

Udostępniona dokumentacja nie koresponduje z zakresem dokumentacji, który jest standardowo wytwarzany w toku realizacji podobnych transakcji.

Nawet dobrze przygotowany proces fuzji lub przejęć – statystycznie rzecz biorąc – często prowadzi do niepowodzenia. Tym bardziej należy zwrócić uwagę na rzetelny proces analityczny i możliwe przyczyny niepowodzeń tego typu transakcji, do których można zaliczyć¹¹¹:

- błędy popełnione na wstępnym etapie transakcji związane z koncepcją rozwoju zewnętrznego,
- pomijanie we wstępnym i pogłębionym badaniu *due diligence* krytycznych głosów co do zasadności przejęcia przedsiębiorstwa,
- pobieżne badanie *due diligence* bez koncentracji na ryzykach krytycznych,
- brak przemyślanego finansowania transakcji,
- nieuwzględnienie księgowych i podatkowych aspektów transakcji,
- brak planu integracji i planu restrukturyzacji,
- złą sekwencję działań integracyjnych,
- błędy we wdrażaniu planu integracji.

Analiza materiału źródłowego wskazuje, iż przeprowadzony proces Transakcji był nierzetelny z punktu widzenia konieczności analizy potencjalnych przyczyn niepowodzenia. Podejście takie narażało Spółkę na ryzyko niepowodzenia.

Kolejnym, bardzo ważnym etapem poprzedzającym Transakcję musiałaby być kompleksowa analiza spółki Going sp. z o.o. (pośrednio również Empik Ventures sp. z o.o.), która z oczywistych względów musiałaby być przeprowadzona na przestrzeni lat poprzedzających Transakcję. Patrząc szerzej – analiza finansowa czy obejmująca ją zakresem przedmiotowym analiza ekonomiczna – z natury rzeczy jest przeprowadzana na przestrzeni lat, co umożliwia obserwację tendencji, jakie zachodzą w przedsiębiorstwie, również w odniesieniu do jego otoczenia. W tym kontekście trzy lata mogą być uznane za pewne podręcznikowe minimum¹¹², które powinno być rozszerzone mając na względzie między innymi fazę rozwoju

¹¹¹ Czerkas, K. (2018). Przejmowanie przedsiębiorstw, zorganizowanych części przedsiębiorstw oraz nieruchomości. Fuzje przedsiębiorstw. ODDK: Gdańsk, s. 314-315.

¹¹² Mikołajewicz, G., Nowicki, J. (2021). Analiza finansowa przedsiębiorstwa z aspektami zrównoważonego rozwoju. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu: Poznań.

przedsiębiorstwa, dynamikę otoczenia, a także znaczenie celu prowadzonej analizy, które w odniesieniu do fuzji i przejęć jest wysokie. Materiał źródłowy nie zawiera podobnych analiz.

Ponadto, zgodnie z literaturą, działania musiałyby obejmować szereg analiz kandydata lub kandydatów do przejęcia. Wymaga to „wszechstronnej analizy, polegającej na przeprowadzeniu monitoringu otoczenia potencjalnego nabywcy. Proces ten powinien być wyraźnie ukierunkowany przez poddanie go niezbędnym rygorom metodycznym”¹¹³. Do podstawowych obszarów analitycznych w tym zakresie należą:

- analiza strategiczna, służąca ustaleniu stopnia i zakresu dopasowania charakterystyk produkcyjno-rynkowych i ekonomiczno-finansowych potencjalnego nabywcy i kandydata do nabycia, zwłaszcza pod kątem wzajemnej redukcji słabych stron i wzmocnienia silnych oraz osiągnięcia efektów synergii,
- analiza zdolności kandydata do generowania dochodu, a zwłaszcza zysku netto na akcję,
- analiza wpływu potencjału zarobkowego kandydata (zysku na akcję) na kształtowanie się relacji cena/zysk po nabyciu,
- analiza kierownictwa przedsiębiorstwa kandydata do nabycia.

Materiał źródłowy nie wskazuje, aby jakiegokolwiek rzetelne analizy w tym zakresie były prowadzone. Wybrane aspekty były uwzględnione w wycenach, choć sposób ich uwzględnienia był nierzetelny¹¹⁴.

W dalszej kolejności, po tak przeprowadzonej analizie, zwykle opartej na ogólnodostępnych źródłach informacji, powinien nastąpić *due dilligence*, a zatem wszechstronna analiza kandydata na podstawie informacji udostępnionych przez spółkę będącą przedmiotem zainteresowania nabywcy, przy czym *due dilligence* w kluczowej fazie – wymagający dostępu do danych źródłowych – jest możliwy, gdy nabycie ma „przyjazną” formę warunkującą współpracę z kandydatem do nabycia¹¹⁵. Materiał źródło nie wskazuje, aby został przeprowadzony jakiegokolwiek *due dilligence*.

¹¹³ Frąckowiak, W. (2009). Fuzje i przejęcia. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne: Warszawa, s. 246.

¹¹⁴ Patrz rozdziały 13 i 14 niniejszego Raportu: Analiza rzetelności wyceny wartości spółki Going sp. z o.o. na dzień 31.10.2020 r. oraz spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31.10.2020 r. oraz Analiza prawidłowości parytetu wymiany udziałów spółki Empik Ventures sp. z o.o. na akcje spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31.10.2020 r.

¹¹⁵ Keler, G. (2021). Badanie *due dilligence* w transakcjach fuzji i przejęć. Znaczenie i skutki prawne. Wolters Kluwer: Warszawa, s. 21-46.

5.2. Ocena rozpoznania i staranności w zakresie analiz i prognoz

W toku prowadzonego badania przeanalizowano cały materiał źródłowy. W wyniku analizy stwierdzono, iż zakres wykonanych analiz i prognoz nie odpowiada potrzebom Transakcji. Zagadnienie to zostało szczegółowo omówione w poszczególnych rozdziałach niniejszego Sprawozdania, w celu zachowania przejrzystości i ograniczenia objętości Sprawozdania, ustalenia poczynione i zaprezentowane w innych rozdziałach nie będą tu powtarzane. W tym miejscu należy jedynie wskazać, iż:

- w rozdziale 2 niniejszego Sprawozdania, tj. Określenie ekonomicznej celowości przedmiotowej Transakcji pod kątem interesów Spółki wykazano, iż określenie ewentualnych korzyści (innych niż efekt synergii) nie było właściwe w kontekście Transakcji,
- w rozdziale 4, tj. Określenie prawidłowości i aktualności założeń o charakterze finansowym oraz techniczno-ekonomicznym uzasadniających racjonalność ekonomiczną przeprowadzenia Transakcji wykazano, iż przyjęte założenia dotyczące Transakcji były niewłaściwe,
- w rozdziale 6, tj. Ustalenie prawidłowości założeń dotyczących ewentualnych specyficznych synergii generowanych w związku z przeprowadzeniem Transakcji, a także rozdziałów wykazano, iż określenie ewentualnych korzyści wynikających z występowania efektu synergii nie było właściwe w kontekście Transakcji,
- w rozdziale 13, tj. Analiza rzetelności wyceny wartości spółki Going sp. z o.o. na dzień 31.10.2020 r. oraz spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31.10.2020 r., wykazano, iż wyceny były nierzetelne,
- w rozdziale 14, tj. Analiza prawidłowości parytetu wymiany udziałów spółki Empik Ventures sp. z o.o. na akcje spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31.10.2020 r. wykazano, iż parytet został ustalony w sposób nierzetelny.

Konkludując rozważania zaprezentowane w niniejszym oraz wskazanych powyżej rozdziałach można stwierdzić, iż fakt uzyskania wkładu niepieniężnego w postaci 50.000 udziałów w spółce Empik Ventures sp. z o.o. (pośrednio Going sp. z o.o.) na drodze podwyższenia kapitału spółki e-Muzyka S.A. był prawdopodobnie nieracjonalny z punktu widzenia niewystarczalności rozeznania i niskiej staranności analiz i prognoz wykonanych przed podjęciem decyzji o przeprowadzeniu Transakcji.

W konsekwencji, należy jednoznacznie stwierdzić, że istniały podstawy, aby rozszerzyć, powtórzyć oraz zweryfikować przeprowadzone Analizy przed podjęciem decyzji o przeprowadzeniu Transakcji, z uwagi na ich ograniczony zakres i rozbieżności. Wniosek został sformułowany na bazie całości dostępnego materiału źródłowego.

6. Ustalenie prawidłowości założeń dotyczących ewentualnych specyficznych synergii generowanych w związku z przeprowadzeniem Transakcji

W niniejszym rozdziale przeanalizowano prawidłowość założeń dotyczących ewentualnych specyficznych synergii generowanych w związku z przeprowadzeniem Transakcji. W rozdziale tym nie omawiano ewentualnych innych korzyści niż występowanie efektu synergii. Jest tak dlatego, że zagadnieniu innych korzyści został poświęcony osobny rozdział, tj. Określenie ekonomicznej celowości przedmiotowej Transakcji pod kątem interesów Spółki.

Badanie wskazuje, iż założenia dotyczące ewentualnych specyficznych efektów synergii były nieprawidłowe.

6.1. Pojęcie synergii

Na bazie literatury przedmiotu¹¹⁶ wskazać można, iż występowanie synergii wiąże się z uzyskiwaniem ponadprzeciętnego efektu względem tego wypracowywanego niezależnie przez łączące się podmioty. Jak wskazano uprzednio, w przypadku Transakcji powinno więc przełożyć się to na wygenerowanie większej wartości niż mają osobno poszczególne podmioty¹¹⁷. Analityczne podejście do szacowania wartości synergicznej zostało już zaprezentowane w niniejszym Sprawozdaniu, w tym rozdziale przeanalizowane zostaną przesłanki merytoryczne.

Dwa główne typy synergii, które występują w podobnych transakcjach to synergie operacyjne takie jak: wzrost przychodów i redukcja kosztów. Jedne i drugie mogą być efektem zarówno integracji poziomej jak i pionowej. W literaturze występuje ponadto pojęcie synergii finansowej. Synergia finansowa odnosi się do możliwości obniżenia kosztu kapitału poprzez połączenie firm.

Jak wskazują wyniki badań empirycznych, synergie zwiększające przychody mogą być trudne do osiągnięcia. W jednym badaniu przeprowadzonym przez firmę McKinsey oszacowano, że w 70% fuzji nie udało się osiągnąć oczekiwanych synergii w zakresie przychodów¹¹⁸. Jak wskazuje praktyka w tym zakresie: „zwolennikom transakcji łatwiej jest mówić o takich korzyściach niż je

¹¹⁶ Whitaker, S. (2012). *Mergers and Acquisitions*. Wiley: New Jersey.

¹¹⁷ Gaughan, P. (2018). *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring*. Wiley: New Jersey.

¹¹⁸ Christofferson, S., McNish, R., Sims, D. (2004). *Where Mergers Go Wrong*, McKinsey Quarterly 2: 92–99.

osiągnąć”¹¹⁹. Tym niemniej, synergie zwiększające przychody mogą pochodzić przede wszystkim z takich źródeł jak:

- poprawa możliwości konkurencyjności ceną,
- poprawa efektywności działalności operacyjnej związanej z wytwarzaniem i sprzedażą,
- wejście na nowe rynki zbytu o szybszym wzroście.

W uzupełnieniu dla korzyści w obszarze przychodów, podmioty planujące akwizycję zwykle szukają synergii obniżających koszty jako jednego z głównych źródeł synergii. Redukcja kosztów wynika przy tym najczęściej z korzyści skali — spadków kosztów jednostkowych, które wynikają ze wzrostu wielkości lub skali działalności firmy.

Synergia finansowa odnosi się do wpływu fuzji lub przejęcia przedsiębiorstwa na koszt kapitału dla firmy przejmującej lub łączących się przedsiębiorstw. W zależności od tego, w jakim stopniu występuje synergia finansowa w efekcie połączenia spółek, koszt kapitału może, ale nie musi ulec obniżeniu. W zakresie kosztu kapitału – połączenie dwóch firm może zmniejszyć ryzyko ich funkcjonowania. Efekt ten może zostać uzyskany, jeśli strumienie przepływów pieniężnych firm nie są skorelowane. W takiej sytuacji zmienność przepływów pieniężnych spada (wygładza się w czasie), a dostawcy kapitału mogą uznać firmę za mniej ryzykowną. Ryzyko bankructwa w takiej sytuacji mogłoby zostać ograniczone, biorąc pod uwagę fakt, że duże wahania przepływów pieniężnych przedsiębiorstwa po połączeniu byłyby mniej prawdopodobne¹²⁰.

Ponadto, aby jakiegokolwiek synergii mogły zajść, muszą być spełnione określone kryteria. Oczywiście w zależności od źródła, warunki te mogą być określane w różny sposób, natomiast jako przykład podać można powszechnie przyjętą, m.in. na Uniwersytecie Oksfordzkim¹²¹, listę kryteriów sukcesu:

- koncentracja na przyczynach nie symptomach, poprzez prowadzenie dogłębnej a nie powierzchownej analizy podmiotów,
- zagwarantowanie zaangażowania ze strony managerów niższego szczebla na wszystkich etapach procesu,

¹¹⁹ Gaughan, P. (2018). *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring*. Wiley: New Jersey.

¹²⁰ Higgins, R., Schall, L. (1975). *Corporate Bankruptcy and Conglomerate Mergers*, *Journal of Finance* 30, no. 1: 93–113.

¹²¹ Faulkner, D., Teerikangas, S., Joseph, R. (2012). *The Handbook of Mergers and Acquisitions*. Oxford University Press: Oxford.

- zagwarantowanie możliwości efektywnej wymiany doświadczeń i współpracy przez menedżerów wszystkich szczebli,
- koncentracja na kapitale ludzkim,
- właściwa identyfikacja kosztów ukrytych,
- dopasowanie kultury organizacyjnej,
- dopasowanie w zakresie strategii i struktury,
- rozpoczęcie prac z odpowiednim wyprzedzeniem w celu zachowania zapasu czasowego.

Analiza materiału źródłowego wskazuje, iż w przypadku przedmiotowej Transakcji powyższe warunki brzegowe w większości nie zostały spełnione. Z kolei brak zagwarantowania ich spełnienia poddaje w wątpliwość możliwość realizacji jakichkolwiek synergii w przypadku łączących się podmiotów.

6.2. Stanowisko Spółki w zakresie ewentualnych efektów synergii

Poniżej omówiono wszystkie zakładane efekty synergii, które – w opinii Spółki – potencjalnie mogłyby zajść w efekcie przeprowadzenia Transakcji. Uzasadnienie takie zostało sformułowane w dokumencie „Informacje dodatkowe dotyczące uzasadnienia nabycia udziałów Emipk Ventures (Going)”. Dokument ten prezentuje uzasadnienie w formie dziesięciu kolejnych punktów. W dokumencie tym pominięto rolę Emipk Ventures S.A. i przedstawiono wyłącznie „Wpływ przejęcia Going sp. z o.o.”. Działanie to należy uznać za właściwe i spójne z całością prowadzonych analiz i wycen, w których skoncentrowano się bezpośrednio na Going sp. z o.o. jako podmiocie prowadzącym działalność operacyjną.

Na marginesie, wskazać należy, iż sama forma dokumentu „Informacje dodatkowe dotyczące uzasadnienia nabycia udziałów Emipk Ventures (Going)” jest niespotykana. Jest tak przede wszystkim dlatego, że w dokumencie nie wskazano jego autora, a sam dokument nie został przez nikogo podpisany. Co więcej dokument zawiera liczne błędy edycyjne i stylistyczne, które jednak nie będą tu omawiane.

Poniższą tabelę podzielono na 10 sekcji w zgodzie z ich wyodrębnieniem w ww. dokumencie. W kolumnie „Komentarz” zaprezentowano uwagi dotyczące każdego obszaru, w którym ewentualne synergii miałyby zostać osiągnięte. Aby zachować przejrzystość i ograniczyć objętość Sprawozdania, znaczenie poszczególnych komentarzy przedstawiane jest każdorazowo jednokrotnie. Oznacza to, że np. komentarz „brak odniesienia do synergii” jest scharakteryzowany (opisany) wyłącznie w pierwszej sekcji (Działalność A&R). W kolejnych sekcjach, gdzie ten komentarz jest zasadny (np. Działalność wydawnicza), jest już zawierany sam nagłówek z pominięciem opisu.

Tabela 24. Analiza ewentualnych synergii możliwych do wystąpienia w efekcie przeprowadzenia Transakcji

Działalność	Deklarowany „wpływ przejęcia Going sp. z o.o.”	Komentarz
Działalność A&R (Artists and Repertoire)	Pozyskanie bazy kontaktów Going sp.zo.o.z artystami i managerami;	<p>Brak odniesienia do synergii</p> <p>Synergia definicyjnie dotyczy współdziałania kilku czynników, którego efekt przewyższa sumę efektów poszczególnych działań. Opis synergii musiałby więc określać: (1) dwie grupy czynników (wskazano wybrane kompetencje e-Muzyka S.A. i Going sp. z o.o.), (2) sposób ich wzajemnego współdziałania (nie odniesiono się do współdziałania, wskazano jedynie „pozyskanie”), (3) uzasadnienie, iż uzyskiwany efekt przewyższa sumę poszczególnych efektów (nie zawarto żadnego uzasadnienia w tym obszarze).</p>
	pozyskanie bazy możliwości promowania produktów dla debutantów rozpoznawalną i wiarygodną w tej grupie wiekową marką Going;	
	pozyskanie relacji z obiektami i poddostawcami niezbędnymi do organizacji koncertów;	
pozyskanie <i>know-how</i> w zakresie organizacji koncertów, ich promocji oraz sprzedaży biletów	<p>Brak podstawy ekonomicznej</p> <p>Nie przedstawiono żadnych analiz, danych, planów, projekcji itp., które uprawdopodobniłyby wystąpienie ewentualnej synergii.</p>	
		<p>Brak możliwości kwantyfikacji efektów</p> <p>Nie przedstawiono żadnych analiz, danych, planów, projekcji itp., które umożliwiłyby określenie mierzalnych skutków ewentualnej synergii.</p>

Brak uzasadnienia Transakcji

Nie wskazano w jaki sposób sam fakt przeniesienia własności spółki Going sp. z o.o. (za pośrednictwem Empik Ventures sp. z o.o.; dokładniej mówiąc – przeniesienia własności aportu w postaci 50.000 udziałów w Empik Ventures sp. z o.o.) pomiędzy podmiotami działającymi w ramach jednej grupy kapitałowej miałby wywierać korzyści dla tej grupy czy działających w jej ramach spółek.

Niezgodność ze strategią i modelem biznesowym

Deklarowany wpływ przejęcia jest nie w pełni zgodny z modelem biznesowym i strategią Spółki. Zgodnie ze stanowiskiem Zarządu: „główne filary realizacji celu strategicznego Spółki to cyfrowa dystrybucja muzyki i dystrybucja nośników fizycznych”, a dalej: „w obszarze dystrybucji cyfrowej dominującym obszarem działalności Spółki stała się agregacja kontentu polskich niezależnych wytwórni muzycznych (ponad 300 podmiotów) i ich skuteczna sprzedaż globalnym dystrybutorom”, co jasno wskazuje na model biznesowy stosowany przez Spółkę i znajduje dalsze potwierdzenie w danych finansowych dotyczących przychodów ze sprzedaży (np. nota nr 26 do sprawozdania finansowego za rok 2021), z której wynika, iż sprzedaż licencji i płyt CD stanowi 99,7% przychodów ze sprzedaży Spółki.

Działalność Artist Management	Brak zakładanych efektów synergii	Brak zakładanych efektów synergii
Działalność wydawnicza	Pozyskanie <i>know-how</i> w zakresie organizacji produkcji materiałów audio (np. podcasty, wywiady) oraz video (np. reportaże, wywiady, materiały promocyjne, klipy muzyczne).	Brak odniesienia do synergii Brak podstawy ekonomicznej Brak możliwości kwantyfikacji efektów Brak uzasadnienia Transakcji Wpływ przejęcia jest częściowo niezgodny z modelem biznesowym i strategią Spółki
Działalność dystrybucyjna	Brak zakładanych efektów synergii	Brak zakładanych efektów synergii
Obsługa bookingowa	Pozyskanie bazy kontaktów Going sp. z o.o. z organizatorami koncertów, impresariatami, pośrednikami; pozyskanie <i>know-how</i> w zakresie formułowania ofert i warunków handlowych.	Brak odniesienia do synergii Brak podstawy ekonomicznej Brak możliwości kwantyfikacji efektów Brak uzasadnienia Transakcji Niezgodność ze strategią i modelem biznesowym Powtórne wskazanie tej samej potencjalnej synergii Potencjalny efekt synergii powtórzony jest w dokumencie wielokrotnie, co zwiększa „objętość” uzasadnienia, ale nie niesie ze sobą wartości merytorycznej. Trywialny charakter ewentualnej synergii W obszarze ewentualnych synergii wskazano m.in. „pozyskanie know-how w zakresie formułowania ofert i warunków handlowych”. Wieloletnie doświadczenie biznesowe e-Muzyka

		S.A. wskazuje, iż spółka ta musi posiadać kompetencje w zakresie tak prostych czynności jak „formułowanie ofert”, czy „określanie warunków handlowych”, bez których to kompetencji prowadzenia profesjonalnej działalności biznesowej nie byłoby możliwe.
	Pozyskanie bazy kontaktów Going sp. z o.o. z organizatorami koncertów, impresariatami, pośrednikami;	Brak odniesienia do synergii Brak podstawy ekonomicznej Brak możliwości kwantyfikacji efektów
Organizacja koncertów i tras koncertowych	pozyskanie relacji z obiektami i poddostawcami niezbędnymi do organizacji koncertów; pozyskanie kompetencji w zakresie organizacji koncertów (strona techniczna, organizacyjna, promocyjna, itp.).	Brak uzasadnienia Transakcji Niezgodność ze strategią i modelem biznesowym Powtórne wskazanie tej samej potencjalnej synergii
		Brak odniesienia do synergii Brak podstawy ekonomicznej Brak możliwości kwantyfikacji efektów
Sprzedaż biletów	pozyskanie <i>know-how</i> w zakresie promocji koncertów oraz sprzedaży biletów.	Brak uzasadnienia Transakcji Niezgodność ze strategią i modelem biznesowym Powtórne wskazanie tej samej potencjalnej synergii
Działalność promocyjna	Brak zakładanych efektów synergii	Brak zakładanych efektów synergii
Działalność redakcyjna i	Pozyskanie doświadczonego zespołu redakcyjnego oraz	Brak odniesienia do synergii

<p>prorowadzenie portali informacyjnych</p>	<p>kompetencji w zakresie kreowania atrakcyjnych treści o tematyce muzycznej skierowanych do młodego czytelnika</p>	<p>Brak podstawy ekonomicznej</p> <p>Brak możliwości kwantyfikacji efektów</p> <p>Brak uzasadnienia Transakcji</p> <p>Niezgodność ze strategią i modelem biznesowym</p>
<p>pozyskanie portali Going More oraz Poptown o ugruntowanej pozycji na rynku.</p>	<p>pozyskanie portali Going More oraz Poptown o ugruntowanej pozycji na rynku.</p>	<p>Brak uzasadnienia w obszarze zarządzania kapitałem ludzkim</p> <p>Nie przedstawiono żadnego uzasadnienia dotyczącego „zespołu” redakcyjnego, szczególnie w kontekście unikatowości zgromadzonych kompetencji, braku możliwości ich pozyskania w drodze innej niż przeprowadzenie Transakcji i w obliczu przeciętnego zatrudnienia w Going sp. z o.o. na poziomie wyłącznie 5 etatów w roku 2020, co określono w nocie nr 17 do sprawozdania finansowego spółki za rok 2021.</p>
<p>Działalność promocyjna w tematyce muzycznej w kanałach cyfrowych</p>	<p>Pozyskanie <i>know-how</i> oraz zespołu specjalistów z zakresu marketingu internetowego oraz marketingu w mediach społecznościowych.</p>	<p>Brak odniesienia do synergii</p> <p>Brak podstawy ekonomicznej</p> <p>Brak możliwości kwantyfikacji efektów</p> <p>Brak uzasadnienia Transakcji</p> <p>Wpływ przejęcia jest częściowo niezgodny z modelem biznesowym i strategią Spółki</p> <p>Brak uzasadnienia w obszarze zarządzania kapitałem ludzkim</p>
<p>Realizacja muzycznych projektów specjalnych, promocyjnych</p>	<p>Pozyskanie doświadczonego zespołu menadżerów projektów specjalizujących się w realizacji projektów</p>	<p>Brak odniesienia do synergii</p> <p>Brak podstawy ekonomicznej</p> <p>Brak możliwości kwantyfikacji efektów</p>

<p>promocyjnych muzycznych.</p>	<p>/ Brak uzasadnienia Transakcji</p> <p>Wpływ przejęcia jest częściowo niezgodny z modelem biznesowym i strategią Spółki</p> <p>Brak uzasadnienia w obszarze zarządzania kapitałem ludzkim</p> <p>Brak precyzyjnego określenia kompetencji</p> <p>W sekcjach poświęconych działalności, kompetencjom i know-how wskazano „różnorodne doświadczenia”, co – ze względu na nieokreśloność tego stwierdzenia – wyklucza możliwość jakiegokolwiek charakterystyki kompetencji i know-how e-Muzyka S.A. i Going sp. z o.o. w tym obszarze, a następnie jakiegokolwiek odniesienie się do ewentualnych efektów synergii.</p>
<p>Działania marketingowe, reklamowe, influencer’skie na zlecenie marek zewnętrznych</p> <p>Pozyskanie doświadczonego zespołu menadżerów projektów specjalizujących się w realizacji projektów promocyjnych muzycznych.</p>	<p>Brak odniesienia do synergii</p> <p>Brak podstawy ekonomicznej</p> <p>Brak możliwości kwantyfikacji efektów</p> <p>Brak uzasadnienia Transakcji</p> <p>Wpływ przejęcia jest częściowo niezgodny z modelem biznesowym i strategią Spółki</p> <p>Powtórne wskazanie tej samej potencjalnej synergii</p> <p>Brak uzasadnienia w obszarze zarządzania kapitałem ludzkim</p>

Źródło: opracowanie własne

Analiza zaprezentowana w powyższej tabeli wskazuje, iż wystąpienie jakichkolwiek efektów synergii w analizowanym przypadku było mało prawdopodobne. W szczególności, na wystąpienie takich efektów nie wskazuje ani treść dokumentu „Informacje dodatkowe

dotyczące uzasadnienia nabycia udziałów Emipk Ventures (Going)”, ani pozostały udostępniony materiał źródłowy.

Brak wykonania rzetelnej analizy ewentualnych synergii, w tym zarówno z merytorycznego, jak i analitycznego (poprzez oszacowanie wartości synergicznej) punktu widzenia stanowi istotne zaniechanie. Podejście takie nie znajduje uzasadnienia ani w praktyce fuzji i przejęć, ani tym bardziej w literaturze przedmiotu. Konieczność prowadzenia przez e-Muzyka S.A. szerokiej analizy w celu określenia celowości Transakcji przed jej przeprowadzeniem potwierdza praktyka fuzji i przejęć: „większość korzyści jest trudniejsza do uzyskania w praktyce, niż zakłada się na etapie planowania. Synergie wynikające z fuzji i przejęć są możliwe do osiągnięcia, jednak najczęściej są oszacowane zbyt optymistycznie. Podsumowując, motywy transakcji powinny zostać precyzyjnie określone i zweryfikowane, a potencjalne synergie oszacowane tak precyzyjnie, a zarazem ostrożnie, jak to możliwe. Istotne jest oddzielenie rzeczywistych motywów, które mogą przynieść korzyści ekonomiczne od motywów papierowych, które nie są w stanie doprowadzić do wytworzenia wartości”¹²².

Konkludując wszystkie powyższe rozważania można stwierdzić, iż fakt uzyskania wkładu niepieniężnego w postaci 50.000 udziałów w spółce Emipk Ventures sp. z o.o. (pośrednio Going sp. z o.o.) na drodze podwyższenia kapitału spółki e-Muzyka S.A. był prawdopodobnie nieracjonalny z punktu widzenia ewentualnych efektów synergii, które miałyby się pojawić w wyniku przeprowadzenia Transakcji.

Do konkluzji tej doprowadziła powyższa analiza, która wskazuje, iż wystąpienie jakichkolwiek synergii jest wątpliwe, co jest pochodną: braku odniesienia do synergii, braku podstawy ekonomicznej, braku możliwości kwantyfikacji efektów, braku uzasadnienia Transakcji, braku pełnej zgodności z modelem biznesowym i strategią Spółki, trywialnego charakteru ewentualnej synergii, braku uzasadnienia w obszarze zarządzania kapitałem ludzkim oraz braku precyzyjnego określenia kompetencji. Wniosek został sformułowany na bazie całości dostępnego materiału źródłowego.

¹²² Frąckowiak, W. (2009). Fuzje i przejęcia. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne: Warszawa, s. 48-49.

7. Określenie realnych finansowych i techniczno-ekonomicznych efektów przeprowadzenia Transakcji na tle przyjętych założeń

W niniejszym rozdziale przeprowadzono analizę finansową i techniczno-ekonomiczną bazującą na danych zaczerpniętych ze sprawozdań finansowych spółek e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o. Analiza objęła swoim zasięgiem lata 2020 – 2021 (rok 2020 został zaprezentowany w celach porównawczych). Analiza dla okresu wcześniejszego została zaprezentowana w rozdziale 3 niniejszego Sprawozdania, tj. Ocena kondycji finansowej Spółki, Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. przy wykorzystaniu wybranych metod analizy finansowej. Oznacza to, że ocena kondycji finansowej wszystkich badanych spółek została przeprowadzona dla całego okresu, dla którego dostępna była dokumentacja, natomiast prezentacji uzyskanych wyników posłużą dwa rozdziały niniejszego Sprawozdania.

Badanie wskazuje, iż w okresie po przeprowadzeniu Transakcji (w roku 2021) realna finansowa i techniczno-ekonomiczna sytuacja finansowa Going sp. z o.o. (a pośrednio również Empik Ventures sp. z o.o.) była istotnie gorsza niż sytuacja finansowa e-Muzyka S.A., choć uległa poprawie względem roku 2020.

Na bazie udostępnionego materiału źródłowego nie można jednak wskazać czy poprawa sytuacji finansowej Going sp. z o.o. (a pośrednio również Empik Ventures sp. z o.o.) miała w ogóle związek (a jeżeli tak, to w jakim stopniu) z przeprowadzeniem Transakcji.

7.1. Uwagi wstępne

W pierwszej kolejności należy podkreślić, iż zakres udostępnionych danych stanowi ograniczenie, które nie pozwalają wnioskować o efektach Transakcji. Co prawda porównanie lat 2020 i 2021 odpowiada w dużej mierze okresowi przed i po Transakcji, tym niemniej zmiany z okresu na okres mogły mieć wiele przyczyn, w tym przede wszystkim rozluźnienie części restrykcji związanych z pandemią Covid-19 (w tym również zwiększony odsetek osób zaszczepionych), które miało miejsce w roku 2021¹²³.

¹²³ Serwis Rzeczypospolitej Polskiej (2021). Od 26 kwietnia łagodzimy obostrzenia w 11 województwach, <https://www.gov.pl/web/koronawirus/od-26-kwietnia-lagodzimy-obostrzenia-w-11-wojewodztwach-otwarte-salony-fryzjerskie-i-czesciowy-powrot-dzieci-doszkol>; Serwis Rzeczypospolitej Polskiej (2022). Koronawirus: informacje i zalecenia. Aktualne zasady, <https://www.gov.pl/web/koronawirus/aktualne-zasady-i-ograniczenia>; Zespół

W tym kontekście należy powtórnie wskazać, iż udostępnione dane pozwoliły na przeprowadzenie badania ogólnego¹²⁴, a analiza udostępnionej dokumentacji stanowi załącznik do niniejszego Sprawozdania. Ponadto, odnośnie danych podkreślić należy, iż na moment sporządzenia niniejszego Sprawozdania dostępne były wyłącznie sprawozdania finansowe dla e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o. dla roku 2021 (dane za 2022 rok nie zostały jeszcze opublikowane, ani udostępnione).

Odnośnie dokumentacji innej niż sprawozdania finansowe podkreślić należy, iż w ramach niniejszego badania przeanalizowano cały dostępny materiał źródłowy, w celu wyodrębnienia wpływu Transakcji na funkcjonowanie podmiotów. Tym niemniej, zakres udostępnionej dokumentacji stanowi tutaj obiektywne ograniczenie uniemożliwiające sformułowanie jednoznacznych konkluzji. Całość wykonanych w tym zakresie prac i występujące ograniczenia zostały zaprezentowane we wcześniejszych rozdziałach. Stąd, treść niniejszego podrozdziału powinna być odczytywana wspólnie z pełną treścią rozdziałów:

- 2 niniejszego Sprawozdania, tj. Określenie ekonomicznej celowości przedmiotowej Transakcji pod kątem interesów Spółki,
- 4 niniejszego Sprawozdania, tj. Określenie prawidłowości i aktualności założeń o charakterze finansowym oraz techniczno-ekonomicznym uzasadniających racjonalność ekonomiczną przeprowadzenia Transakcji,
- 6 niniejszego Sprawozdania, tj. Ustalenie prawidłowości założeń dotyczących ewentualnych specyficznych synergii generowanych w związku z przeprowadzeniem Transakcji.

W rozdziałach tych przeanalizowano szczegółowo całość interakcji zachodzących pomiędzy spółkami zarówno w okresie poprzedzającym Transakcję, jak i w okresie następującym po Transakcji, a także założenia Zarządu dotyczące planowanych efektów jej przeprowadzenia.

Przed zaprezentowaniem wyników należy również podkreślić, iż nie powinny one stanowić uzasadnienia dla przeprowadzenia Transakcji. Jest tak dlatego, że stanowiłoby to pogwałcenie

doradczy ds. COVID-19 przy prezesie Polskiej Akademii Nauk (2021). COVID-19 a granice, <https://bip.pan.pl/arttykul/209/807/covid-19-a-granice-stanowisko-nr-23-z-26-pazdziernika-2021-r>

¹²⁴ Patrz: rozdział trzeci niniejszego Raportu, tj. Ocena kondycji finansowej Spółki, Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. przy wykorzystaniu wybranych metod analizy finansowej

reguł związanych z tzw. pewnością wsteczną. Jedną z możliwych nieprawidłowości w rozumowaniu, potencjalnie wpływających na ocenę sytuacji post factum, jest tendencja do uznawania przeszłych wydarzeń za bardziej prawdopodobne i przewidywalne, niż były one w rzeczywistości. Możliwą przyczyną tego wielokrotnie badanego i potwierdzonego naukowo¹²⁵ zjawiska jest fakt, że wiedza o zdarzeniach, które rzeczywiście nastąpiły jest znacznie większa niż wiedza o ich niedoszłych alternatywach. Stąd, przy ocenie decyzji o przeprowadzeniu Transakcji należy brać pod uwagę wyłącznie informacje dostępne na moment Transakcji.

Odnosnie procedur analitycznych – w niniejszym rozdziale zaprezentowane zostaną głównie uzyskane wyniki. Wszystkie formuły obliczeniowe zostały obszernie zaprezentowane w rozdziale 3 niniejszego Sprawozdania i w celu zachowania jego przejrzystości i ograniczenia jego objętości, nie będą tutaj powielone.

Zakres badania zawiera w sobie wszystkie następujące elementy: – przychody, – koszty, – wynik finansowy, – rentowność, – sytuacja majątkowa, – sytuacja kapitałowa, – pokrycie finansowe majątku, – płynność finansowa, – aktywa niematerialne i działalność innowacyjna, – efektywność gospodarowania, – wspomaganie operacyjne i finansowe, – tworzenie wartości, – pozycja przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym, choć przyjmuje inny – bardziej merytoryczny – sposób grupowania i prezentacji wskaźników:

- rentowność i produktywność,
- płynność finansowa,
- sytuacja majątkowo-kapitałowa,
- gospodarowanie kapitałem obrotowym netto,
- zadłużenie.

W celach porównawczych każdorazowo oprócz wyników uzyskanych w roku 2021, zaprezentowano również wyniki uzyskane w roku 2020. Pozwala to na czynienie porównań (przy świadomości wskazanych powyżej ograniczeń).

W przypadku e-Muzyka S.A. część pozycji bilansowych poddano koniecznej modyfikacji. Dotyczy to: inwestycji długoterminowych, z których usunięto „wkład niepieniężny w postaci udziałów Spółki Empik Ventures Sp. z o.o. o wartości godziwej 25 705 759 zł”, a także kapitału

¹²⁵ Por. S. Hawkins, R. Hastie, Hindsight: Biased Judgements of Past Events After the Outcomes are Known, "Psychological Bulletin" 1990, Vol. 107, s. 311-327.

własnego, który – w korespondencji do zmniejszenia wartości aktywów - pomniejszono o kwotę 25 705 759 zł. Dzięki temu, uzyskano możliwość porównania sytuacji e-Muzyka S.A. i Going sp. z o.o. (a pośrednio również Empik Ventures sp. z o.o.) po Transakcji. Gdyby tej operacji nie przeprowadzić, wartość aktywów i pasywów e-Muzyka S.A. zawierałaby w sobie niepoprawnie określoną wartość godziwą Going sp. z o.o. (a pośrednio również Empik Ventures sp. z o.o.), a w efekcie wystąpiłby problem autokorelacji (porównywano by wskaźniki dla Going sp. z o.o. ze wskaźnikami e-Muzyka S.A., które byłyby po części zdeterminowane przez Going sp. z o.o., a tym samym częściowo porównywano by spółkę Going sp. z o.o. z nią samą). Bazowano na sprawozdaniu jednostkowym.

7.2. Wyniki badania

Analiza rentowności i produktywności dla e-Muzyka S.A. wskazuje, iż siedem wskaźników rentowności uległo poprawie w roku 2021 względem roku poprzedniego. W tym samym okresie, pozostałe trzy wskaźniki uległy pogorszeniu. Wszystkie zmiany były jednak stosunkowo nieznaczne, żaden ze wskaźników nie mienił się o więcej niż 2,6 punktu procentowego (a tym samym o więcej niż 15%). Można więc generalnie wskazać, iż w tym obszarze sytuacja e-Muzyka S.A. nie uległa ani wyraźnemu polepszeniu, ani wyraźnemu pogorszeniu.

Tabela 25. Analiza rentowności i produktywności e-Muzyka S.A.

Wskaźnik	2020	2021
Rentowności operacyjnej aktywów	16,14%	18,69%
Rentowności aktywów	13,63%	13,53%
Rentowności kapitału własnego	26,74%	24,84%
Rentowności kapitału całkowitego	13,66%	13,88%
Rentowności sprzedaży	7,32%	8,03%
Rentowności netto	6,26%	5,85%
Rentowności ekonomiczna sprzedaży	9,70%	10,15%
Rentowności operacyjna sprzedaży	7,42%	8,09%
Marża EBIT	7,53%	7,80%
Rentowności brutto	7,52%	7,61%

Źródło: opracowanie własne

Podobna analiza przeprowadzona dla Going sp. z o.o. wskazuje na wyraźnie gorszą sytuację Going sp. z o.o. w roku 2021 od sytuacji e-Muzyka S.A. Porównanie wszystkich 10 wskaźników analizowanych w obszarze rentowności i produktywności wskazuje, iż we wszystkich dziesięciu przypadkach lepsze wyniki uzyskiwała spółka e-Muzyka S.A. Sytuacja taka wskazuje, iż ewentualne pozytywne finansowe i techniczno-ekonomiczne efekty Transakcji dla e-Muzyka S.A. były w roku 2021 ograniczone. Wyniki uzyskane przez Going sp. z o.o. w tym obszarze zaprezentowano w poniższej tabeli.

Tabela 26. Analiza rentowności i produktywności Going sp. z o.o.

Wskaźnik	2020	2021
Rentowności operacyjnej aktywów	-59,93%	8,27%
Rentowności aktywów	-59,94%	7,52%
Rentowności kapitału własnego	-	-
Rentowności kapitału całkowitego	-59,86%	8,26%
Rentowności sprzedaży	-28,24%	1,34%
Rentowności netto	-24,23%	1,10%
Rentowności ekonomiczna sprzedaży	-22,77%	1,72%
Rentowności operacyjna sprzedaży	-24,25%	1,21%
Marża EBIT	-24,20%	1,21%
Rentowności brutto	-24,23%	1,10%

Źródło: opracowanie własne

Przy wyższej rentowności w każdym badanym obszarze (aktywa, kapitały, sprzedaż) należy zakładać, iż zainwestowanie dodatkowych środków w e-Muzyka S.A. wiązałoby się z większymi korzyściami niż inwestycja w Going sp. z o.o. Inaczej mówiąc – sytuacja ekonomiczna Going sp. z o.o. była gorsza niż sytuacja ekonomiczna e-Muzyka S.A., a tym samym uzyskanie w wyniku Transakcji udziałów Going sp. z o.o. za pośrednictwem Empik Ventures sp. z o.o. (zamiast wkładu pieniężnego) nie było racjonalne z punktu widzenia e-Muzyka S.A. ze względu na realną możliwość lepszej alokacji możliwych do uzyskania z emisji środków finansowych w przypadku objęcia akcji serii F za wkład pieniężny (np. w rozwój wewnętrzny).

Tym niemniej, na uwagę zasługuje fakt, iż sytuacja finansowa Going sp z o.o. w zakresie rentowności i produktywności uległa poprawie. Dziewięć wskaźników uzyskało wyższe wartości niż w roku 2020. Jeden wskaźnik, tj. wskaźnik rentowności kapitału własnego nie mógł zostać obliczony ze względu na utrzymujący się ujemny kapitał własny (w roku 2020 na poziomie -8,6 mln, w roku 2021 na poziomie -7,8 mln). W tym miejscu nie można jednak wskazać, czy Transakcja miała jakkolwiek wpływ na poprawę wskaźników. W szczególności, nie uprawdopodobniają tego szątkowe informacje o ewentualnej współpracy obu spółek (szczegółowo omówione w rozdziałach 2, 4 i 6 niniejszego Sprawozdania). Niezaprzeczalny jest natomiast fakt, iż w roku 2021 znaczącemu polepszeniu uległa sytuacja makroekonomiczna związana z rozluźnieniem części restrykcji związanych z pandemią Covid-19. Do wniosku, iż to właśnie czynniki makroekonomiczne (a nie Transakcja) wpłynęły w głównej mierze na poprawę rentowności i produktywności Going sp. z o.o. wskazuje ponadto pogładowa analiza kształtowania się przychodów ze sprzedaży, które w roku 2021 kontynuowały trend realizowany przed pandemią¹²⁶.

Trend opisujący kształtowanie się przychodów ze sprzedaży może zostać z łatwością wyznaczony przy wykorzystaniu funkcji linowej. Trend realizowany w okresie poprzedzającym pandemię Covid-19 można opisać następującą funkcją:

$$y = 17,612x - 21,56$$

Funkcja ta jest przy tym bardzo dobrze dopasowana do danych empirycznych, na co wskazuje współczynnik R^2 wynoszący 0,8731.

Z kolei trend obliczony dla całego okresu przed Transakcją i po zniesieniu większości restrykcji związanych z pandemią Covid-19, tj. dla lat 2016-2021, z wyłączeniem roku 2020, można opisać następującą funkcją:

$$y = 19,869x - 26,075$$

Przy czym dopasowanie do danych empirycznych jest bardzo dobre, na co wskazuje współczynnik R^2 wynoszący 0,9346.

Jak widać w obu sytuacjach zarówno współczynniki kierunkowe (kolejno 17,612 oraz 19,869), jak i wyrazy wolne (-21,56 oraz -26,075) są do siebie zbliżone, co prowadzi do konkluzji o kontynuacji trendu realizowanego przed zaburzeniem wynikającym z pandemii Covid-19. Na

¹²⁶ Uproszczona analiza przychodów ze sprzedaży jest tutaj przedstawiana w charakterze wyłącznie pogładowego przykładu pokazującego związek wyników finansowych Going sp. z o.o. z sytuacją makroekonomiczną.

podstawie pogładowej analizy trendu opisującego kształtowanie się przychodów ze sprzedaży można wnioskować, iż występował silny związek wyników finansowych Going sp. z o.o. z sytuacją makroekonomiczną, a tym samym nie ma możliwości jednoznacznej oceny czy fakt przeprowadzenia Transakcji miał znaczenie dla wyników osiąganych przez Going sp. z o.o.

Kolejny obszar analizy dotyczył płynności finansowej. Analiza sytuacji e-Muzyka S.A. wskazuje, iż cztery z grupy pięciu wskaźników płynności uległy podwyższeniu, co oznacza zwiększone bezpieczeństwo funkcjonowania. Jeden wskaźnik uległ obniżeniu, tj. wskaźnik nadwyżki finansowej do przychodów ze sprzedaży spadł z poziomu 0,09 do poziomu 0,08, co jednak nie wpływa na ocenę spółki e-Muzyka S.A. w tym obszarze. Wyniki zaprezentowano w poniższej tabeli.

Tabela 27. Analiza płynności finansowej e-Muzyka S.A.

Wskaźnik	2020	2021
Bieżącej płynności finansowej	1,77	1,92
Przyspieszonej płynności finansowej	1,31	1,44
Natychmiastowej płynności finansowej	0,50	0,60
Dynamiczny wskaźnik płynności finansowej	0,38	0,40
Nadwyżki finansowej do przychodów ze sprzedaży	0,09	0,08

Źródło: opracowanie własne

Analiza wskaźników płynności dla Going sp. z o.o. wskazuje, iż każdy z pięciu analizowanych wskaźników plasował się na poziomach niższych niż miało to miejsce w przypadku e-Muzyka S.A. Oznacza to, że działalność Going sp. z o.o. charakteryzowała się mniejszym bezpieczeństwem (z punktu widzenia znaczenia płynności finansowej dla bezpieczeństwa funkcjonowania podmiotu) oraz niższą zdolnością do regulowania zobowiązań. Wyniki zaprezentowano w poniższej tabeli.

Tabela 28. Analiza płynności finansowej Going sp. z o.o.

Wskaźnik	2020	2021
Bieżącej płynności finansowej	0,31	0,51

Przyspieszonej płynności finansowej	0,31	0,39
Natychmiastowej płynności finansowej	0,19	0,19
Dynamiczny wskaźnik płynności finansowej	-0,37	0,06
Nadwyżki finansowej do przychodów ze sprzedaży	-0,24	0,02

Źródło: opracowanie własne

Niezależnie od faktu uzyskania niższych wartości wskaźników płynności przez Going sp. z o.o. względem e-Muzyka S.A., na uwagę zasługuje fakt poprawy wszystkich tych wskaźników w roku 2021 względem roku poprzedniego. Za szczególnie istotne należy przy tym uznać uzyskanie wartości powyżej zera dla dynamicznego wskaźnika płynności finansowej oraz wskaźnika nadwyżki finansowej do przychodów ze sprzedaży. W przypadku obu tych wskaźników jest to efekt wypracowania po raz pierwszy w historii firmy zysku netto (na poziomie 860.905,07 zł). Jest to szczególnie ważne w kontekście zdolności przedsiębiorstwa do regulowania zobowiązań krótkoterminowych.

Po raz kolejny jednak – jak w przypadku analizy rentowności i produktywności – nie można wnioskować o związku pomiędzy przeprowadzeniem Transakcji i sytuacją w zakresie płynności finansowej. Wskazać należy, iż dostępna dokumentacja źródłowa ma zbyt szczątkowy charakter, a w związku ze zniesieniem znacznej części restrykcji związanych z pandemią Covid-19 w roku 2021 nie można wykluczyć, że to właśnie czynniki makroekonomiczne (a nie sama Transakcja) miały dominujący wpływ na poprawę wyników finansowych Going sp. z o.o. w obszarze płynności finansowej.

Analiza spółki e-Muzyka S.A. w obszarze sytuacji majątkowo-kapitałowej wskazuje, iż uzyskiwane przez nią wyniki oddaliły się od norm uznanych za wzorcowe. Jest to efekt przede wszystkim znaczącego wzrostu kapitału własnego przy stosunkowo niewielkim wzroście aktywów trwałych (zgodnie z przyjętą metodyką, skorygowano zarówno aktywa jak i pasywa o wartość „wkładu niepieniężnego w postaci udziałów Spółki Empik Ventures Sp. z o.o. o wartości godziwej 25 705 759 zł”). Jako zjawisko książkowo pozytywne należałoby odczytywać sytuację, w której wskaźniki zbliżają się do poziomu „1”. Wskazywałoby to, iż aktywa trwałe, które są wykorzystywane w przedsiębiorstwie w długim okresie są sfinansowane kapitałami oddanymi do dyspozycji przedsiębiorstwa również na długi okres. Poza tym, na uwagę zasługuje wysoki poziom kapitału obrotowego netto, który jest głównym czynnikiem zmniejszenia ryzyka związanego z finansowaniem aktywów krótkoterminowych. Uzyskane wyniki zaprezentowano w poniższej tabeli.

Tabela 29. Analiza sytuacji majątkowo-kapitałowej e-Muzyka S.A.

Wskaźnik	2020	2021
Pokrycia aktywów trwałych kapitałem własnym i rezerwami długoterminowymi	3,20	3,72
Złota zasada bilansowa	3,20	3,71
Złota zasada finansowa	3,20	3,71
Kapitał obrotowy netto	14 183 716,79	17 644 579,50

Źródło: opracowanie własne

Badanie sytuacji majątkowo-kapitałowej Going sp. z o.o. wskazuje, iż była ona znacząco gorsza od sytuacji e-Muzyka S.A. z punktu widzenia zarówno trzech obliczonych wskaźników, jak i samego poziomu KON. Uzyskiwanie wielkości ujemnych przez wszystkie obliczone tu wskaźniki jest wynikiem plasowania się kapitału własnego przedsiębiorstwa na ujemnym, wysokim poziomie (- 7.755.714,72 zł). Ocena ujemnego poziomu KON – sama w sobie – nie musi być negatywna (może świadczyć o przyjęciu agresywnej polityki zarządzania KON). Natomiast, w połączeniu ze stosunkowo niską rentownością i płynnością, plasowanie się KON na poziomie - 2.285.703,77 zł należy ocenić negatywnie. W sytuacji takiej występuje ryzyko związane z ograniczeniem możliwości finansowania aktywów krótkoterminowych. Wyniki zaprezentowano w poniższej tabeli.

Tabela 30. Analiza sytuacji majątkowo-kapitałowej Going sp. z o.o.

Wskaźnik	2020	2021
Pokrycia aktywów trwałych kapitałem własnym i rezerwami długoterminowymi	-3,16	-2,27
Złota zasada bilansowa	-3,16	-2,27
Złota zasada finansowa	-3,16	-2,27
Kapitał obrotowy netto	-2 984 155,35	-2 285 703,77

Źródło: opracowanie własne

Podobnie jak w przypadku innych obszarów analizy, sytuacja Going sp. z o.o. uległa poprawie na przestrzeni lat 2020 – 2021. Dotyczy to wszystkich obliczonych wskaźników i poziomu KON. Na bazie materiału źródłowego, nie jest natomiast możliwe wskazanie czy w ogóle (a jeżeli tak,

to w jakim stopniu) był to efekt Transakcji, szczególnie w obliczu poprawy sytuacji makroekonomicznej.

Następnym analizowanym obszarem było gospodarowanie kapitałem obrotowym netto. Relacja kapitału obrotowego netto do aktywów ogółem dla e-Muzyka S.A. uległa podwyższeniu, co było efektem zwiększenia wartości kapitału obrotowego netto i z punktu widzenia bezpieczeństwa prowadzonej działalności powinno zostać ocenione pozytywnie. W przypadku badanych okresów (tj. cykli należności, zobowiązań i zapasów), materiał źródłowy nie pozwala na jednoznaczne wartościowanie ich skrócenia bądź wydłużenia jako zjawisk bezwzględnie pozytywnych bądź negatywnych. Okresy spływu należności i utrzymywania zapasów nieznacznie oddaliły się od średnich branżowych, podczas gdy okres regulowania zobowiązań się do nich zbliżył. Nieznaczne skrócenie cyklu konwersji gotówki należy ocenić jako zjawisko pozytywne ze względu na fakt skrócenia OSN i OUZ przy jednoczesnym zachowaniu dobrej sytuacji finansowej. Dane zaprezentowano w tabeli poniżej.

Tabela 31. Analiza gospodarowania kapitałem obrotowym netto e-Muzyka S.A.

Wskaźnik	2020	2021
Relacji kapitału obrotowego netto do aktywów ogółem	0,61	0,63
Okres spływu należności	46,57	41,69
Okres regulowania zobowiązań	35,39	30,31
Okresu utrzymywania zapasów	13,41	9,08
Cykl konwersji gotówki	24,58	20,46

Źródło: opracowanie własne

Badanie Going sp. z o.o. wskazało, iż wskaźnik relacji kapitału obrotowego netto do aktywów ogółem pozostał w roku 2021 na poziomie ujemnym. W tym zakresie sytuacja Going sp. z o.o. jest istotnie gorsza niż w przypadku e-Muzyka S.A. Plasowanie się wskaźnika na tym poziomie jest efektem utrzymywania się kapitału własnego na poziomie ujemnym. W odniesieniu do pozostałych wskaźników, zarówno okres spływu należności jak i okres regulowania zobowiązań oddaliły się nieznacznie od średnich branżowych. Fakt pojawianie się w roku 2021 zapasu w

bilansie przedsiębiorstwa umożliwił obliczenie okresu utrzymania zapasów. Uzyskana wartość była istotnie niższa od średniej branżowej¹²⁷. Wyniki zaprezentowano poniżej.

Tabela 32. Analiza gospodarowania kapitałem obrotowym netto Going sp. z o.o.

Wskaźnik	2020	2021
Relacji kapitału obrotowego netto do aktywów ogółem	-0,38	-0,15
Okres spływu należności	7,24	4,26
Okres regulowania zobowiązań	17,14	17,82
Okresu utrzymywania zapasów	0,00	5,57
Cykl konwersji gotówki	-9,91	-7,98

Źródło: opracowanie własne

Ostatnim obszarem analizy wskaźnikowej było zadłużenie. Badanie e-Muzyka S.A. wskazało, iż na przestrzeni 2020-2021 sytuacja spółki nie zmieniła się w istotny sposób. Przyjmując za kryterium bezpieczeństwo funkcjonowania podmiotu, trzy wskaźniki uległy nieznacznej poprawie (ogólnego zadłużenia, trwałości struktury finansowania oraz relacji zobowiązań i rezerw na zobowiązania do kapitału własnego), a trzy kolejne nieznacznemu pogorszeniu (relacja kapitałów obcych długoterminowych do kapitału stałego, pokrycia odsetek, pokrycia zobowiązań odsetkowych nadwyżką finansową). Duża zmiana wskaźnika pokrycia odsetek wynika przy tym z bardzo niskiego punktu odniesienia w roku 2020 (6.123,68 zł) i pomimo spadku wskaźnika nie świadczy o jakichkolwiek potencjalnych problemach Spółki w pokrywaniu odsetek (EBIT przewyższa ich wartość niemal 40-krotnie). Wyniki zaprezentowano poniżej.

Tabela 33. Analiza zadłużenia e-Muzyka S.A.

Wskaźnik	2020	2021
Ogólnego zadłużenia	0,47	0,44

¹²⁷ Dudycz, T., Skoczylas, W., Sektorowe wskaźniki finansowe. Opracowanie Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce. Pobrane z: <https://rachunkowosc.com.pl/sektorowe-wskazniki-finansowe>

Trwałości struktury finansowania	0,53	0,56
Efekt dźwigni finansowej	1,96	1,79
Relacji zobowiązań i rezerw na zobowiązania do kapitału własnego	0,89	0,79
Relacji kapitałów obcych długoterminowych do kapitału stałego	0,06	0,07
Pokrycia odsetek	565,88	39,98
Pokrycia zobowiązań odsetkowych nadwyżką finansową	154,79	112,12

Źródło: opracowanie własne

Analiza Going sp. z o.o. wskazuje, iż w przypadku wszystkich wskaźników, które mogły zostać porównane pomiędzy spółkami, sytuacja e-Muzyka S.A. była lepsze niż sytuacja Going sp. z o.o. Porównanie nie zostało wykonane w zakresie efektu dźwigni finansowej (dla Going sp. z o.o. nie mógł zostać policzony przez występowanie ujemnego kapitału własnego) oraz relacji kapitałów obcych długoterminowych do kapitału stałego (dla Going sp. z o.o. kapitał obcy długoterminowy nie występował). Wyniki zaprezentowano poniżej.

Tabela 34. Analiza zadłużenia Going sp. z o.o.

Wskaźnik	2020	2021
Ogólnego zadłużenia	2,09	1,52
Trwałości struktury finansowania	-1,09	-0,52
Efekt dźwigni finansowej	-	-
Relacji zobowiązań i rezerw na zobowiązania do kapitału własnego	-1,92	-2,93
Relacji kapitałów obcych długoterminowych do kapitału stałego	0,00	0,00
Pokrycia odsetek	-820,56	11,18
Pokrycia zobowiązań odsetkowych nadwyżką finansową	-4,15	0,47

Źródło: opracowanie własne

Na uwagę zasługuje przy tym fakt, iż na przestrzeni okresu 2020-2021 w przypadku czterech wskaźników sytuacja Going sp. z o.o. uległa poprawie z punktu widzenia bezpieczeństwa prowadzonej działalności (ogólnego zadłużenia, trwałości struktury finansowania, pokrycia odsetek oraz pokrycia zobowiązań odsetkowych nadwyżką finansową), a jeden wskaźnik uległ pogorszeniu poprzez wzrost udziału zobowiązań w strukturze kapitału stałego (relacji zobowiązań i rezerw na zobowiązania do kapitału własnego).

Materiał źródłowy nie pozwala jednak na wskazanie czy w ogóle (a jeżeli tak, to w jakim stopniu) poprawa sytuacji w obszarze zadłużenia Going sp. z o.o. była efektem Transakcji, szczególnie w obliczu poprawy sytuacji makroekonomicznej.

Ostatnim etapem badania była analiza dyskryminacyjna. W jej ramach w roku 2021 zarówno dla e-Muzyka S.A., jak i Going sp. z o.o. obliczono po cztery modele: model Instytutu Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk, model Mączyńskiej, model „poznański” i model Appenzeller-Szarzec. Jest to zmiana względem roku 2020, w którym nie było możliwości obliczenia modelu Appenzeller-Szarzec dla Going sp. z o.o. ze względu na stratę netto generowaną przez ten podmiot, a tym samym zniekształcenie wartości parametru X5 modelu, w konsekwencji czego jego wyniki tracił zastosowanie.

Przeprowadzona analiza dyskryminacyjna wskazuje, iż w roku 2021 żadna z badanych spółek nie była zagrożona upadłością. Co prawda, model Instytutu Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk wskazał, iż w roku tym spółka Going sp. z o.o. znajdowała się w gronie spółek zagrożonych upadłością, to jednak żaden z pozostałych trzech modeli nie potwierdził tego wskazania. Wyniki zaprezentowano i omówiono poniżej, każdorazowo prezentując w pierwszej kolejności wyniki obliczeń w formie tabelarycznej, a następnie prezentując krótką interpretację.

Tabela 35. Model dyskryminacyjny Instytutu Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk dla e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.

Wyszczególnienie	2020	2021
e-Muzyka S.A.		
x1	0,15	0,17
x2	0,53	0,56

x3	0,36	0,38
x4	3,79	3,83
Wynik obliczeń	4,56	4,93
Going sp. z o.o.		
x1	-0,81	0,06
x2	-1,09	-0,52
x3	-0,36	0,06
x4	0,63	0,84
Wynik obliczeń	-13,89	-2,20

Źródło: opracowanie własne

Interpretacja wyników uzyskanych za pomocą modelu Instytutu Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk jest taka, że wynik powyżej zera wskazuje brak zagrożenia upadłością, a w wynik poniżej zera wskazuje na występowanie takiego zagrożenia. Oznacza to, że wg wskazania tego modelu w roku 2021 e-Muzyka S.A. nie była zagrożona upadłością, a Going sp. z o.o. tak. Wg wskazań tego modelu, sytuacja e-Muzyka S.A. była więc lepsza niż sytuacja Going sp. z o.o.

Tabela 36. Model Mączyńskiej dla e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.

Wyszczególnienie	2020	2021
e-Muzyka S.A.		
x1	0,41	0,46
x2	2,12	2,26
x3	0,15	0,16
x4	0,00	0,00
x5	0,03	0,02
x6	1,99	2,10
Wynik obliczeń	2,50	2,69
Going sp. z o.o.		

x1	-0,36	0,06
x2	0,48	0,66
x3	-0,81	0,06
x4	0,00	0,00
x5	0,00	0,03
x6	3,20	5,19
Wynik obliczeń	-8,32	1,24

Źródło: opracowanie własne

Model Mączyńskiej dzieli przedsiębiorstwa na zagrożone upadłością ($Z < 0$), przedsiębiorstwa słabe, ale niezagrożone upadłością ($0 < Z < 1$), przedsiębiorstwa o dobrej kondycji finansowej ($1 \leq Z < 2$) oraz przedsiębiorstwa o bardzo dobrej kondycji finansowej ($Z \geq 2$). Wyniki uzyskane dla roku 2021 wskazują, iż ani e-Muzyka S.A., ani Going sp. z o.o. nie były zagrożone upadłością. Przy czym, wynik uzyskany przez e-Muzyka S.A. jest lepszy (niższe zagrożenie upadłością) niż wynik Going sp. z o.o.

Tabela 37. Model „poznański” dla e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.

Wyszczególnienie	2020	2021
e-Muzyka S.A.		
x1	0,12	0,12
x2	3,50	3,60
x3	0,53	0,56
x4	0,07	0,08
Wynik obliczeń	1,85	1,94
Going sp. z o.o.		
x1	-0,81	0,06
x2	0,63	0,66
x3	-1,09	-0,52
x4	-0,28	0,01

Wynik obliczeń	-1,47	1,20
-----------------------	--------------	-------------

Źródło: opracowanie własne

Model „poznański” dzieli przedsiębiorstwa na zagrożone upadłością ($Z < 0$) oraz niezagrożone upadłością ($Z > 0$). Uzyskanie w roku 2021 zarówno przez e-Muzyka S.A., jak i Going sp. z o.o. wartości powyżej zera świadczy o braku zagrożenia upadłością tych podmiotów. Natomiast, znów – wynik uzyskany przez e-Muzyka S.A. jest lepszy (niższe zagrożenie upadłością) niż wynik Going sp. z o.o.

Tabela 38. Model Appenzeller-Szarzec dla e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.

Wyszczególnienie	2020	2021
e-Muzyka S.A.		
x1	3,79	3,83
x2	0,07	0,08
x3	13,22	8,96
x4	59,15	50,07
x5	1,14	1,04
Wynik obliczeń	2,70	2,77
Going sp. z o.o.		
x1	-	0,84
x2	-	0,01
x3	-	5,50
x4	-	9,70
x5	-	10,36
Wynik obliczeń	-	0,04

Źródło: opracowanie własne

Model Appenzeller-Szarzec przyjmuje za wartość graniczną zero. Wyniki poniżej zera świadczą o zagrożeniu upadłością, a wyniki dodatnie o braku takiego zagrożenia. Uzyskane wyniki

świadczą, iż ani e-Muzyka S.A. ani Going sp. z o.o. nie były zagrożone upadłością, choć w przypadku tego drugiego podmiotu uzyskany wynik był bardzo bliski wartości granicznej (0,04).

Zwracając uwagę na poprawę sytuacji Going sp. z o.o. podkreślić należy, iż wszystkie cztery model wykazują pełną zgodność w tym zakresie i wskazują, iż sytuacja e-Muzyka S.A. z punktu widzenia zagrożenie upadłością była lepsza niż sytuacja Going sp. z o.o. Ponadto, przeprowadzone obliczenia nie pozwalają na wskazanie czy w ogóle (a jeżeli tak, to w jakim stopniu) poprawa sytuacji Going sp. z o.o. była efektem Transakcji, szczególnie w obliczu poprawy sytuacji makroekonomicznej.

Konkludując wszystkie powyższe rozważania można stwierdzić, iż fakt uzyskania wkładu niepieniężnego w postaci 50.000 udziałów w spółce Empik Ventures sp. z o.o. (pośrednio Going sp. z o.o.) na drodze podwyższenia kapitału spółki e-Muzyka S.A. nie daje się jednoznacznie ocenić pomimo tego, iż w okresie po przeprowadzeniu Transakcji (w roku 2021) realna finansowa i techniczno-ekonomiczna sytuacja finansowa Going sp. z o.o. (a pośrednio również Empik Ventures sp. z o.o.) była istotnie gorsza niż sytuacja finansowa e-Muzyka S.A. Sytuacja finansowa Going sp. z o.o. (a pośrednio również Empik Ventures sp. z o.o.) uległa poprawie w roku 2021 względem roku 2020, natomiast na bazie udostępnionego materiału źródłowego nie można wskazać czy poprawa ta miała w ogóle związek (a jeżeli tak, to w jakim stopniu) z przeprowadzeniem Transakcji.

Do konkluzji tej doprowadziła powyższa analiza, która wskazuje, iż w okresie po przeprowadzeniu Transakcji sytuacja finansowa Going sp. z o.o. a pośrednio również Empik Ventures sp. z o.o. poprawiła się, ale była istotnie gorsza niż sytuacja finansowa e-Muzyka S.A. Sytuacja ta była gorsza we wszystkich badanych obszarach, tj.:

- rentowność i produktywność,
- płynność finansowa,
- sytuacja majątkowo-kapitałowa,
- gospodarowanie kapitałem obrotowym netto,
- zadłużenie.

Zagrożenie upadłością spółki e-Muzyka S.A. było niższe niż Going sp. z o.o. (a pośrednio również Empik Ventures sp. z o.o.).

Wniosek został sformułowany na bazie całości dostępnego materiału źródłowego.

8. Ustalenie okoliczności podjęcia przez organy Spółki decyzji o realizacji przedmiotowej Transakcji oraz osób odpowiedzialnych za podjęcie decyzji w tym zakresie

W niniejszym rozdziale przebadano okoliczności podjęcia przez organy Spółki decyzji o realizacji przedmiotowej Transakcji oraz osób odpowiedzialnych za podjęcie decyzji w tym zakresie. Niniejszy rozdział powinien być odczytywany wspólnie z pełną treścią: rozdziału 1 niniejszego Sprawozdania, tj. Oznaczenie stron Transakcji oraz chronologicznego jej przebiegu. Ustalenie uwarunkowań prawnych przedmiotowej Transakcji.

Badanie nie pozwala na jednoznaczne określenie okoliczności podjęcia przez organy Spółki decyzji o realizacji przedmiotowej Transakcji oraz osób odpowiedzialnych za podjęcie w tym zakresie decyzji albowiem rewident ds. szczególnych w tym zakresie z uwagi na szczątkowy materiał źródłowy de facto musiałby wyciągnąć wnioski wyłącznie na podstawie treści przekazywanych przez Spółkę informacji o przebiegu i szczegółach realizowanej Transakcji (tj. podwyższenia kapitału i emisji akcji serii F) w sposób przewidziany dla spółek publicznych, tj. w drodze publikacji raportów bieżących oraz dokumentu opatrzonego nazwą „Informacje dodatkowe dotyczące uzasadnienia nabycia udziałów Emipk Ventures (Going)”, co w ocenie rewidenta ds. szczególnych nie jest wystarczające i mogłoby prowadzić do błędnych wniosków z przyczyn wskazanych poniżej.

Biorąc wyłącznie pod uwagę samą treść raportów bieżących można by przyjąć stanowisko, iż decyzja o przeprowadzeniu Transakcji była zainicjowana przez większościowego Akcjonariusza Spółki – Empik S.A., który jest reprezentowany przez Zarząd (żądanie zwołania Walnego Zgromadzenia na dzień 18 stycznia 2021 r. zamieszone w treści raportu bieżącego nie posiada wbudowanych podpisów Członków Zarządu Empik S.A. – brak informacji jakie osoby wchodzące w skład organu ww. podmiotu się pod nim podpisały).

Żądanie w sprawie zwołania Walnego Zgromadzenia Spółki, którego przedmiotem miało być podwyższenie kapitału i emisja akcji serii F, zmiany statutu Spółki – było pierwszą oficjalną czynnością inicjującą Transakcję, podaną do wiadomości publicznej za pośrednictwem raportu bieżącego – zwierzchną uchwałą Walnego Zgromadzenia Spółki nr 03/01/2021 w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego z wyłączeniem prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy Spółki w całości oraz zmiany statutu Spółki, zaprotokołowaną przez notariusza Macieja Makowskiego.

Rewident ds. szczególnych nie otrzymał żadnej dokumentacji źródłowej dotyczącej prowadzenia rozmów oraz ewentualnych ustaleń, czy też okoliczności, które legły u podstaw podjęcia decyzji w sprawie przeprowadzenia Transakcji – pochodzących sprzed daty opublikowania żądania Empik S.A. w sprawie zwołania Walnego Zgromadzenia na dzień 18 stycznia 2021 r. Czynności zmierzające do podwyższenia kapitału zakładowego i wniesienia aportem udziałów spółki Empik Ventures sp. z o.o. zapewne rozpoczęły się z wyprzedzeniem – jednakże nie zostało ustalone z czyjej faktycznie inicjatywy oraz w jakich okolicznościach.

Wskazać przy tym należy, iż na proces decyzyjny z pewnością miała wpływ opublikowana w dniu 31 grudnia 2020 r. przez Zarząd Spółki za pośrednictwem raportu bieżącego dodatkowa dokumentacja na Walne Zgromadzenie zwołane na dzień 18 stycznia 2021 r., tj.

- Opinia z badania wyceny wartości godziwej przedsiębiorstwa Spółki Empik Ventures sp. z o.o. sporządzona dzień 31 października 2020 r.,
- Wyciąg z raportu z wyceny Empik Ventures Sp. z o.o. sporządzony na dzień 31 października 2020 r.

Opinia z badania wyceny wartości godziwej przedsiębiorstwa Spółki Empik Ventures Sp. z o.o. sporządzona na dzień 31 października 2020 r. została opracowana w związku z art. 312¹ § 1 pkt. 2 Kodeksu Spółek Handlowych¹²⁸. Celem przeprowadzonego przez biegłego rewidenta badania było wydanie opinii na temat wyceny wartości godziwej udziałów spółki Empik Ventures Sp. z o.o. dla potrzeb przeniesienia własności 50.000 udziałów spółki Empik Ventures Sp. z o.o., stanowiących 100% udziałów w kapitale zakładowym Spółki i należących do Empik S.A., w zamian za akcje e-Muzyka S.A. w ramach połączenia Empik Ventures Sp. z o.o. ze spółką e-Muzyka S.A. W treści opinii określono jej adresatów w tym m.in. – Zarząd oraz udziałowców spółki Empik Ventures sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie, ul. Marszałkowska 104/122, nr KRS 0000736856, Zarząd e-Muzyka S.A., właściwy sąd rejestrowy.

Wyciąg z raportu z wyceny Empik Ventures sp. z o.o. sporządzony został przez Ground Frost sp. z o.o. sp. k. na zlecenie Empik Ventures sp. z o.o. celem określenia parytetu wymiany udziałów na akcje w transakcji połączenia spółki Empik Ventures sp. z o.o. ze spółką e-Muzyka S.A. poprzez wniesienie aportem wycenianej jednostki w całości do spółki e-Muzyka S.A.

¹²⁸ Art. 312¹ § 1. pkt. 2 Kodeksu Spółek Handlowych stanowi, iż sprawozdania założycieli można nie poddawać badaniu przez biegłego rewidenta w odniesieniu do wkładów niepieniężnych, których przedmiotem są aktywa inne niż wymienione w 312¹ § 1. pkt. 2 Kodeksu Spółek Handlowych, jeżeli biegły rewident wydał opinię na temat ich wartości godziwej, ustalonej na dzień przypadający nie wcześniej niż sześć miesięcy przed dniem wniesienia wkładu

W dalszej kolejności rewident ds. szczególnych wskazuje, iż transakcja w zakresie pozbawienia prawa poboru akcji emitowanych w ramach podwyższenia kapitału zakładowego Spółki została zaopiniowana po stronie Spółki przez jej Zarząd w składzie: Jan Ejsmont oraz Łukasz Kmiecik, Zarząd Spółki w tym zakresie wydał opinię w sprawie uzasadnienia pozbawienia prawa poboru akcji emitowanych w ramach podwyższenia kapitału zakładowego Spółki. Opinia Zarządu została wydana m.in. w oparciu o treść wyceny wartości godziwej Empik Ventures sp. z o.o. sporządzonej przez Ground Frost sp. z o.o. na dzień 31 października 2020 r. oraz opinii biegłego rewidenta z badania ww. wyceny z dnia 18 grudnia 2020 r. sporządzonej przez Polską Grupę Audytorską sp. z o.o. sp. komandytową. Szczegółowe omówienie treści tych dokumentów zostało opisane w Rozdziale 9 Sprawozdania.

W materiałach źródłowych udostępnionych rewidentowi ds. szczególnych znalazł się także dokument opatrzony nazwą „Informacje dodatkowe dotyczące uzasadnienia nabycia udziałów Emipk Ventures (Going)” (dokument bez oznaczenia daty sporządzenia, brak podpisu autora). Rewident ds. szczególnych poczynił założenie, iż dokument ten pochodził od Spółki oraz stanowił sporządzone na potrzeby Spółki uzasadnienie celowości Transakcji. Dokument ten prezentuje uzasadnienie w formie dziesięciu kolejnych punktów. Tak jak zostało to już szczegółowo opisane w Rozdziale 2 Sprawozdania (pkt. 2.4.) uzasadnienie to nie przytacza właściwie żadnej merytorycznej argumentacji na poparcie zawartych w nim twierdzeń. Nie odwołano się w jego treści do żadnych analiz, badań, projekcji itd., które pozwalałyby na uznanie zawartych w nim twierdzeń jako wiarygodnych. W korespondencji do rozważań zawartych w niniejszym Sprawozdaniu należy podkreślić, iż taka forma uzasadnienia „akwizycji” jest niespotykana. Podobne dokumenty, jak wykazano w niniejszym Sprawozdaniu, zawierają obszerną (zwykle kilkudziesięcio- lub kilkusetstronicową) analizę zarówno ogólnych, jak i szczegółowych spodziewanych efektów połączenia zaprezentowaną w przekroju kilku bądź kilkunastu szczegółowo określonych obszarów. W analizowanym dokumencie zawarto wyłącznie ogólne stwierdzenia, które – ze względu na brak jakichkolwiek odwołań do jakichkolwiek badań, analiz itp. – trudno jest w ogóle poddać ocenie. Szczegółowe omówienie wszystkich elementów uzasadnienia zawartego w treści dokumentu pod nazwą „Informacje dodatkowe dotyczące uzasadnienia nabycia udziałów Emipk Ventures (Going)” wraz z komentarzem zostało opisane w Rozdziale 2 Sprawozdania (pkt. 2.4.)

Zgodnie z poczynionymi przez rewidenta ds. szczególnych ustaleniami Rada Nadzorcza Spółki dnia 18 stycznia 2021 r. w wykonaniu, ciążącego na niej obowiązku określonego postanowieniami art. 14 ust. 18 pkt. 9 Statutu Spółki – wyraziła w formie uchwały Rady Nadzorczej nr 01/01/2021 zgodę na zawarcie umowy przeniesienia przez Empik S.A. na rzecz spółki e-Muzyka S.A. aportu w postaci 50.000 (pięćdziesiąt tysięcy) udziałów w spółce Empik Ventures sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie przy ul. Marszałkowskiej 104/122, 00-017

Warszawa, wpisanej do rejestru przedsiębiorców pod numerem KRS: 0000736856, o łącznej wartości nominalnej 5.000.000 zł (pięć milionów złotych), stanowiących 100% kapitału zakładowego spółki Empik Ventures sp. z o.o. oraz uprawniających do wykonywania 100% głosów na zgromadzeniu wspólników spółki Empik Ventures sp. z o.o. na rzecz Spółki. Uchwała Rady Nadzorczej nie zawiera uzasadnienia, przy czym zaznaczyć należy, iż dla jej ważności nie było konieczne przyjęcie przez Radę Nadzorczą uzasadnienia decyzji wyrażonej w przedmiotowej uchwale.

W skład Rady Nadzorczej Spółki w ww. dniu wchodziły następujące osoby:

- 1) Szymon Bujalski – Przewodniczący Rady Nadzorczej,
- 2) Piotr Świątek – Członek Rady Nadzorczej,
- 3) Ewa Szmidt – Belcarz – Członek Rady Nadzorczej,
- 4) Andrzej Puczynski – Członek Rady Nadzorczej,
- 5) Natalia Korzeniecka – Walak – Członek Rady Nadzorczej.

Jednocześnie z materiału źródłowego, który został udostępniony w toku badania nie wynika, żeby Rada Nadzorcza Spółki uczestniczyła w uzgadnianiu kwestii dotyczących podwyższenia kapitału zakładowego, tym samym spełniając rolę nadzorczą tego organu.

Rewident ds. szczególnych nie wszedł w posiadanie dalszych materiałów źródłowych, które mogłyby stanowić podstawę do ustalenia okoliczności przeprowadzenia Transakcji w zakresie szerszym aniżeli wynikający z informacji przekazywanych za pośrednictwem raportów bieżących oraz dokumentu „Informacje dodatkowe dotyczące uzasadnienia nabycia udziałów Empik Ventures (Going)” lub które wskazywałyby na osoby odpowiedzialne za podjęcie decyzji w tym zakresie.

Z uwagi na brak dalszych źródeł informacji rewident ds. szczególnych nie może dokonać pogłębionej analizy w tym zakresie, a w konsekwencji zająć jednoznacznego stanowiska odnośnie okoliczności podjęcia przez organy Spółki decyzji o realizacji przedmiotowej Transakcji oraz osób odpowiedzialnych za podjęcie decyzji w tym zakresie.

9. Zbadanie pod kątem zgodności z właściwymi przepisami prawa oraz regulacjami korporacyjnymi podjęcia decyzji o realizacji Transakcji, a następnie realizacji Transakcji.

W niniejszym rozdziale zbadano podjęcie decyzji o realizacji a następnie realizację Transakcji pod kątem zgodności z właściwymi przepisami prawa oraz regulacjami korporacyjnymi. Niniejszy rozdział powinien być odczytywany wspólnie z pełną treścią: rozdziału 1 niniejszego Sprawozdania, tj. Oznaczenie stron Transakcji oraz chronologicznego jej przebiegu. Ustalenie uwarunkowań prawnych przedmiotowej Transakcji oraz rozdziału 8 tj. Ustalenie okoliczności podjęcia przez organy Spółki decyzji o realizacji przedmiotowej Transakcji oraz osób odpowiedzialnych za podjęcie decyzji w tym zakresie.

Badanie wskazuje, iż występują przesłanki mogące świadczyć o braku dołożenia należytej staranności przy zabezpieczeniu interesów Spółki oraz jej akcjonariuszy. Przy czym wniosek ten ograniczony jest szczątkowym zakresem udostępnionej dokumentacji.

Tak jak zostało wskazane w ww. rozdziałach Sprawozdania, z przedstawionych rewidentowi ds. szczególnych materiałów źródłowych dokumentujących proces Transakcji wynika, iż decyzja o podwyższeniu kapitału zakładowego została wywołana żądaniem akcjonariusza większościowego Spółki tj. Empik S.A. z siedzibą w Warszawie, na podstawie art. 400 § 1 Kodeksu Spółek Handlowych, w ramach którego wniósł o podjęcie uchwały przez Walne Zgromadzenie Spółki w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego Spółki z wyłączeniem prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy oraz w sprawie zmiany statutu Spółki.

Powyzsze żądanie jednego z akcjonariuszy Spółki uruchomiło dalsze czynności składające się na procedurę podwyższenia kapitału zakładowego spółki akcyjnej, z całkowitym wyłączeniem prawa poboru przez dotychczasowych akcjonariuszy Spółki.

Chronologia czynności podejmowanych w tym zakresie co do zasady była prawidłowa pod względem uwarunkowań formalno - prawnych określonych treścią przepisów Kodeksu Spółek Handlowych, statutem Spółki – z zastrzeżeniem:

- a) naruszenia art. 402³ § 1 pkt. 3 Kodeksu Spółek Handlowych¹²⁹ (w zakresie braku przekazania przez Zarząd Spółki w dokumentacji na Walne Zgromadzenie pełnej treści opinii wyceny spółki EMPIK VENTURES sp. z o.o.)
- b) zastrzeżeń rewidenta ds. szczególnych w zakresie treści opinii Zarządu wydanej w trybie art. 433 § 2 zd. 4 Kodeksu Spółek Handlowych, która z uwagi na swoją ogólnikowość i brak wskazania zindywidualizowanych i konkretnych powodów przeprowadzenia procesu podwyższenia kapitału w drodze emisji akcji serii F z pozbawieniem akcjonariuszy Spółki prawa poboru i zaoferowania tych akcji EMPIK S.A. w zamian za aport w postaci 100 % udziałów w kapitale zakładowym spółki EMPIK VENTURES sp. z o.o.

Ad. a) - art. 402³ § 1 pkt. 3 Kodeksu Spółek Handlowych – określa zakres informacji związanych z dokumentacją, która ma być przedstawiona walnemu zgromadzeniu, nakładając na Spółkę obowiązek zamieszczenia na własnej stronie internetowej od dnia zwołania walnego zgromadzenia dokumentacji, która ma być przedstawiona walnemu zgromadzeniu. Obowiązek ten obejmuje wszelkie dokumenty związane z planowanym przedmiotem jego obrad.

W niniejszym przypadku Zarząd Spółki, dopiero w dniu 31 grudnia 2020 r., w nawiązaniu do raportu z dnia 22 grudnia 2020 r. w sprawie zwołania na dzień 18 stycznia 2021 roku, Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Spółki przekazał dodatkową dokumentację jaka miała zostać przedstawiona na Walnym Zgromadzeniu. Co więcej, w zakresie jednego z dokumentów (tj. wycena Empik Ventures sp. z o.o. sporządzona na dzień 31 października 2020 r.) został udostępniony wyłącznie wyciąg z tego raportu, nie zaś jego cała treść.

W raporcie bieżącym z dnia 31 grudnia 2020 r., za pośrednictwem którego została ujawniona przedmiotowa dokumentacja nie zostało zawarte jakiegokolwiek uzasadnienie z jakich przyczyn dokumenty te nie zostały udostępnione w dacie zwołania Walnego Zgromadzenia, a także z jakich przyczyn w zakresie raportu dotyczącego wyceny Empik Ventures sp. z o.o. przedłożony został wyłącznie wyciąg z tego dokumentu. Dokument ten biorąc pod uwagę, iż miał zostać ujawniony na Walnym Zgromadzeniu, a przede wszystkim mając na względzie okoliczność, iż determinował on wycenę wartości godziwej Empik Ventures sp. z o.o. – należy pożytywać jako dokument, który winien zostać opublikowany w całości i to w dacie ogłoszenia zwołania Walnego Zgromadzenia, zwłaszcza, iż nie było ku temu przeszkód, skoro Spółka musiała dysponować tym dokumentem z wyprzedzeniem tj. przed datą zwołania Walnego Zgromadzenia. Zachowanie transparentności, co do jego treści (poprzez ujawnienie

¹²⁹ Zgodnie z art. 402³ § 1 pkt. 3 Kodeksu Spółek Handlowych Spółka publiczna zamieszcza na własnej stronie internetowej od dnia zwołania walnego zgromadzenia dokumentację, która ma być przedstawiona walnemu zgromadzeniu.

dokumentu w całości) – było zasadne w kontekście umożliwienia wszystkim akcjonariuszom zapoznania się z jego treścią oraz dokonania oceny jego rzetelności.

Ad. b) Zgodnie z art. 433 § 2 zd. 4 Kodeksu Spółek Handlowych – Zarząd przedstawia walnemu zgromadzeniu pisemną opinię uzasadniającą powody pozbawienia prawa poboru oraz proponowaną cenę emisyjną akcji bądź sposób jej ustalenia. W rozważanym przypadku Zarząd Spółki sporządził w wykonaniu zobowiązań nałożonych ww. przepisami opinię, przy czym jej treść budzi zastrzeżenia. Godzi się wskazać, iż zgodnie z ugruntowaną linią orzeczniczą oraz stanowiskami przedstawicieli doktryny pozbawienie akcjonariusza prawa poboru jako prawa podmiotowego jest czynnością wyjątkową, która może być dokonana tylko w interesie spółki, a nie jej akcjonariuszy. Cel ten powinien być zrealizowany, biorąc pod uwagę przedmiot działalności spółki, jej obecne i przyszłe interesy, sytuację finansową¹³⁰. Przyjmuje się przy tym, iż przedmiotowa opinia ma za zadanie stworzenie akcjonariuszom możliwości podjęcia racjonalnej decyzji w sprawie wyłączenia prawa poboru, a zatem winna ona być szczegółowa, albowiem w powyższy sposób ww. cel może zostać zrealizowany. Jak wskazał, Sąd Najwyższy w jednym z orzeczeń, opinia zarządu ma być umotywowana w sposób pozwalający na dokonanie zobiektywizowanej oceny czy interes spółki uzasadniał jej podjęcie, a cena (sposób jej ustalenia) były właściwe, ale akcjonariusze mogą jej nie podzielić, odmówić podjęcia uchwały lub przyjąć uchwałę o odmiennej treści¹³¹.

Rewident ds. szczególnych zapoznał się z treścią opinii sporządzonej przez Zarząd Spółki, po dokonanej analizie stwierdza, iż została ona sporządzona w sposób dość ogólnikowy, zaś argumenty przytoczone w jej treści przez Zarząd mogą budzić wątpliwości. Na szczególną uwagę zasługuje chociażby stanowisko Zarządu, gdzie wskazuje, iż „Zarząd liczy, że szerokie kontakty Spółki na rynku muzycznym ułatwią wzrost biznesu Going w kolejnych latach, co przełoży się na wzrost wartości e- MUZYSKA S.A.” - stwierdzenie to nie jest poparte jakimkolwiek odniesieniem do analiz prowadzonych w tym zakresie przez Spółkę, a tym bardziej nie wskazuje w jakim zakresie ww. założenia Zarządu i benefity wynikające z pośredniego nabycia udziałów Going sp. z o.o. miałyby uzasadniać wyłączenie prawa poboru akcji emitowanych w ramach serii F. Nie zostało nadto wyjaśnione, z jakich przyczyn Going sp. z o.o. jako podmiot z grupy Empik nie mógł korzystać z tych korzyści jako uczestnik grupy kapitałowej Empik. Zarząd Spółki de facto nie rozwinął w sposób szczegółowy w treści opinii z dnia 22 grudnia 2020 r. z jakich względów wyłączenie poboru ma być zgodne z interesem Spółki oraz nie godzić w interesy akcjonariuszy Spółki. Powyższa powściągliwość Zarządu w uzasadnieniu swojego stanowisko, budzi wątpliwość odnośnie tego czy treść analizowanej

¹³⁰ A. Kidyba [w:] *Komentarz aktualizowany do art. 301-633 Kodeksu spółek handlowych*, LEX/el. 2022, art. 433.

¹³¹ Wyrok SN z 22.10.2015 r., IV CSK 738/14, OSNC 2016, nr 10, poz. 120, LEX

opinii zadośćuczyni celom dla którym taką opinię się sporządza. Uznać bowiem należy, iż opinia zarządu nie była wystraszająco umotywowana w sposób, który pozwalałby na dokonanie zbiektywizowanej oceny czy interes spółki uzasadniał jej podjęcie. W ocenie rewidenta ds. szczególnych kluczowe w tym zakresie znaczenie ma także fakt, iż wyceny na podstawie których została sporządzona opinia Zarządu budzą wątpliwości, zastrzeżenia w tym zakresie zostały opisane w rozdziałach 13 i 14 niniejszego Sprawozdania, tj. Analiza rzetelności wyceny wartości spółki Going sp. z o.o. na dzień 31.10.2020 r. oraz spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31.10.2020 r. oraz Analiza prawidłowości parytetu wymiany udziałów spółki Empik Ventures sp. z o.o. na akcje spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31.10.2020 r.

Skoro wyceny te ocenione zostały jako nierzetelne w zakresie opisanym sprawozdaniem, to uznać należy, iż opinia Zarządu w zakresie w jakim bazuje na treści ww. dokumentów w konsekwencji sama stała się nierzetelna.

Nadto należy mieć na względzie, iż Rada Nadzorcza Spółki zgodnie z treścią § 6 ust. 3 Regulaminu Rady Nadzorczej – mogła żądać od Zarządu, pracowników Spółki wszelkich sprawozdań i wyjaśnień, przeglądać księgi i dokumenty oraz sprawdzać stan majątkowy Spółki. Gdy czynności kontrolne wymagały wiedzy specjalnej, kwalifikacji lub specjalistycznych czynności Rada mogła zobowiązać Zarząd w drodze uchwały, by zlecił podmiotom posiadającym odpowiednie kwalifikacje sporządzenie do użytku Rady opinii, ekspertyz lub badania.

W trakcie badania rewident ds. szczególnych nie otrzymał żadnych materiałów źródłowych, z których wynikałoby, że Rada Nadzorcza Spółki skorzystała z przysługujących jej uprawnień nadzorczych w toku przeprowadzenia transakcji podwyższenia kapitału Spółki, z wyłączeniem prawa poboru przez dotychczasowych akcjonariuszy. Poza uchwałą Rady Nadzorczej Spółki nr 01/01/2021 z dnia 18 stycznia 2021 r. (dotyczącą zgody na zawarcie umowy przeniesienia własności udziałów) brak jest jakichkolwiek dokumentów potwierdzających lub wskazujących na przeprowadzenie przez Radę Nadzorczą Spółki analizy opłacalności Transakcji zarówno na etapie jej planowania, realizacji, jaki i po dacie nabycia przez Spółkę udziałów spółki Empik Ventures sp. z o.o.

Brak dokumentacji potwierdzającej przeprowadzenie analizy Transakcji w ramach czynności nadzorczych przez Radę Nadzorczą *(o ile nie została faktycznie sporządzona, z uwagi na niepełny materiał źródłowy rewident ds. szczególnych nie wyklucza możliwości, iż taka dokumentacja powstała, lecz nie została udostępniona biegłemu)* może świadczyć o braku dołożenia należytej staranności przy zabezpieczeniu interesów Spółki, mimo że w świetle statutu Spółki zgoda Rady

Nadzorczej nie była wymagana do podjęcia uchwał objętych porządkiem obrad Walnego Zgromadzenia zwołanego na dzień 18 stycznia 2021 r.

10. Ustalenie czy przed realizacją przedmiotowej Transakcji wykonywane były analizy, wyceny lub inne opracowania

W niniejszym rozdziale przeanalizowano czy przed realizacją Transakcji wykonywane były analizy, wyceny lub inne opracowania, jeżeli tak - kto je wykonywał i na czyje zlecenie oraz kto poniósł koszty ich sporządzenia

Badanie wskazuje, iż zostały przeprowadzone następujące analizy, wyceny oraz inne opracowania:

1. Wycena spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31 października 2020 r.,
2. Wycena spółki Going sp. z o.o. na dzień 31 października 2020 r.,
3. Wycena spółki Empik Ventures sp. z o.o. na dzień 31 października 2020 r.

przygotowane przez Ground Frost i datowane na dzień 27 listopada 2020 r.,

4. Opinia z badania wyceny wartości godziwej przedsiębiorstwa spółki Empik Ventures sp. z o.o. sporządzona na dzień 31 października 2020 r. przygotowana przez PGA sp. z o.o. sp. komandytowa,
5. dokument „Informacje dodatkowe dotyczące uzasadnienia nabycia udziałów Empik Ventures (Going)” (dokument nie zawiera daty sporządzenia ani także podpisu autora).

Dokumenty, o których mowa w pkt. 1-3. Zostały szczegółowo opisane w rozdziałach 13 i 14 niniejszego Sprawozdania, tj. Analiza rzetelności wyceny wartości spółki Going sp. z o.o. na dzień 31.10.2020 r. oraz spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31.10.2020 r. oraz Analiza prawidłowości parytetu wymiany udziałów spółki Empik Ventures sp. z o.o. na akcje spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31.10.2020 r. Wyceny te zostały sporządzone na zlecenie Empik Ventures sp. z o.o. – przy czym rewident ds. szczególnych nie posiada informacji kto poniósł koszt ich sporządzenia, w tym zakresie nie zostały przekazane żadne dokumenty źródłowe przez Spółkę (w Wycenach wskazano jedynie, iż „Wynagrodzenie wyceniającego nie jest uzależnione od przygotowania lub przedstawienia w Raporcie wniosków zgodnych ze z góry zakładanymi wartościami, wartości przedmiotu wyceny przedstawionego w Raporcie, uzyskania z góry założonego rezultatu, przyszłych wydarzeń bezpośrednio związanych z celem wyceny lub konkluzji Raportu korzystnej dla klienta”).

Dnia 22 grudnia 2020 r. Zarząd Spółki złożył opinię w sprawie uzasadnienia pozbawienia akcjonariuszy w całości prawa poboru w związku z planowanym podwyższeniem kapitału zakładowego Spółki poprzez emisję akcji serii F, a także proponowanej ceny emisyjnej akcji serii F. Opinia ta była wymogiem formalnym określonym treścią art. 433 § 2 zd. 4 Kodeksu Spółek Handlowych. Rewident ds. szczególnych przyjął założenia, iż opinia ta została sporządzona przez Zarząd w ramach wynagrodzenia pobieranego przez członków Zarządu Spółki z tytułu

pełnionej funkcji, przy czym to założenie nie zostało zweryfikowane z uwagi na brak przekazania przez Spółkę (lub jej organy) jakiegokolwiek dokumentacji źródłowej w tym zakresie.

Na bazie udostępnionego materiału źródłowego wskazać można, iż przed przeprowadzeniem Transakcji nie została zlecona ocena racjonalności ekonomicznej i opłacalności planowanej Transakcji, w szczególności biorąc pod uwagę powiązania osobowe między osobami zasiadającymi organach Spółki, Empik S.A., Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. – z punktu widzenia zarówno praktyki gospodarczej, jak i literatury przedmiotu – zlecenie takiej opinii było zasadne chociażby w celu zachowania racjonalności ekonomicznej, ochrony interesów akcjonariuszy Spółki i zachowania transparentności Transakcji.

11. Ustalenie czy podjęte przez strony Transakcji decyzje o realizacji Transakcji poprzedzone były uzyskaniem odpowiednich zgód korporacyjnych

W niniejszym rozdziale przeanalizowano czy Strony Transakcji przed podjęciem decyzji o realizacji transakcji posiadały/uzyskały odpowiednie zgody korporacyjne wymagane przepisami prawa oraz postanowieniami statutów/umów spółek, w tym czy uchwały organów były podjęte w sposób prawidłowy, w kontekście regulaminów rad nadzorczych, statutów/umów spółek, zasad ładu korporacyjnego oraz przepisów prawa. Niniejszy rozdział powinien być odczytywany wspólnie z pełną treścią: rozdziału 1 niniejszego Sprawozdania, tj. Oznaczenie stron Transakcji oraz chronologicznego jej przebiegu. Ustalenie uwarunkowań prawnych przedmiotowej Transakcji.

Badanie wskazuje, iż dla zwołania Walnego Zgromadzenia Spółki na dzień 18 stycznia 2021 r. – wymagana była w świetle § 9 ust. 1 lit. c) Regulaminu Zarząd uchwała Zarządu Spółki. Przeprowadzenie Transakcji zgodnie z żądaniem złożonym przez akcjonariusza Spółki – Empik S.A. wymagało zwołania Walnego Zgromadzenia przez Zarząd, a zatem należy, iż taka uchwała winna była zostać podjęta przez Zarząd Spółki. Rewident ds. szczególnych nie otrzymał w dokumentach źródłowych przedmiotowej uchwały, ani też stanowiska czy została ona podjęta. Z uwagi na powyższe nie może zająć stanowiska, czy została ona podjęta, a jeżeli tak to czy w sposób prawidłowy.

Transakcja wymagała podjęcia przede wszystkim uchwały Walnego Zgromadzenia w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego Spółki. Dnia 18 stycznia 2021 r. została podjęta uchwała Walnego Zgromadzenia Spółki nr 03/01/2021 w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego z wyłączeniem prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy Spółki w całości oraz zmiany statutu Spółki, zaprotokołowana przez notariusza Macieja Makowskiego, rep. A nr 606/2021.

Przedmiotowa uchwała Walnego Zgromadzenia została podjęta większością wymaganą treścią art. 433 § 2 Kodeksu Spółek Handlowych, zaś jej treść jest zgodna z wymogami formalno - prawnymi. W tym zakresie nie stwierdzono naruszeń przepisów.

Uchwałą Rady Nadzorczej Spółki nr 01/01/2021 z dnia 18 stycznia 2021 r. – Rada Nadzorcza Spółki wyraziła zgodę na zawarcie umowy przeniesienia udziałów przez Empik S.A. na rzecz Spółki w drodze aportu. Przedmiotowa uchwała Rady Nadzorczej zgodnie z jej treścią została

podjęta w trybie art. 10 ust. 10 Regulaminu Rady Nadzorczej, wszyscy członkowie Rady Nadzorczej oddali głos „za” podjęciem tej Uchwały w dniu 18 stycznia 2021 r.

Jak zostało wskazane we wcześniejszych rozdziałach Sprawozdania – w treści przedmiotowej uchwały winno znaleźć się odwołanie do art. 10 ust. 9 Regulaminu Rady Nadzorczej, nie zaś do art. 10 ust. 10 Regulaminu Rady Nadzorczej. Nie zmienia to jednak faktu, iż powyższa omyłka, w ocenie rewidenta ds. szczególnych nie prowadziła do dyskwalifikacji przedmiotowej uchwały Rady Nadzorczej pod kątem jej ważności. Zgodnie z danymi ujawnionymi w KRS wszystkie osoby, które podpisały się pod przedmiotową uchwałą były w ww. okresie członkami Rady Nadzorczej Spółki. Spółka nie przedstawiła dokumentów, które mogłyby wskazywać na inny skład Rady Nadzorczej Spółki na dzień 18 stycznia 2021 r. Stąd uznać należy, iż Spółka dysponowała prawidłową zgodą korporacyjną w tym zakresie.

Na skutek podjęcia uchwały Walnego Zgromadzenia Spółka była zobowiązana złożyć ofertę Empik S.A. objęcia akcji Serii F w drodze subskrypcji prywatnej. Rewident ds. szczególnych z uwagi na brak dokumentacji źródłowej w tym zakresie nie miał możliwości ustalenia czy spółka Empik S.A. posiadała odpowiednie zgody korporacyjne swoich organów (dot. przyjęcia oferty, objęcia akcji serii F, zbycia udziałów Empik Ventures sp. z o.o.) oraz organów Empik Ventures sp. z o.o. (dot. zbycia udziałów Empik Ventures sp. z o.o.). Spółka posiadała prawidłową zgodę korporacyjną dla zawarcia umowy przeniesienia udziałów (w formie Uchwałą Rady Nadzorczej Spółki nr 01/01/2021 z dnia 18 stycznia 2021 r.).

12. Zbadanie i wyjaśnienie powiązań osobowych między Spółką a Empik S.A. oraz Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o.

W niniejszym rozdziale przeanalizowano powiązania osobowe między Spółką a Empik S.A., Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o., rewident ds. szczególnych na potrzeby badania przyjął datę 18.01.2021 r. tj. dzień, w którym Walne Zgromadzenie Spółki podjęło uchwał nr 3/01/2018 w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego Spółki z wyłączeniem poboru dotychczasowych akcjonariuszy oraz w sprawie zmiany statutu Spółki, jako właściwą dla analizy ww. powiązań osobowych.

Badanie wskazuje, iż istniały powiązania osobowe między Spółką a Empik S.A. oraz Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o.

Rewident ds. szczególnych wskazuje, iż zakres powiązań osobowych Spółki z Empik S.A. oraz Empik Ventures sp z o.o. został ustalony na podstawie publicznie dostępnych informacji, ujawnionych w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego – zastrzegając jednocześnie, iż wpisy w zakresie wprowadzenia/wykreślenia danej osoby w rejestrze przedsiębiorców KRS danej Spółki mają charakter deklaratoryjny, stąd nie można wykluczyć, iż osoby co do których zostało zaznaczone zastrzeżenie* faktycznie zasiadały na dzień 18.01.2021 r. w organach ww. spółek, rewident ds. szczególnych nie otrzymał dokumentacji źródłowej w postaci uchwał powołujących/odwołujących dane osoby z piastowanych przez nie funkcji w organach spółek, lub ich ewentualnych rezygnacji z piastowanych funkcji.

Badanie wskazuje, iż następujące osoby jednocześnie pełniły następujące funkcje w organach Spółki, EMPIK S.A., Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o na dzień 18.01.2021 r. Tabela poniżej.

Tabela 39. Powiązania osobowe

Dane osoby	Funkcja w organie Empik S.A.	Funkcja w organie e-Muzyka S.A.	Funkcja w organie Empik Ventures sp. z o.o.	Funkcja w organie Going sp. z o.o.
1) Łukasz Kmiecik		Wiceprezes Zarządu	Członek Zarządu	

2)	Jan Ejsmont	Prezes Zarządu				Członek Zarządu ds. finansowych
3)	Ewa Szmidt Belcarz	Prezes Zarządu	Członek Nadzorczej	Rady	Członek Zarządu	Członek Rady Nadzorczej
4)	Szymon Bujalski	Członek Zarządu	Przewodniczący Rady Nadzorczej		Członek Zarządu	Członek Rady Nadzorczej
5)	Piotr Świątek	Członek Zarządu	Członek Nadzorczej	Rady	Członek Zarządu	Członek Rady Nadzorczej
6)	Andrzej Puczyński		Członek Nadzorczej	Rady		
7)	Natalia Korzeniecka – Walak		Członek Nadzorczej	Rady		
8)	Maciej Gastoł					Prezes Zarządu
9)	Anna Żurek					Członek Zarządu
10)	Piotr Linka					Członek Zarządu
11)	Piotr Gastoł					Członek Rady Nadzorczej*
						(* wykreślony z KRS dnia 15.02.2021 – wykreślenie miało charakter deklaratoryjny – biegły nie ma wiedzy, kiedy członek został odwołany / ew. złożył rezygnację)
12)	Cezary Kupiec	Członek Zarządu				
13)	Robert Taylor	Członek Zarządu*				
						(* wykreślony z KRS dnia 01.06.2021 – wykreślenie miało charakter deklaratoryjny – biegły nie ma wiedzy,

	kiedy członek został odwołany / ew. złożył rezygnację)	
14) Szkudlarek Michał	Członek Zarządu	
15) Łukasz Waszak	Członek Nadzorczej	Rady
16) Adam Imiełowski	Członek Nadzorczej	Rady
17) Agata Gac	Członek Nadzorczej	Rady

Źródło: opracowanie własne

Powiązania osobowe istnieją m.in. w sytuacji, gdy ta sama osoba sprawuje funkcje zarządcze lub kontrolne (nadzorcze) jednocześnie co najmniej w dwóch różnych podmiotach. W rozważanym przypadku, niektóre z osób (co zostało opisane w Tabeli powyżej) piastowały jednocześnie funkcje w organach Spółki, Empik S.A, Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. Uznać należy zatem, iż istniały powiązania osobowe między Spółką a Empik S.A. oraz Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o.

13. Analiza rzetelności wyceny wartości spółki Going sp. z o.o. na dzień 31.10.2020 r. oraz spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31.10.2020 r.

W niniejszym rozdziale przeanalizowano rzetelność wyceny wartości spółki Going sp. z o.o. na dzień 31.10.2020 r. oraz spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31.10.2020 r. określonych w wycenach sporządzonych przez Ground Frost Sp. z o.o. sp. k. dnia 27.11.2020 r. (dalej: Wyceny), w tym ustalono czy występują odstępstwa od standardów wyceny, a jeżeli tak to w jakim zakresie. W rozdziale tym nie odniesiono się do samej wysokości parytetu wymiany udziałów na akcje. Jest tak dlatego, że zagadnieniu wysokości parytetu został poświęcony rozdział 14 niniejszego Sprawozdania, tj. Analiza prawidłowości parytetu wymiany udziałów spółki Empik Ventures sp. z o.o. na akcje spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31.10.2020 r.

Badanie wskazuje, iż wyceny e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o. były nierzetelne.

13.1. Odstępstwa od standardów wyceny w wycenach spółek Going sp. z o.o. oraz e-Muzyka S.A.

13.1.1. Wybór niewłaściwego rodzaju wyceny

Prześlanka dotycząca zakresu informacji¹³² – która nie została spełniona w Wycenach – określa konieczność „uwzględnienia **wszystkich** istotnych informacji, jakie były dostępne w procesie jej przygotowania [przygotowania wyceny]”. W szczególności – w Wycenach nie uwzględniono ani informacji zewnętrznej (o otoczeniu wycenianych przedsiębiorstw), ani informacji wewnętrznej (o funkcjonowaniu wycenianych przedsiębiorstw), w tym przede wszystkim:

- pominięto lub wykorzystano szczątkowo dane i projekcje sytuacji makroekonomicznej. Wskazują na to bezpośrednio przyjęte w Wycenach założenia. Dla przykładu, przyjęto arbitralnie wysokość inflacji na poziomie 2%, abstrahując od tego, że wysokość ta jest niezgodna z wartościami wskazywanymi na moment wyceny przez takie wyspecjalizowane organizacje jak np. Narodowy Bank Polski, czy Europejski Bank Centralny¹³³. O arbitralnie przyjętej wysokości założeń makroekonomicznych świadczy ponadto fakt, iż w

¹³² Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych (2011). Powszechne Krajowe Zasady Wyceny – Ogólne Zasady Wyceny Przedsiębiorstw. Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych: Warszawa. <https://pfsrm.pl/storage/download/1432>

¹³³ Narodowy Bank Polski (2020). Raport o inflacji. https://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/raport_o_inflacji/raport_lipiec_2020.pdf

- Wycenach ani razu nie odwołano się do jakichkolwiek opracowań uznanych instytucji,
- pominięto lub wykorzystano szczątkowo dane i projekcje sytuacji sektorowej. Wskazują na to bezpośrednio przyjęte w Wycenach założenia, w których nie uwzględniono tak podstawowych informacji jak potencjał rozwoju i projekcja wzrostu danych sektorów w Polsce, trendy ogólnoświatowe rozwoju danych sektorów czy kształtowanie się zależności pomiędzy sytuacją krajową i zagraniczną. Ani w przypadku Going sp. z o.o., ani w przypadku e-Muzyka S.A. jakiegokolwiek analizy dotyczące danych sektorów nie są w ogóle prowadzone,
 - pominięto lub wykorzystano szczątkowo dane i projekcje dotyczące planów rozwojowych wycenianych przedsiębiorstw. Wskazują na to bezpośrednio przyjęte w Wycenach założenia. Dla przykładu, w wycenie Going sp. z o.o. przyjęto średnią marżę na sprzedaży na poziomie 6,8% (patrz: wycena Going). Dysponując danymi pochodzącymi z Wycen, można retrospektywnie odtworzyć sposób wyznaczenia danej wartości jako iloraz rocznej sumy przychodów przedstawionych w wycenie jako „revenues” w roku 2020 oraz całkowitych przychodów ze sprzedaży w roku 2020, przedstawionych w sprawozdaniu finansowym Going sp. z o.o. za ten rok. Następnie, wartość ta jest przyjmowana do obliczeń z pominięciem jakiegokolwiek analizy dotyczącej zmian efektywności operacyjnej przedsiębiorstwa. Przedsiębiorstwo, które będąc relatywnie młodym w momencie wyceny, z założenia będzie przecież podlegało zmianom. W przypadku e-Muzyka S.A. – ze względu na dobór metody wyceny – nie pojawia się żadna analiza dotycząca planów rozwojowych przedsiębiorstwa¹³⁴.

13.1.2. Wybór niewłaściwego standardu wartości

W wycenach spółek Going sp. z o.o. oraz e-Muzyka S.A. zawarto informację o standardzie wartości. W szczególności – stwierdzenie zawarte w obu wycenach wskazuje, iż „jako standard wartości przyjęta jest godziwa wartość rynkowa (ang. *Fair Market Value*)”.

W wycenach tworzonych na potrzeby łączenia się podmiotów konieczne jest posłużenie się standardem wartości sprawiedliwej (ang. *Fair Value*). Jak wskazuje literatura przedmiotu: „[*Fair Value*] jest – w przeciwieństwie do sprawiedliwej wartości rynkowej (*Fair Market Value*) – standardem wartości stworzonym na gruncie prawa i wykorzystywanym w pewnych

¹³⁴ Zagadnienie niewłaściwości doboru metod jest dokładnie analizowane w dalszej części niniejszego Raportu.

specyficznych transakcjach. Chodzi tu zwłaszcza o różne transakcje łączenia i sprzedaży przedsiębiorstw, w których mógłby ucierpieć interes akcjonariuszy mniejszościowych”¹³⁵.

W sposób bardziej szczegółowy porównanie standardu wartości *fair value* i *market value* przedstawia IVSC – największa na świecie organizacja tworząca standardy wyceny przedsiębiorstw. Różnicę tę uzasadniono w sposób zaprezentowany poniżej¹³⁶:

- „W przypadku celów innych niż wykorzystanie w sprawozdaniach finansowych, *fair value* różni się od *market value*. *Fair value* wymaga oszacowania wartości, która jest właściwa dla dwóch zidentyfikowanych stron oraz uwzględnienia odpowiednie korzyści oraz niedogodności, które każda ze stron odniesie w wyniku zawarcia transakcji. **Ten standard wartości jest powszechnie stosowany w sądownictwie.** Standard wartości *market value* wymaga natomiast, aby wszelkie korzyści oraz niedogodności, które są specyficzne dla stron transakcji i które nie są dostępne dla innych uczestników rynku, nie były uwzględniane (...).
- Przykłady zastosowania *fair value* obejmują:
 - i. ustalenie ceny, która jest właściwa za udziały w spółce nienotowanej na giełdzie w sytuacji, gdy wzajemne relacje pomiędzy zaangażowanymi podmiotami przesądzą o tym, iż cena ta powinna być inna niż cena, którą można by uzyskać na rynku, oraz
 - ii. ustalenie ceny, która jest właściwa w transakcji pomiędzy leasingodawcą oraz leasingobiorcą za stałe przeniesienie własności przedmiotu leasingu lub anulowanie zobowiązania z tytułu leasingu”.

¹³⁵ Zarzecki, D. (2020). Metody wyceny przedsiębiorstw. Zarys teorii a praktyka. Szczecin: Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego.

¹³⁶ International Valuation Standards Council (2020). International Valuation Standards. IVSC: Londyn. Ang. “For purposes other than use in financial statements, fair value may be distinguished from market value. Fair Value requires the assessment of the price that is fair between two identified parties taking into account the respective advantages or disadvantages that each will gain from the transaction. It is commonly applied in judicial contexts. In contrast, Market Value requires any advantages that would not be available to market participants generally to be disregarded (...) Examples of the use of Fair Value include: (a) determination of a price that is fair for a shareholding in a non-quoted business, where the holdings of two specific parties may mean that the price that is fair between them is different from the price that might be obtainable in the market, and (b) determination of a price that would be fair between a lessor and a lessee for either the permanent transfer of the leased asset or the cancellation of the lease liability”.

13.2. Odstępstwa od standardów wyceny w wycenie spółki Going sp. z o.o.

13.2.1. Podsumowanie założeń przyjętych w wycenie spółki Going sp.z o.o.

Wycena spółki Going sp. z o.o. została sporządzona na dzień 31.10.2020. Raport z wyceny datowany jest na dzień 27.11.2020. Zgodnie z treścią „Opisu przedmiotu wyceny” spółka Going sp. z o.o. posiadała na moment wyceny właściciela większościowego, którym była spółka Empik Ventures sp. z o.o., posiadająca 90% udziałów. Przyjęto standard wartości Fair Market Value.

W Wycenie przyjęto, iż: „z uwagi na fakt, iż Spółka jest we wczesnej fazie rozwoju i jej działalność nie przekroczyła jeszcze progu rentowności zdecydowaliśmy się nie używać w wycenie metody dochodowej”. W efekcie czego, w Wycenie bazowano na metodach: symulacji Monte Carlo oraz mnożnikowej. Merytoryczny komentarz dotyczący możliwości oraz sposobu wykorzystania tych metod zawarto w kolejnych podrozdziałach.

W Wycenie wykorzystano wybrane dane pochodzące z rachunku zysków i strat oraz dane dotyczące sprzedaży, informacje o spółkach porównywalnych, a także serię założeń.

W efekcie przeprowadzonych działań określono wartość 100% kapitału własnego spółki Going sp. z o.o. na poziomie 26 678 tys. zł., co stanowi wypadkową wyników uzyskanych przy wykorzystaniu:

- Symulacji Monte Carlo: 23 487 tys. zł.,
- Metody mnożnikowej: 29 869 tys. zł.

13.2.2. Merytoryczny komentarz do wyceny przygotowanej przy wykorzystaniu metody symulacji Monte Carlo

Brak możliwości wykorzystania metody symulacyjnej

Wyceny spółek Going sp. z o.o. oraz e-Muzyka S.A. zostały sporządzone na potrzeby określenia parytetu wymiany udziałów spółki Empik Ventures sp. z o.o. na akcje e-Muzyka S.A., czyli konkretnej sytuacji gospodarczej, dla której należało spełnić wymagania metodyczne określone w standardach wyceny.

W tym kontekście za bezwzględnie błędne należy uznać wykorzystanie metody symulacji.

Treść wycen wskazuje, iż „niniejszy Raport został przygotowany zgodnie z Powszechnymi Krajowymi Zasadami Wyceny (PKZW) – Krajowym Standardem Wyceny Specjalistycznej (KSWS)”. Należy więc podkreślić, iż PKZW – OZWP wyodrębnia trzy podejścia w wycenie przedsiębiorstwa, tj.:

- Podejście majątkowe (pkt. 8.2, str. 7-8).
- Podejście dochodowe (pkt. 8.3, str. 8-9).
- Podejście porównawcze (pkt. 8.4, str. 9-10)¹³⁷.

Katalog podejść do wyceny, który obowiązuje w Polsce, za którym stoi autorytet Polskiej Federacji Stowarzyszeń Rzecznawców Majątkowych i który jest powszechnie wykorzystywany przez biegłych z zakresu wyceny przedsiębiorstw w ogóle **nie dopuszcza wykorzystania metod symulacyjnych**.

Pomocnicza rola metody Monte Carlo w wycenie przedsiębiorstwa

Wykorzystanie w wycenie spółki Going sp. z o.o. metody Monte Carlo stanowiło – mówiąc potocznie – przerost formy nad treścią, w tym sensie, że w najlepszym przypadku mogło doprowadzić do uzyskania wyceny spółki Going sp. z o.o. na poziomie zbliżonym do wyceny uzyskanej wskutek zastosowania metody dochodowej. Żeby tak się stało w metodzie Monte Carlo musiałyby zostać przyjęte odpowiednie założenia, zarówno statystyczne, jak i ekonomiczne. Niestety wspomniany „przerost formy nad treścią” utrudniał przyjęcie właściwych założeń.

W kontekście powyższego warto przywołać A. Damodarana, który zauważa: „istnieją dwa twierdzenia dotyczące symulacji, których nie należy formułować. Pierwsze twierdzenie jest takie, że symulacje prowadzą do uzyskania lepszych szacunków wartości oczekiwanej niż konwencjonalne metody wyceny uwzględniające ryzyko. W rzeczywistości wartość oczekiwana wynikająca z symulacji powinna być dość zbliżona do wartości oczekiwanej, którą można uzyskać, wykorzystując wartości oczekiwane dla każdej ze zmiennych wejściowych, a nie całego rozkładu. Drugie twierdzenie jest takie, że symulacje poprzez dostarczanie szacunków wartości oczekiwanej i jej rozkładu, prowadzą do podejmowania lepszych decyzji. Nie zawsze tak jest,

¹³⁷ Polska Federacja Stowarzyszeń Rzecznawców Majątkowych (2011). Powszechne Krajowe Zasady Wyceny – Ogólne Zasady Wyceny Przedsiębiorstw. Polska Federacja Stowarzyszeń Rzecznawców Majątkowych: Warszawa. <https://pfsrm.pl/storage/download/1432>

ponieważ korzyści, które uzyskują decydenci poprzez uzyskanie pełniejszego wglądu w zakresie niepewności co do wartości aktywa obarczonego ryzykiem mogą być bardziej niż zaprzepaszczone niewłaściwym podejściem do tego ryzyka”¹³⁸.

Niedopuszczalne uproszczenie w zakresie poprawy wyników i sytuacji finansowej spółki w czasie
Jednym z najistotniejszych w szeregu błędów popełnionych w wycenie spółki Going sp. z o.o. jest zastosowana formuła wyceny dla pozytywnych scenariuszy, która przyjmuje postać $FCF \cdot (1+g) / (WACC-g)$. Jest to wzór na rosnącą rentę wieczystą, którego zastosowanie oznacza, że przedsiębiorstwo będzie generowało założony poziom wielkości finansowych już od pierwszego roku prognozy działalności spółki. Takie założenie jest całkowicie niewłaściwe. Na moment wyceny w żadnym wypadku nie można było bowiem zakładać, że pogarszające się z roku na rok wyniki i sytuacja finansowa spółki, jakie miały miejsce w przeszłości, ulegną momentalnie całkowitemu odwróceniu.

Wątpliwe założenia statystyczne

Wycena została oparta na spostrzeżeniu, zgodnie z którym „jak wskazują badania przeprowadzone przez prof. Shikhar Ghosh-a z Harvard Business School na podstawie danych udostępnionych przez firmy Venture Capital, statystycznie tylko 2/10 startupów ma szansę na osiągnięcie rynkowego sukcesu. Około 80% startupów generuje słabe wyniki sprzedaży zaś 20% notuje wyniki ponadprzeciętne”, jednakże jak wskazuje angielski tekst wspomnianego

¹³⁸ Damodaran, A. (2014). Applied corporate finance. Wiley: Nowy Jork. Ang. „Note that there are two claims about simulations that we are unwilling to make. The first is that simulations yield better estimates of expected value than conventional risk-adjusted value models. In fact, the expected values from simulations should be fairly close to the expected value that we would obtain using the expected values for each of the inputs (rather than the entire distribution). The second is that simulations, by providing estimates of the expected value and the distribution in that value, lead to better decisions. This may not always be the case since the benefits that decision makers get by getting a fuller picture of the uncertainty in value in a risky asset may be more than offset by misuse of that risk measure” (str. 218-219).

autora¹³⁹, statystyki są dużo bardziej subtelne, a przywołane twierdzenie prof. Ghosha stanowi w dużej mierze własną interpretację sporządzających wycenę.

Niedopuszczalne uproszczenia w zakresie założeń ekonomicznych

Część optymistycznych scenariuszy w wycenie metodą Monte Carlo zakłada **przychody spółki Going sp. z o.o. na poziomie przewyższającym wartość całego rynku eventowego w Polsce**. Jak wskazuje raport PwC: „według prognoz jakie zawarliśmy w raporcie PwC „Global Entertainment & Media Outlook 2020–2024”, od przyszłego roku obserwować będziemy odbicie, jednak w analizowanej perspektywie, do 2024 roku, przychody z tytułu sprzedaży biletów nie osiągną w naszym kraju wartości z 2019 roku. W 2021 ich wartość sięgnie 93 mln dolarów, zaś na koniec badanego okresu, w 2024 roku, nieco ponad 130 mln dolarów.”¹⁴⁰ Tymczasem w raporcie z wyceny Going sp. z o.o. można spostrzec scenariusz z przychodami na poziomie 910 mln zł.

Podwójne naliczenie ryzyka

Przyjmując, że metody symulacyjne w odniesieniu do wyceny przedsiębiorstw, mogą jedynie pełnić rolę pomocniczą, możliwość podwójnego uwzględnienia ryzyka nie stanowi istotnego zagrożenia dla jakości podejmowanych decyzji. Zmieniając rolę metod symulacyjnych – z pomocniczej na właściwą dla wyceny – takie zagrożenie się pojawia. Jak zauważa A. Damodaran: „zbyt często zdarza się, że ryzyko jest podwójnie liczone w symulacjach, a decyzje są oparte na niewłaściwym rodzaju ryzyka”¹⁴¹. Kwestia podwójnego uwzględnienia ryzyka nie została w wycenie w ogóle podniesiona, a tym samym kalkulacja wartości spółki Going sp. z o.o. ponosi uszczerbek na wiarygodności. Ryzyko, którego uwzględnienie jest istotą metod symulacyjnych, jest bowiem ujęte w koszcie kapitału¹⁴².

¹³⁹ Nobel, C. (2011). Why Companies Fail—and How Their Founders Can Bounce Back. Harvard Business School. Ang: „the statistics are disheartening no matter how an entrepreneur defines failure. If failure means liquidating all assets, with investors losing most or all the money they put into the company, then the failure rate for start-ups is 30 to 40 percent, according to Shikhar Ghosh, a senior lecturer at Harvard Business School who has held top executive positions at some eight technology-based start-ups. If failure refers to failing to see the projected return on investment, then the failure rate is 70 to 80 percent. And if failure is defined as declaring a projection and then falling short of meeting it, then the failure rate is a whopping 90 to 95 percent”.

¹⁴⁰ PwC (2020). Koncerty i festiwale porażone koronawirusem. <https://www.pwc.pl/pl/artykuly/koncerty-i-festiwale-porazone-koronawirusem.html>

¹⁴¹ Damodaran, A. (2014). Applied corporate finance. Wiley: Nowy Jork Ang. „[...]]it is all too common for risk to be double counted in simulations and for decisions to be based on the wrong type of risk” (s. 218-219).

¹⁴² Szerzej o tym błędzie: Damodaran, A. (2014). Applied corporate finance. Wiley: Nowy Jork

Wykorzystanie dyskredytującej podstawy literaturowej „dla Żółtodziobów”

Zgodnie z treścią Wycen, podstawą wyceny w zakresie kalkulacji średnioważonego kosztu kapitału był: „artykuł „How Venture Capitalists Assess Risk with the Scorecard Method” opracowany przez Nicole Gravagna oraz Petera K. Adamsa”¹⁴³. Artykuł ten stanowi rozdział w książce „Venture Capital dla Żółtodziobów” (ang. Venture Capital for Dummies).

13.2.3. Merytoryczny komentarz do wyceny przygotowanej przy wykorzystaniu metody mnożnikowej

Brak możliwości przeprowadzenia wyceny wykorzystując podejście porównawcze – uwagi wstępne

Conditio sine qua non wykorzystania podejścia porównawczego w wycenie jest istnienie przedsiębiorstw spełniających warunek porównywalności z wycenianym przedsiębiorstwem.

Podręcznikową wiedzą jest, iż firmy porównywalne to wyłącznie takie, których przepływy pieniężne, potencjał wzrostu oraz ryzyko są podobne do przedsiębiorstwa wycenianego¹⁴⁴. Idealną sytuacją byłaby taka, w której w grupie porównywalnej znajdowałyby się przedsiębiorstwa identyczne względem przedsiębiorstwa wycenianego pod względem przepływów pieniężnych, potencjału wzrostu oraz ryzyka. Co istotne, podstawy teoretyczne doboru spółek grupy porównywalnej nie odnoszą się do sektora działalności¹⁴⁵. Oznacza to, iż sektor nie jest determinantą porównywalności. W praktyce przedsiębiorstwa grupy porównywalnej są oczywiście zwykle dobierane przy uwzględnieniu przynależności sektorowej, ale jest to podyktowane wyłącznie tym, że w ramach sektora łatwiej zidentyfikować firmy o podobnych przepływach pieniężnych, potencjale wzrostu (firmy te dzielą udział w potencjalnym wzroście sektora) oraz ryzyku (firmy te dzielą ryzyka sektorowe)¹⁴⁶. Choć znów –

¹⁴⁴ Damodaran, A. (2002). Investment valuation. Wiley: Nowy Jork, str. 614. Ang. “a comparable firm is one with cash flows, growth potential, and risk similar to the firm being valued”.

¹⁴⁵ Ibidem, str. 614. Ang. „nowhere in this definition is there a component that relates to the industry or sector to which a firm belongs”.

¹⁴⁶ Ibidem, str. 614. Ang. „the implicit assumption being made here is that firms in the same sector have similar risk, growth, and cash flow profiles and therefore can be compared with much more legitimacy”.

pamiętać należy, iż spółki z tego samego sektora często realnie nie są porównywalne, kiedy różnią się przepływami pieniężnymi, potencjałem wzrostu oraz ryzykiem¹⁴⁷.

Wykonanie analizy porównawczej na bazie spółek niespełniających kryteriów porównywalności jest pogwałceniem Powszechnych Krajowych Zasad Wyceny – Ogólnych Zasad Wyceny Przedsiębiorstw (patrz pkt. 8.4) oraz Międzynarodowych Standardów Wyceny (patrz np. pkt. 20.5).

Brak porównywalności spółek z grupy porównywalnej

Grupa porównywalna wykorzystana w ramach podejścia porównawczego liczyła 6 podmiotów. Przy czym, inicjalnie analizowano 10 podmiotów, ale cztery spośród nich wykluczono (2 z uwagi na zbyt duże odchylenia wskaźników EV/S od średniej oraz 2 z uwagi na inny sposób raportowania przez nie przychodów, co ma wpływ na wskaźnik EV/S). Informacje o spółkach porównywalnych zaczerpnięto z bazy danych Bloomberg, a informacje o transakcjach porównywalnych z bazy danych Merger Market. Poniżej omówiono krótko spółki z grupy porównywalnej wskazując na brak porównywalności do Going sp. z o.o.

Spółka Eventbrite Inc jest gigantycznym, międzynarodowym konglomeratem eventowym, który – zgodnie z informacjami ujawnianymi przez samą firmę – obsłużył 4,6 miliona eventów, współpracuje z ponad 650 tysiącami twórców i ma biura na czterech kontynentach¹⁴⁸. Spółka zatrudniała w roku 2019 ponad 1000 osób¹⁴⁹. Spółka Pia Corp jest gigantycznym, międzynarodowym konglomeratem działającym w przemyśle rozrywkowym, który – zgodnie z informacjami ujawnianymi przez samą firmę – działa nieprzerwanie od 1974 roku (na moment wyceny 46 lat), zatrudnia ponad 300 pracowników¹⁵⁰. Spółka Main Event Entertainment Group jest gigantycznym, międzynarodowym konglomeratem działającym w przemyśle rozrywkowym, który – zgodnie z informacjami ujawnianymi przez samą firmę – prowadzi szereg działalności, w tym event management, produkcję wydarzeń kulturalnych, promocję wydarzeń kulturalnych i promocję cyfrową¹⁵¹. Spółka Digitick SA prowadzi dużo szerszy zakres działalności obejmujący sprzedaż biletów na: atrakcje agroturystyczne, muzea, akwaria, podróże kolejną,

¹⁴⁷ Ibidem, str. 640. Ang. „no two firms are identical and firms in the same business can still differ on risk, growth potential and cash flows”.

¹⁴⁸ <https://investor.eventbrite.com/overview/default.aspx>

¹⁴⁹ <https://investor.eventbrite.com/press-releases/press-releases-details/2020/Eventbrite-Reports-Fourth-Quarter-and-Full-Year-2019-Financial-Results/>

¹⁵⁰ <https://corporate.pia.jp/en/corp/data/>

¹⁵¹ <https://www.maineventjamaica.com/index.html>

wydarzenia, labirynty z kukurydzy, grotty Satnas, festiwale żywności i napojów, ogrodów zoologicznych, centrów ogrodniczych, parków tematycznych, zabytków, Halloween, lodowisk, konferencji oraz jaskiń¹⁵². Spółka Ingresso Group Limited również wskazuje szerszy zakres działalności obejmujący „bezproblemowe łączenie zasobu biletów w czasie rzeczywistym ze stale rosnącą, globalną listą sprzedawców e-Commerce, agentów biletowych, biur podróży i organizatorów wycieczek – pomagając wszystkim sprzedawcą więcej biletów!”¹⁵³. Spółka MDTZK LLC wykazuje zatrudnienie na poziomie 184 etatów¹⁵⁴, co wskazuje na odmienną skalę działalności i pociąga za sobą znaczące różnice w przepływach pieniężnych, potencjale wzrostu i ryzyku. Co więcej, spółka jest najstarszym i największym pośrednikiem w sprzedaży biletów w Moskwie, posiadającym 130 outletów¹⁵⁵.

Wykorzystanie niewłaściwego mnożnika

Mnożnik EV/Sales (EV/przychody ze sprzedaży) oczywiście istnieje, ale posiada liczne ograniczenia, spośród których najbardziej ewidentnym jest abstrahowanie od tak podstawowej kategorii ekonomicznej jak koszty przedsiębiorstwa. Wystarczy posłużyć się tu prostym, hipotetycznym przykładem, w którym uwzględni się dwa przedsiębiorstwa o tym samym poziomie przychodów i różnym poziomie kosztów:

- Przedsiębiorstwo A, które przy przychodach równych 10 mln zł i kosztach równych np. 3 mln zł osiąga zysk na poziomie 7 mln zł.,
- Przedsiębiorstwo B, które przy przychodach równych 10 mln zł i kosztach równych np. 17 mln zł osiąga stratę na poziomie 7 mln zł.

Pomimo, iż przedsiębiorstwa te są w diametralnie różnej sytuacji finansowej, wartość służąca jako podstawa do obliczania mnożnika będzie identyczna i wyniesie 10 mln zł, a informacja o kosztach zostanie całkowicie pominięta.

¹⁵² <https://www.digitickets.co.uk>

¹⁵³ <https://ingresso.co.uk>. Ang. “we seamlessly connect real-time ticket inventory with our ever-growing, global list of eCommerce retailers, ticket agents, travel agents and tour operators - helping everyone to sell more tickets!”

¹⁵⁴ https://www.dnb.com/business-directory/company-profiles.mdtzk_ooo.23f1eedc8a13c10085c93b9f64672ddc.html

¹⁵⁵ https://techcrunch.com/2013/12/04/ticketland/?guccounter=1&guce_referrer=aHR0cHM6Ly93d3cuZ29vZ2xllmNvbS8&guce_referrer_sig=AQAAAHlQ4xoK3uRolaOdIQUYKNOftssZuuuhvLb-

[P_uleFPRHMxzwunBu3ukvJ6ftuab8Hb_oUCOroWGtG2DtvauPNIF3RZ5m82b2LdbztWILYmsIVzoNlur3O5bMctB9copTAXvfaomqVeilpUivH1_hBjQKiRMZCHaHGH13hNNZeE](https://techcrunch.com/2013/12/04/ticketland/?guccounter=1&guce_referrer=aHR0cHM6Ly93d3cuZ29vZ2xllmNvbS8&guce_referrer_sig=AQAAAHlQ4xoK3uRolaOdIQUYKNOftssZuuuhvLb-P_uleFPRHMxzwunBu3ukvJ6ftuab8Hb_oUCOroWGtG2DtvauPNIF3RZ5m82b2LdbztWILYmsIVzoNlur3O5bMctB9copTAXvfaomqVeilpUivH1_hBjQKiRMZCHaHGH13hNNZeE)

Pozostałe wątpliwości wynikające z kontekstu sprawy

Jedną z istotnych wątpliwości związanych z wyceną spółki Going sp. z o.o. pozostaje różnica pomiędzy określeniem wartości tej spółki przez Empik S.A. na potrzeby jej zakupu w roku 2018 i wyceną przygotowaną raptem 2 lata później. W tym okresie rzekoma wartość spółki miałyby wzrosnąć niemal 400%, z poziomu 7,4 mln zł do poziomu 26,7 mln zł, podczas gdy w analogicznym okresie strata wygenerowana przez spółkę powiększyła się o niemal 500% i wynosiła odpowiednio: -1 303 072,20 zł (2018), -2 943 510,50 zł (2019) i -6 412 648,90 zł (2020).

W wycenie zagadnienie to w ogóle pominięto. W żaden sposób nie uzasadniono, jakie miałyby być uzasadnienie dla zwiększenia wartości o niemal 400% w okresie 2 lat, jeżeli w tym samym okresie spółka – oprócz wskazanych powyżej strat netto – generowała:

- Ujemne wyniki na sprzedaży równe: -1 314 914,48 zł (2018), -3 494 268,77 zł (2019) i -7 131 611,31 zł (2020); łączny spadek o 540%,
- Straty z działalności operacyjnej przed amortyzacją równe: -1 050 940,78 zł (2018), -2 747 818,31 zł (2019) i -6 020 524,69 zł (2020); łączny spadek o 570%,
- Straty z działalności operacyjnej równe: -1 325 674,54 zł (2018), -2 913 695,58 zł (2019) i -6 412 201,33 zł (2020); łączny spadek o 480%.

Informacji o określeniu wartości spółki Going sp. z o.o. przez Empik s.a. dostarcza przy tym sam Empik s.a. Zgodnie ze Skonsolidowanym sprawozdaniem finansowym Grupy Empik S.A. za rok zakończony 31 grudnia 2019: „Grupa Empik poszerzyła swoją działalność o spółkę Going Sp. z o.o. Going sp. z o.o. został nabyty przez kontrolowaną przez Empik S.A. spółkę Empik Ventures Sp. z o.o. dnia 28 czerwca 2018 roku. Łączna cena 7 407 820,00 PLN zawiera cenę nabycia 3 876 892,00 PLN (cena zakupionych udziałów została oparta o wycenę rynkową), podwyższenie kapitału 2623108,00 PLN (zgodnie z postanowieniami Umowy z dnia 28 czerwca 2018 Empik Ventures w dniu 04 lipca 2018 dokonał podwyższenia kapitału Going sp. z o.o.) oraz wzajemną opcję wykupu 906 820,00 PLN. Wartość opcji odpowiada zdyskontowanej kwocie zgodnie z postanowieniami Umowy (szczegóły kalkulacji w nocie 31). Wartość firmy rozpoznana na akwizycji została ustalona na bazie różnicy pomiędzy konsolidowanymi aktywami netto spółki Going Sp. z o.o. a wartością odzyskiwalną tej spółki opartą o wycenę rynkową. W wyniku przeprowadzenia wyżej wymienionych transakcji Empik Ventures Sp. z o.o. nabył 100% udziałów w kapitale zakładowym Spółki Going Sp. z o.o.”

Podobnych wątpliwości dostarcza ponadto skonsolidowane sprawozdanie finansowe Grupy Empik S.A. za rok zakończony 31 grudnia 2020, w którym stwierdzono, iż: „w dniu 28 czerwca 2018 r. kontrolowana przez Empik S.A. spółka Empik Ventures Sp. z o.o. nabyła pakiet akcji

spółki Going Sp. z o.o. Równocześnie z udziałowcami mniejszościowymi spółki Going zawarta została umowa prawa do zbycia/nabycia (wzajemna opcja put/call) pozostałych udziałów spółki, za cenę odpowiadającą wartości sprzedaży Udziałów równą iloczynowi 20% Wartości Spółki. W dniu 21 grudnia 2020 została podpisana umowa zbycia udziałów oraz porozumienie zmieniające. Na mocy którego dokonano wykupu pozostałych udziałów oraz ustalono dodatkową cenę sprzedaży udziałów. Na dzień 31 grudnia 2020 r. zobowiązanie z tytułu opcji zostało oszacowane na bazie w/w założeń w oparciu o prognozowaną zdyskontowaną wartość spółki i odpowiada wartości 471 tys. PLN. Zobowiązanie jest traktowane jako długoterminowe”.

Abstrahując w tym miejscu od specyfiki wyceny opcji wg Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej, powyższa informacja implikuje wartość Going sp. z o.o. wyznaczoną na potrzeby sprawozdawcze przez Empik s.a. na poziomie znacznie odbiegającym od Wyceny.

13.3. Odstępstwa od standardów wyceny w wycenie spółki e-Muzyka S.A.

13.3.1. Podsumowanie założeń przyjętych w wycenie spółki e-Muzyka S.A.

Wycena spółki e-Muzyka S.A. została sporządzona na dzień 31.10.2020. Raport z wyceny datowany jest na dzień 27.11.2020. Zgodnie z treścią „Opisu przedmiotu wyceny” spółka e-Muzyka S.A. posiadała na moment wyceny właściciela większościowego, którym był Empik S.A., posiadający 80,2% udziałów. Przyjęto standard wartości Fair Market Value.

W Wycenie przyjęto, iż jej podstawę będzie stanowiło podejście rynkowe polegające na „bezpośrednim odniesieniu do cen rynkowych danego przedmiotu wyceny (np. do cen rynkowych akcji przy wycenie spółki)” (str. 58). W efekcie czego, w Wycenie bazowano na metodach: wartości rynkowej, średniej arytmetycznej cen z ostatnich 3 miesięcy, średniej ceny ważonej wolumenem z ostatnich 3 miesięcy oraz średniej ceny ważonej obrotem z ostatnich 3 miesięcy. Merytoryczny komentarz dotyczący możliwości oraz sposobu wykorzystania tych metod zawarto w kolejnych podrozdziałach.

Na poziomie deklaratywnym Wycena jest zgodna z Powszechnymi Krajowymi Zasadami Wyceny, choć nie odniesiono się w żaden sposób do faktu, iż zasady te nie uznają żadnej z zastosowanych w Wycenie metod.

W Wycenie wykorzystano dane pochodzące z Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Spółka e-Muzyka S.A. jest na niej notowana począwszy od 11.02.2008 roku. Zgodnie z treścią

„Opisu przedmiotu wyceny”, na dzień wyceny liczba akcji spółki wynosiła 7.516.666. W free float pozostawało 14,73% akcji.

W efekcie przeprowadzonych działań określono wartość 100% kapitału własnego spółki e-Muzyka S.A. na poziomie 29.085 tys. zł, co stanowi wypadkową wyników uzyskanych przy wykorzystaniu:

- wartości rynkowej (GPW): 26.909,7 tys. zł,
- metody średniej arytmetycznej cen z ostatnich 3 miesięcy: 28.440,6 tys. zł,
- metody średniej ceny ważonej wolumenem z ostatnich 3 miesięcy: 30.354,7 tys. zł,
- metody średniej ceny ważonej obrotem z ostatnich 3 miesięcy: 30.638,5 tys. zł.

13.3.2. Merytoryczny komentarz do wyceny przygotowanej przy wykorzystaniu metody rynkowej

Zagadnienie efektywności rynków kapitałowych jest tak kluczowe dla całego systemu finansowego, iż od początku lat 2010' było centralnym przedmiotem zainteresowania Komitetu Noblowskiego.

Zagadnienie to, jak mało które, zostało dogłębnie rozpoznane przez najlepszych specjalistów z zakresu finansów na świecie, a wytworzona wiedza daje niespotykane silne podstawy do prowadzenia analiz rynku kapitałowego.

Początek merytorycznego komentarza należy z całą stanowczością rozpocząć od cytatu z wystąpienia laureata Nagrody Banku Szwecji im. Alfreda Nobla (potocznie: Nagrody Nobla), prof. Roberta Shillera. Prawdopodobnie największego na świecie autorytetu w zakresie badań na efektywności rynku. R. Shiller, odbierając Nagrodę Nobla za „empiryczną analizę cen aktywów”¹⁵⁶, podsumował część ze swoich najważniejszych odkryć w sposób następujący: „Rewolucja związana z finansami behawioralnymi zdaje się mieć swoje początki w dowodach naukowych na nieefektywność rynku, który od początku wydawały się być znaczące. Gdy uznamy, że teoria efektywności rynków nie ma szczególnego prawa do pierwszeństwa w określaniu cen aktywów, możemy bardziej przychylnie spojrzeć na inne czynniki, aby zrozumieć wahania na cen rynkowych. Literatura dotycząca anomalii rynkowych rzeczywiście wskazuje na

¹⁵⁶ The Nobel Museum (2013). Robert J. Shiller. Facts. <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/2013/shiller/facts/>

pewne dziwne czynniki, które odgrywają istotną rolę [kształtującą ceny]. Benos i Johech (2013) wykazali, że patriotyzm wpływa na ceny akcji, w tym sensie, że akcje amerykańskich firm ze słowami „America(n)” lub „USA” w swoich nazwach uzyskują ponadprzeciętny zwrot w wysokości 6% rocznie w czasie wojny. Saunders (1993) odkrył, że pogoda w Nowym Jorku wpływa na ceny akcji. Jeśli takie prozaiczne rzeczy potrafią wpływać na ceny akcji, nie powinno być zaskoczeniem, że bardziej wiarygodne, ale niedopracowane teorie (o banku centralnym, polityce fiskalnej, cenach energii, przyszłości kapitalizmu itd.) mają również wpływ na ceny rynkowe. Większość inwestorów giełdowych nie przywiązuje dużej wagi do fundamentalnych wskaźników wartości. Możemy argumentować, że ich nieuwaga jest w pewnym sensie racjonalna, ponieważ zbieranie informacji wiąże się z kosztami. Christopher Sims opracował model racjonalnej nieuwagi (2003). Ale trudno uwierzyć, że ich nieuwaga jest systematyczna i przemyślana. Dominacja funduszy powierniczych, które pobierają opłaty, ale stale osiągają gorsze wyniki niż rynek, sama w sobie stanowi zagadkę dla efektywnej teorii rynków (Gruber 1996)”¹⁵⁷.

W powyższym cytacie, R. Shiller w sposób przystępny wskazuje, iż założenie o efektywności rynków kapitałowych jest – choć przez lata popularne – obecnie nieaktualne, a o cenach określonych na rynkach kapitałowych decydują najróżniejsze czynniki, które w żaden sposób nie korespondują z rzeczywistą wartością przedsiębiorstwa. Pozycja R. Shillera nie jest przy tym taka, iż rynki kapitałowe zawsze źle wyceniają notowane spółki. Wskazuje jednak, iż nie można a priori przyjmować, iż rynek we właściwy sposób determinuje wartość.

¹⁵⁷ Shiller, R. (2013). Speculative asset prices. <https://www.nobelprize.org/uploads/2018/06/shiller-lecture.pdf>. Ang. “The behavioral finance revolution seemed to take its beginnings from the evidence of market inefficiency that was by then starting to look significant. Once we acknowledge that the efficient markets theory has no special claim to priority for price determination, we can look more sympathetically to other factors to understand market fluctuations. The anomalies literature points indeed to some oddball factors as playing a role. Benos and Johech (2013) showed that patriotism affects stock prices, in that U.S. stocks with the words “America(n)” or “USA” in their names earn an abnormal return of 6% a year during wartime. Saunders (1993) found that the weather in New York affects stock prices. If such silly things as these affect stock prices, it should be no surprise if more plausible but half-baked theories (about the central bank, fiscal policy, energy prices, the future of capitalism, and on and on) would also affect market prices. Most stock market investors do not pay much attention to fundamental indicators of value. We might argue that their inattention is in some sense rational, since there is a cost to collecting information. Christopher Sims has devised a model of rational inattention (2003). But, it is hard to believe that their inattention is systematic and thoughtful. The dominance of mutual funds that charge fees but consistently underperform the market is itself a puzzle for efficient markets theory (Gruber 1996)”.

W praktyce powyższe oznacza, iż nie ma podstaw dla (a mówiąc ściślej – są silne podstawy przeciw) bezkrytycznego przyjęcia w wycenie jakiegokolwiek spółki wartości z rynku kapitałowego. Tym samym, wycena przeprowadzona na tej bazie – przynajmniej przyjmując za właściwy autorytet Komitet Noblowski – nie może być uznana za jedyne, rzetelne określenie wartości spółki.

Co więcej, w przypadku spółki e-Muzyka S.A. mamy do czynienia ze specyficzną sytuacją. Pierwszy element wymagający komentarza to sama giełda, na której spółka jest notowana. Pamiętać należy, iż założenia o efektywności rynku (finalnie kwestionowane) zostały wypracowane na giełdach amerykańskich, które są nieporównanie większe i bardziej płynne niż niewielkie giełdy lokalne (a takim rynkiem jest Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie z punktu widzenia globalnego rynku kapitałowego). Wątpliwości nie budzi więc fakt, iż różne rynki kapitałowe są w różnym stopniu podatne na nieefektywność. Badania empiryczne w odniesieniu bezpośrednio do Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) nie pozostawiają wątpliwości: „jest mało prawdopodobne, iż wschodzące rynki giełdowe będą w pełni efektywne informacyjnie, częściowo z powodu niskiej elastyczności instytucjonalnej, która ogranicza przepływ informacji na rynek, a częściowo z powodu braku doświadczonych uczestników rynku, którzy mogliby szybko uwzględnić nowe informacje w swoich wycenach papierów wartościowych”¹⁵⁸.

W praktyce powyższe oznacza, iż nie ma podstaw do przyjęcia wyników wyceny opartej na notowaniach giełdowych ze względu na nieefektywność rynków kapitałowych, w tym przede wszystkim niewielkich rynków lokalnych, na których założenia o braku efektywności są jeszcze silniejsze.

Co więcej, spółka e-Muzyka S.A. nie jest nawet notowana na rynku głównym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, ale na rynku alternatywnym – NewConnect. Inaczej mówiąc – GPW posiada dwa podstawowe rynki dostępne dla przedsiębiorstw – rynek główny i rynek alternatywny o ograniczonych obowiązkach ewidencyjnych, przeznaczony często dla spółek młodych i niewielkich¹⁵⁹. Spółka e-Muzyka S.A. notowana jest na tym drugim. Zagadnienie to, podobnie jak powyższe jest niezwykle istotne, gdyż w świetle najnowszych badań

¹⁵⁸ Wheeler, F., Neale, B., Kowalski, T., Letza, S. (2002). The efficiency of the Warsaw Stock Exchange: the first few years 1991-1996. *Economics and Business Review*, 2(2): 37-56.

¹⁵⁹ NewConnect (2020). <https://newconnect.pl>

empirycznych nieefektywność rynków alternatywnych jest znacząco większa niż rynków głównych: „przeprowadzone analizy wykorzystujące narzędzia wnioskowania statystycznego oraz ekonometrii wykazały, że na rynku NewConnect występują zachowania i anomalie charakterystyczne dla rynków nieefektywnych, czego konsekwencją jest możliwość osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotów z inwestycji w spółki na nim notowane”¹⁶⁰.

W praktyce powyższe oznacza, iż nie ma podstaw do przyjęcia wyników wyceny opartej na notowaniach giełdowych ze względu na nieefektywność rynków kapitałowych, w tym przede wszystkim niewielkich rynków lokalnych, ze szczególnym uwzględnieniem alternatywnych systemów obrotu, na których założenia o braku efektywności są jeszcze silniejsze.

Kolejnym zagadnieniem jest ograniczona płynność obrotu akcjami e-Muzyka S.A. Zagadnienie to należy uznać za jedno z kluczowych ze względu na fakt, iż wyłącznie walory o wysokim poziomie płynności mogą być wyceniane przy wykorzystaniu podejścia bazującego na kursach akcji. Badania empiryczne nie pozostawiają w tym względzie wątpliwości: „w literaturze prawniczej panuje ogólna zgoda, że nie płynne rynki są podatne na manipulacje. (...) Brak płynności stanowi strukturalny problem rynku, a rynki o nie płynności są ogólnie uważane za rynki nieefektywne”¹⁶¹.

Co więcej, na moment wyceny akcje w wolnym obrocie (tzw. free float) stanowiły nie więcej niż 14,73% wszystkich akcji. Uwzględniając fakt, iż udziałowcem większościowym pozostawał Empik s.a., a dwoje akcjonariuszy (Jacek Wolski i Piotr Czernek) posiadali po ok 5% akcji, akcjonariusze mniejszościowi posiadali nie więcej niż 9,7% wszystkich akcji i to właśnie ta ograniczona pula stanowiła przedmiot sporadycznego obrotu (spośród 364 spółek notowanych na NewConnect, spółka e-Muzyka zajmowała 255 miejsce pod względem wartości obrotów jej akcji). Oznacza to, iż o wartości spółki przesądzały w większości transakcje kupna/sprzedaży

¹⁶⁰ Mścibrodzka, M. (2020). Zachowania i anomalie na rynku NewConnect. Wydawnictwo Uniwersytetu Wrocławskiego: Wrocław.

¹⁶¹ Tountopoulos, V. (2018). Manipulation in Illiquid Markets – A Tale of Inefficiency? *European Company and Financial Law Review*, vol. 14, no. 3, 2017, pp. 458-489. <https://doi.org/10.1515/ecfr-2017-0024>. Ang. “There is a general consensus in the legal literature that illiquid markets are prone to manipulation (...). Illiquidity constitutes a structural problem of the market, and illiquid markets are generally considered inefficient markets”.

akcji dokonywane przez wąską grupę udziałowców nieposiadających żadnych prerogatyw kontroli¹⁶² nad spółką i nieposiadających żadnej wiedzy wewnętrznej o jej działalności.

Nadto, ta wąska grupa udziałowców, nieposiadających żadnych prerogatyw kontroli nie zawierała w sobie żadnych inwestorów profesjonalnych. Zagadnienie to również należy do kluczowych. Jeżeli w gronie inwestorów kupujących/sprzedających akcje danego przedsiębiorstwa znajdują się podmioty profesjonalne (banki inwestycyjne, fundusze inwestycyjne itp.), to ceny akcji są pochodną wycen dokonywanych przez profesjonalnych analityków giełdowych. W przypadku, w którym w gronie osób zawierających transakcje kupna/sprzedaży znajdują się wyłącznie osoby prywatne, wypracowany konsensus rynkowy stanowi odzwierciedlenie ich osądu wartości przedsiębiorstwa. Oznacza to, iż w takiej sytuacji wycena nie odbywa się z udziałem podmiotów profesjonalnie się tą wyceną zajmujących.

W sytuacji wyceny spółki e-Muzyka S.A. należy więc odrzucić wycenę na bazie notowań cen akcji ze względu na: (1) generalną i popartą stanowiskiem Komitetu Noblowskiego, nieefektywność rynków kapitałowych, ponadto (2) notowanie spółki akurat na niewielkim kapitałowym rynku lokalnym, który charakteryzuje się jeszcze większym brakiem efektywności niż rynki duże, np. amerykańskie, do tego (3) notowaniem nawet nie tyle na samym niewielkim rynku lokalnym, co na rynku alternatywnym prowadzonym w ramach tego niewielkiego rynku

¹⁶² Pratt, S. (2009). Business Valuation. Discount and Premiums. Wiley: New Jersey. Prerogatywy kontroli: decydowanie o rejestracji akcji w publicznym obrocie (ang. Register the stock with the Securities and Exchange Commission for a public offering), zakup akcji własnych bądź nowa emisja (ang. Repurchase outstanding stock or issue new shares), zmiana struktury kapitału (ang. Change the capital structure), sprzedaż udziałów kontrolujące w spółce z bądź bez udziału udziałowców mniejszościowych (ang. Sell a controlling interest in the company with or without participation by minority shareholders), określenie polityki rozwoju uwzględniającej zmiany w profilu prowadzonego biznesu (ang. Determine policy, including changing the direction of the business), decydowanie o poziomie wynagrodzeń dla dyrektorów i pracowników (ang. Decide on levels of compensation for officers, directors, and employees), decydowanie o partnerach biznesowych oraz o tym z kim podpisywać wiążące kontrakty, w tym kontrakty z podmiotami powiązаныmi (ang. Decide with whom to do business and enter into binding contracts, including contracts with related parties), decydowanie o wypłacie i wysokości dywidend (ang. Decide whether to pay dividends and, if so, how much), dokonanie przejęcia bądź dezinwestycja w spółkach powiązanych (ang. Make acquisitions or divest subsidiaries or divisions), zakup, sprzedaż, bądź ustanowienie zastawu na aktywach spółki (ang. Buy, sell, or hypothecate any or all company assets), decydowanie o nakładach inwestycyjnych (ang. Determine capital expenditures), zmienić statut spółki (ang. Amend the articles of incorporation or bylaws), wyznaczenie dyrektorów (ang. Select directors, officers, and employees), zablokowanie któregokolwiek z powyższych (ang. Block any of the above).

lokalnego, który charakteryzuje się jeszcze większą nieefektywnością. Nadto, wycenie poddano spółkę, która na rynku alternatywnym prowadzonym w ramach niewielkiego rynku lokalnego, ma bardzo niską płynność i z tej przyczyny należy – zgodnie z badaniami naukowymi – do grona spółek szczególnie podatnych na nieefektywność i manipulacje. Finalnie zaś, wyceniając tę niepłynną spółkę notowaną na rynku alternatywnym prowadzonym w ramach niewielkiego rynku lokalnego, oparto się na konsensusie rynkowym wypracowanym bez udziału podmiotów profesjonalnych przez grupę osób nieposiadających żadnych prerogatyw kontroli nad spółką.

Profesjonalny osąd wskazuje więc na bezwzględnie przesądzającą liczbę przesłanek braku możliwości wykorzystania podejścia opartego na kursach akcji.

Pozostałe wątpliwości wynikające z kontekstu sprawy

W kontekście powyższych informacji warto dodatkowo wskazać na analizę wolumenu obrotu, liczby transakcji, a także wartości obrotu spółki e-Muzyka S.A. poczynwszy od początku stycznia 2016 roku do dnia wyceny. Na 1208 dni notowań aż w przypadku 594 dni nie odnotowywano żadnej aktywności.

Ponadto warto wskazać na art. 80 ust. 2. Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, że: „stanowisko zarządu spółki, oparte na informacjach podanych przez podmiot obowiązany do ogłoszenia wezwania w treści tego wezwania, zawiera w szczególności opinię dotyczącą wpływu wezwania na interes spółki, w tym zatrudnienie w spółce, strategicznych planów tego podmiotu wobec spółki i ich prawdopodobnego wpływu na zatrudnienie w spółce oraz na lokalizację prowadzenia jej działalności, jak również stwierdzenie, czy zdaniem zarządu cena proponowana w wezwaniu odpowiada wartości godziwej spółki, przy czym dotychczasowe notowania na rynku regulowanym nie mogą być jedynym miernikiem tej wartości”.

Powyższe jest zbieżne z faktem, że **w wezwaniu na sprzedaż akcji spółki e-Muzyka nie złożono żadnego zapisu**, o czym 22 lutego 2021 r. poinformował pośredniczący w wezwaniu Trigon Dom Maklerski (zapisy rozpoczęły się 19 stycznia i zakończyły 18 lutego 2021 r.). W tym kontekście warto zwrócić uwagę, że zgodnie z raportem firmy doradczej KPMG na temat wezwań do sprzedaży akcji spółek obecnych na GPW za lata 2018-2019, „około 10% ponad minimalną cenę wynikającą z przepisów prawa średnio rzecz biorąc wystarczyło, by zachęcić posiadaczy akcji do ich sprzedaży podczas wezwania”. Bardziej „zdeterminowani wydają się być inwestorzy branżowi – w latach 2010-2019 oferowali oni średnio premię wysokości 17% powyżej ceny minimalnej, wynikającej z przepisów prawa. Średnia premia od inwestorów

finansowych za ten sam okres wyniosła zaś 14%”. Należy mieć przy tym na względzie, że uwzględniony w badaniu okres obejmował pandemię, a samo zagadnienie ma złożony kontekst. Warto chociażby dodać, że „historycznie podnoszenie ceny już w trakcie wezwania okazywało się dla wzywającego bardziej kosztowne niż wysoka premia od razu na starcie. W całym okresie lat 2010-2019 wystarczyło bowiem zaproponować 15% premii już na początku, by zakończyć wezwanie sukcesem. Niska cena początkowa i późniejsze przebicie kończyło się koniecznością wypłaty premii na poziomie średnio 19%”¹⁶³.

Konkludując wszystkie powyższe rozważania można stwierdzić, iż fakt uzyskania wkładu niepieniężnego w postaci 50.000 udziałów w spółce Empik Ventures sp. z o.o. (pośrednio Going sp. z o.o.) na drodze podwyższenia kapitału spółki e-Muzyka S.A. był prawdopodobnie nieracjonalny z punktu widzenia niezetelności wycen e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.

Do konkluzji tej doprowadziła powyższa analiza, która wskazuje, iż wyceny Going sp. z o.o. oraz e-Muzyka S.A. zawierają odstępstwa od standardów wyceny polegające na wyborze niewłaściwego rodzaju wyceny oraz niewłaściwego standardu wartości. Ponadto, w przypadku Going sp. z o.o. błędnie wykorzystano metodę symulacji Monte Carlo, zastosowano niedopuszczalne uproszczenie w zakresie poprawy wyników i sytuacji finansowej spółki w czasie, przyjęto wątpliwie założenia statystyczne, zastosowano niedopuszczalne uproszczenia w zakresie założeń ekonomicznych a także podwójnie naliczono ryzyko. Wykorzystując zaś metodę mnożników rynkowych dobrano spółki z grupy porównywalnej, które są nieporównywalne z Going sp. z o.o. oraz wykorzystano niewłaściwy mnożnik. W przypadku e-Muzyka S.A. błędnie zastosowano metodę rynkową pomijając (1) generalną i popartą stanowiskiem Komitetu Noblowskiego, nieefektywność rynków kapitałowych, ponadto (2) notowanie spółki akurat na niewielkim kapitałowym rynku lokalnym, który charakteryzuje się jeszcze większym brakiem efektywności niż rynki duże, do tego (3) notowaniem nawet nie tyle na samym niewielkim rynku lokalnym, co na rynku alternatywnym prowadzonym w ramach tego niewielkiego rynku lokalnego, który charakteryzuje się jeszcze większą nieefektywnością.

Wniosek został sformułowany na bazie całości dostępnego materiału źródłowego.

¹⁶³ TIM (2020). Wezwania do sprzedaży akcji. Czy można na nich zarobić? <https://www.timsa.pl/wezwania-do-sprzedazy-akcji-czy-mozna-na-nich-zarobic/>

14. Analiza prawidłowości parytetu wymiany udziałów spółki Empik Ventures sp. z o.o. na akcje spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31.10.2020 r.

W niniejszym rozdziale przeanalizowano prawidłowość parytetu wymiany udziałów spółki Empik Ventures sp. z o.o. na akcje spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31.10.2020 r. oraz ustalono czy występują nieprawidłowości w zakresie ww. parytetu, a jeżeli tak to w jakim zakresie. W rozdziale tym nie analizowano rzetelności wycen spółek e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o. Jest tak dlatego, że zagadnieniu rzetelności Wycen został poświęcony rozdział 13 niniejszego Sprawozdania, tj. Analiza rzetelności wyceny wartości spółki Going sp. z o.o. na dzień 31.10.2020 r. oraz spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31.10.2020 r. Oba rozdziały powinny być odczytywane łącznie.

Badanie wskazuje, iż parytetu wymiany udziałów spółki Empik Ventures sp. z o.o. na akcje spółki e-Muzyka S.A. ustalony był nieprawidłowo.

14.1. Błędy w wycenie Empik Ventures sp. z o.o. a prawidłowość parytetu

Do wycen e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o. szczegółowo odniesiono się w poprzednim rozdziale. W niniejszym rozdziale rozważania te zostaną uzupełnione o komentarz do Sprawozdania z wyceny Empik Ventures sp. z o.o. na dzień 31 października 2020 r. (dokument datowany na 27.11.2020 r.). Należy przy tym jednoznacznie zaznaczyć, iż w praktyce prawidłowy parytet wymiany udziałów spółki Empik Ventures sp. z o.o. na akcje spółki e-Muzyka S.A. może być ustalony wyłącznie na bazie wolnych od błędów wycen wszystkich badanych podmiotów. Stąd, biorąc pod uwagę konkluzje zaprezentowane w poprzednim rozdziale, parytet już w tym miejscu należy uznać za nieprawidłowy ze względu na nierzetelne wyceny e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o. Poniższa analiza dotycząca wyceny Empik Ventures sp. z o.o. – ze względu na zidentyfikowane błędy – sprawia, że konkluzja ta jest tym bardziej właściwa.

Jednocześnie podkreślić należy, iż celem niniejszego rozdziału nie jest wyznaczenie właściwego parytetu. Parytet taki może zostać wyznaczony wyłącznie na bazie pełnych wycen wszystkich analizowanych przedsiębiorstw. W tym miejscu prowadzenie takich wycen byłoby niezasadne, gdyż nie jest wymagane do wydania opinii w przedmiocie prawidłowości badanego parytetu.

W wycenie Empik Ventures Sp. z o.o. znajdują się dodatkowe – względem „Sprawozdania z wyceny Spółki Going Sp. z o.o. na dzień 31 października 2020 r.” – informacje, które są kluczowe z punktu widzenia oceny parytetu wymiany udziałów na akcje w ramach Transakcji.

14.2. Niewłaściwe założenie w zakresie potraktowania pożyczki jako elementu kapitału

Wycena spółki Empik Ventures sp. z o.o. została przeprowadzona w wycenie Ground Frost przy wykorzystaniu metody skorygowanych aktywów netto (SAN), rozpoznawanej przez PKZW jako jedna z metod majątkowych¹⁶⁴. Metoda SAN jest właściwa dla wyceny spółek o charakterze holdingowym, tym samym jest właściwa dla spółki Empik Ventures sp. z o.o.

Zgodnie z zapisami Sprawozdania z wyceny Empik Ventures sp. z o.o. wartość zobowiązań spółki Empik Ventures sp. z o.o. „przyjęto na poziomie 0, ze względu na potraktowanie pożyczki od udziałowca jako elementu kapitału”, co należy – na gruncie przedstawionych informacji – uznać za założenie niewłaściwe.

Przyjęte w wycenie założenie zostało wyjaśnione w następujący sposób: „spółka na dzień wyceny posiada zobowiązania bilansowe oprocentowane na kwotę 2.005 tys. PLN. Zobowiązania te wynikają z pożyczki udzielonej Spółce Empik Ventures przez jej jedyne go udziałowca – Empik SA. Z tego względu oraz zgodnie z informacjami uzyskanymi od zamawiającego, zobowiązanie to potraktowane zostało jako ekwiwalent kapitału – w przypadku zajęcia hipotetycznej transakcji udziałami Spółki – zobowiązanie to byłoby częścią rozliczenia ze sprzedającym na takich samych zasadach jak kapitał”.

Przyjęte założenie prowadzi do przeszacowania liczby akcji e-Muzyka S.A. w ramach emisji akcji serii F, co odzwierciedlają następujące zależności:

- przyjęcie w wycenie spółki Empik Ventures sp. z o.o. zobowiązań na zerowym poziomie ze względu na potraktowanie pożyczki od udziałowca jako elementu kapitału doprowadziło do zawyżenia wartości 100% kapitału własnego spółki Empik Ventures sp. z o.o.,
- zawyżenie wartości 100% kapitału własnego spółki Empik Ventures sp. z o.o. doprowadziło do zawyżenia parytetu wymiany „akcji E-Muzyka za 1 udział Empik Ventures” określonego w wyciągu Sprawozdania w wysokości 132,862898,

¹⁶⁴ Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych (2011). Powszechne Krajowe Zasady Wyceny – Ogólne Zasady Wyceny Przedsiębiorstw. Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych: Warszawa. <https://pfsrm.pl/storage/download/1432>

- zawyżenie parytetu wymiany doprowadziło do przeszacowania liczby akcji spółki e-Muzyka S.A. w zamian za 100% kapitału, tj. 50 tys. udziałów spółki Empik Ventures Sp. z o.o.

Istotą dla zrozumienia błędu poczynionego w wycenie jest fakt, że spółka e-Muzyka S.A. „otrzymała” udziały spółki Empik Ventures sp. z o.o. za liczbę akcji zgodnie z wyceną jak gdyby spółka Empik Ventures sp. z o.o. pożyczki nie posiadała, podczas gdy w rzeczywistości otrzymała udziały spółki obciążonej pożyczką. Innymi słowy, spółka e-Muzyka S.A. wyemitowała – na swoją niekorzyść – za dużo akcji, otrzymując w zamian udziały w spółce Empik Ventures sp. z o.o., która będzie musiała w przyszłości spłacić kwotę pożyczki wraz z odsetkami na rzecz spółki Empik S.A., obniżając w ten sposób wielkość środków pieniężnych w dyspozycji, a także podnosząc ryzyko finansowe grupy kapitałowej e-Muzyka.

Odnosząc się do zapisu, że „w przypadku zajścia hipotetycznej transakcji udziałami Spółki – zobowiązanie to byłoby częścią rozliczenia ze sprzedającym na takich samych zasadach jak kapitał”, należy stwierdzić, że nie może on znaleźć zastosowania dla przeprowadzonej wyceny.

Należy zauważyć, że w przypadku, gdyby hipotetyczny kupiec zamierzał kupić spółkę Empik Ventures sp. z o.o. od spółki Empik S.A., która jest jej właścicielem, miałby – wskutek ewentualnych uzgodnień ze sprzedającym – dwie możliwości rozliczenia. Pierwsza możliwość rozliczenia polegałaby na tym, że kupujący zapłaciłby na rzecz Empik S.A. określoną wartość za 100% kapitału własnego spółki Empik Ventures sp. z o.o. obciążonej pożyczką, a w przyszłości spółka kupującego zapłaciłaby zobowiązanie pieniężne z tytułu zaciągniętej pożyczki. Tym samym, spółka hipotetycznego kupca dysponowałaby mniejszą ilością gotówki, która mogłaby być zainwestowana celem dalszego rozwoju spółki lub wypłacona właścicielowi w formie dywidendy. Druga możliwość rozliczenia polegałaby na tym, że kupujący zapłaciłby od razu w ramach transakcji na rzecz spółki Empik S.A. wartość spółki powiększoną o wartość zobowiązań w zamian za „zlikwidowanie” pożyczki.

Spółka e-Muzyka S.A. „zapłaciła” wartość spółki powiększoną o wartość zobowiązań, tzn. jak gdyby spółka Empik Ventures sp. z o.o. nie posiadała pożyczki, „otrzymując” udziały w spółce, która ciągle jest zobligowana do spłaty pożyczki.

Chociaż w raporcie mowa jest tylko o hipotetycznej transakcji udziałami, co samo w sobie powinno być wystarczające dla właściwego rozstrzygnięcia rozważanej kwestii, warto przywołać zapisy ze sprawozdań finansowych spółki Empik S.A. oraz Empik Ventures sp. z o.o. w odniesieniu do 31.12.2020 r. oraz 31.03.2021 r.

W dodatkowych informacjach i objaśnieniach do sprawozdania finansowego spółki Empik S.A. za 2020 r. jest informacja, że „główne ryzyko kredytowe występuje w odniesieniu do umów pożyczek udzielonych spółce Empik Ventures Sp. z o.o. Pożyczka udzielona Mole Mole Spółka z o.o.¹⁶⁵ wygasła w drodze konfuzji będącej następstwem aportu i na dzień bilansowy nie ma już związanego z nią ryzyka kredytowego”, co świadczy o tym, że na dzień 31.12. 2020 r. spółka Empik Ventures Sp. z o.o. była obciążona pożyczką.

W dodatkowych informacjach i objaśnieniach do sprawozdania finansowego Empik Ventures sp. z o.o. za 2020 r. jest zawarta informacja, że na długoterminowe zobowiązania finansowe składa się w całości pożyczka od spółki Empik S.A. w wysokości 2 000 000,00 zł o terminie spłaty przypadającym na 31.12.2022 r.

W raporcie kwartalnym e-Muzyka S.A. za I kwartał 2021 r. w części skonsolidowane sprawozdanie finansowe grupy kapitałowej e-Muzyka S.A. można znaleźć informację o zobowiązaniach długoterminowych wobec jednostek powiązanych w wysokości 2 000 000,00 zł. Jednocześnie, w tym samym dokumencie, w części jednostkowe sprawozdanie finansowe e-Muzyka S.A. zobowiązania długoterminowe wobec jednostek powiązanych, jak i pozycja nadrzędna – zobowiązania długoterminowe – figurują w zerowej kwocie. Informacje te jednoznacznie wskazują, że na 31.03.2021 r., tj. po dniu 18 stycznia 2021 r., kiedy Empik S.A. i e-Muzyka S.A. zawarły umowę objęcia akcji („Umowa Objęcia Akcji”), na mocy której Empik objął akcje serii F, spółka Empik Ventures sp. z o.o. była spółką obciążoną pożyczką od spółki Empik S.A. Tym samym, obliczenie parytetu nieuwzględniającego tej pożyczki jest niewłaściwe.

Gwoli uzupełnienia należy zauważyć, że we wspomnianym sprawozdaniu kwartalnym w części jednostkowe sprawozdanie finansowe, jedyną inwestycją długoterminową była inwestycja w kwocie 25 705 759,00 zł, odpowiadająca dokonanej wycenie spółki Empik Ventures sp. z o.o.

¹⁶⁵ „Zmiana stanu pożyczek wynika z faktu, że Spółka objęła nowoutworzone udziały w kapitale Spółki Mole Mole i pokryła je wkładem niepieniężnym w postaci wierzytelności pieniężnych z tytułu pożyczek.” (dodatkowe informacje i objaśnienia do sprawozdania finansowego EMPIK S.A. za 2020 r.)

14.3. Pozostałe wątpliwości

Jak wskazano w dodatkowych informacjach i objaśnieniach do sprawozdania finansowego spółki Empik Ventures sp. z o.o. za 2020 r. „Spółka Empik Ventures Sp. z o.o. w dniu 21.12.2020 zakupiła od Założycieli spółki powiązanej Going Sp. z o.o. tj. Macieja Gastroła, Anny Marii Żurek oraz Piotra Linki 88 (osiemdziesiąt osiem) Udziałów o wartości nominalnej 50,00 zł (pięćdziesiąt) stanowiące pozostałe 10% udziałów i łączną Podstawową Cenę Sprzedaży 500 000 zł (pięćset tysięcy złotych)”. Podniosło to wartość księgową inwestycji długoterminowych w spółkę Going sp. z o.o. z 6 500 000,00 zł do 7 000 000,00 zł.

Wycena sporządzona na dzień 31.10.2020 r. dotyczyła zdarzeń, które miały nastąpić w niedalekiej przyszłości. Jak wskazano w wyciągu z Sprawozdania z wyceny „na dzień wyceny Spółka Empik Ventures Sp z o. o. jest właścicielem 90% udziałów w Spółce Going Sp. z o. o.” W tym samym wyciągu wartość spółki Empik Ventures sp. z o.o. na dzień 31.10.2020 r. określona została przy uwzględnieniu dodatkowych 10% udziałów spółki Going Sp. z o.o., tj. łącznie 100% udziałów. Właśnie do tak ustalonej wartości odnosi się w swojej opinii biegły rewident.

Mając na uwadze powyższe, wycena Empik Ventures sp. z o.o. metodą skorygowanych aktywów netto może być oparta na składnikach bilansowych na dzień 31.12.2020 r. uwzględniających wspomnianą wcześniej okoliczność, tj. że „Spółka Empik Ventures Sp. z o.o. w dniu 21.12.2020 zakupiła od Założycieli spółki powiązanej Going Sp. z o.o. tj. Macieja Gastroła, Anny Marii Żurek oraz Piotra Linki 88 (osiemdziesiąt osiem) Udziałów o wartości nominalnej 50,00 zł (pięćdziesiąt) stanowiące pozostałe 10% udziałów i łączną Podstawową Cenę Sprzedaży 500 000 zł (pięćset tysięcy złotych)”.

Konkludując wszystkie powyższe rozważania można stwierdzić, iż fakt uzyskania wkładu niepieniężnego w postaci 50.000 udziałów w spółce Empik Ventures sp. z o.o. (pośrednio Going sp. z o.o.) na drodze podwyższenia kapitału spółki e-Muzyka S.A. był nieracjonalny z punktu widzenia nieprawidłowości parytetu wymiany udziałów spółki Empik Ventures sp. z o.o. na akcje spółki e-Muzyka S.A.

Do konkluzji tej doprowadziła analiza zaprezentowana w tym i poprzednim rozdziale, która wskazuje, iż wyceny Going sp. z o.o., e-Muzyka S.A. oraz Empik Ventures sp. z o.o. zawierają istotne błędy. Podkreślić należy, iż prawidłowy parytetu wymiany udziałów spółki Empik Ventures sp. z o.o. na akcje spółki e-Muzyka S.A. może być ustalony wyłącznie na bazie wolnych od błędów wycen wszystkich badanych podmiotów. Bazowanie na nieprawidłowych wycenach sprawia automatycznie, że ustalony parytet jest również nieprawidłowy. Wniosek został sformułowany na bazie całości dostępnego materiału źródłowego.

15. Analiza działań podjętych po dacie wyceny

W niniejszym rozdziale przeanalizowano działania podjęte po dacie wyceny, w szczególności rzetelność i terminowość raportowania finansowego dla spółek Going sp. z o.o. i e-Muzyka S.A., w świetle obowiązujących wymagań prawnych. W celu kompleksowego zaprezentowania działań przeanalizowano wszystkie dostępne źródła informacji. Sformułowane wnioski są jednak ograniczone przez ograniczony zakres udostępnionej informacji.

Badanie wskazuje, iż działania podjęte po dacie wyceny nie dają się jednoznacznie ocenić z punktu widzenia interesu Spółki.

15.1. Analiza rzetelności i terminowości raportowania finansowego

W okresie następującym po dacie wyceny spółka e-Muzyka S.A. złożyła w systemie ekrs¹⁶⁶ następujące dokumenty dla okresu od 01.01.2021 do 31.12.2021:

- Uchwałę lub postanowienie o zatwierdzeniu rocznego sprawozdania finansowego,
- Uchwałę o podziale zysku bądź pokryciu straty,
- Opinię biegłego rewidenta/sprawozdanie z badania rocznego sprawozdania finansowego,
- Sprawozdanie z działalności,
- Roczne sprawozdanie finansowe,
- Opinię biegłego rewidenta/sprawozdanie z badania skonsolidowanego rocznego sprawozdania finansowego grupy kapitałowej,
- Uchwałę lub postanowienie o zatwierdzeniu skonsolidowanego rocznego sprawozdania finansowego,
- Sprawozdanie z działalności jednostki dominującej oraz sprawozdanie z działalności grupy kapitałowej,
- Skonsolidowane roczne sprawozdanie finansowe.

Roczne sprawozdanie finansowe zostało złożone w dniu 12.07.2022, co oznacza, iż zachowana została należyta terminowość. Na moment sporządzenia niniejszego Sprawozdania Spółka nie złożyła jeszcze w systemie ekrs żadnej dokumentacji za okres od 01.01.2022 do 31.12.2022, co jednak – na moment sporządzenia niniejszego Sprawozdania – nie świadczy o nieterminowości raportowania finansowego.

¹⁶⁶ <https://ekrs.ms.gov.pl>

Rzetelność informacji zawartych w powyższej dokumentacji – w zakresie badanym przez biegłych rewidentów – została poświadczona w „Sprawozdaniu niezależnego biegłego rewidenta z badania rocznego sprawozdania finansowego e - Muzyka Spółka Akcyjna za rok obrotowy od 1.01.2021 r. do 31.12.2021 r.”, w którym wskazano, iż sprawozdanie finansowe:

- przedstawia rzetelny i jasny obraz sytuacji majątkowej i finansowej Spółki na dzień 31.12.2021 r. oraz jej wyniku finansowego i przepływów pieniężnych za rok obrotowy zakończony w tym dniu zgodnie z mającymi zastosowanie przepisami ustawy z dn. 29 września 1994 r. o rachunkowości („Ustawa o rachunkowości” - Dz. U. z 2021 r., poz. 217 z późn. zm.) oraz przyjętymi zasadami (polityką) rachunkowości,
- jest zgodne co do formy i treści z obowiązującymi Spółkę przepisami prawa oraz statutem Spółki,
- zostało sporządzone na podstawie prawidłowo prowadzonych ksiąg rachunkowych zgodnie z przepisami rozdziału 2 Ustawy o rachunkowości.

Ponadto, w „Sprawozdaniu niezależnego biegłego rewidenta z badania rocznego skonsolidowanego sprawozdania finansowego grupy kapitałowej e - Muzyka Spółka Akcyjna za rok obrotowy od 1.01.2021 r. do 31.12.2021 r.”, w odniesieniu do sprawozdania grupy kapitałowej stwierdzono, że sprawozdanie finansowe:

- przedstawia rzetelny i jasny obraz skonsolidowanej sytuacji majątkowej i finansowej Grupy na dzień 31.12.2021 r. oraz jej skonsolidowanego wyniku finansowego i skonsolidowanych przepływów pieniężnych za rok obrotowy zakończony w tym dniu zgodnie z przepisami ustawy z dn. 29 września 1994 r. o rachunkowości („Ustawa o rachunkowości” - Dz. U. z 2021 r. poz. 217) oraz przyjętymi zasadami (polityką) rachunkowości,
- jest zgodne co do formy i treści z obowiązującymi Grupę przepisami prawa oraz statutem Jednostki dominującej.

W okresie następującym po dacie wyceny spółka Going sp. z o.o. złożyła w systemie ekrs¹⁶⁷ następujące dokumenty dla okresu od 01.01.2021 do 31.12.2021:

- Roczne sprawozdanie finansowe,
- Opinię biegłego rewidenta/sprawozdanie z badania rocznego sprawozdania finansowego,

¹⁶⁷ <https://ekrs.ms.gov.pl>

- Sprawozdanie z działalności,
- Uchwałę lub postanowienie o zatwierdzeniu rocznego sprawozdania finansowego,
- Uchwałę o podziale zysku bądź pokryciu straty.

Roczne sprawozdanie finansowe zostało złożone w dniu 01.06.2022, co oznacza, iż zachowana została należyta terminowość. Na moment sporządzenia niniejszego Sprawozdania spółka Going sp. z o.o. nie złożyła jeszcze w systemie ekrs żadnej dokumentacji za okres od 01.01.2022 do 31.12.2022, co jednak – na moment sporządzenia niniejszego Sprawozdania – nie świadczy o nieterminowości raportowania finansowego.

Rzetelność informacji zawartych w powyższej dokumentacji – w zakresie badanym przez biegłych rewidentów – została poświadczona w „Sprawozdaniu niezależnego biegłego rewidenta z badania rocznego sprawozdania finansowego Going spółka z ograniczoną odpowiedzialnością za rok obrotowy od 1.01.2021 r. do 31.12.2021 r.”, w którym wskazano, iż sprawozdanie finansowe:

- przedstawia rzetelny i jasny obraz sytuacji majątkowej i finansowej Spółki na dzień 31.12.2021 r. oraz jej wyniku finansowego i przepływów pieniężnych za rok obrotowy zakończony w tym dniu zgodnie z mającymi zastosowanie przepisami ustawy z dn. 29 września 1994 r. o rachunkowości („Ustawa o rachunkowości” - Dz. U. z 2021 r., poz. 217 z późn. zm.) oraz przyjętymi zasadami (polityką) rachunkowości,
- jest zgodne co do formy i treści z obowiązującymi Spółkę przepisami prawa oraz umową Spółki,
- zostało sporządzone na podstawie prawidłowo prowadzonych ksiąg rachunkowych zgodnie z przepisami rozdziału 2 Ustawy o rachunkowości.

15.2. Analiza komunikacji działań prowadzonych przez spółkę e-Muzyka S.A. Kolejnym elementem analizy była próba określenia działań realizowanych po dacie wyceny na bazie komunikacji prowadzonej przez badane podmioty, w tym przede wszystkim e-Muzyka S.A. W ramach przeprowadzonych prac – w celu zachowania najwyższego poziomu staranności – przeanalizowano nie tylko sprawozdania zarządu i sprawozdania finansowe, ale również publicznie dostępne źródło informacji w postaci komunikatów EBI i ESPI generowanych przez e-Muzyka S.A. Zadanie to wykonano ze względu na to, iż komunikaty te są naturalnym kanałem komunikacyjnym wykorzystywanym przez spółki publiczne do przekazywania istotnych informacji swoim akcjonariuszom. W przypadku spółki e-Muzyka S.A. było to szczególnie zasadne ze względu na publikację oświadczenia o przestrzeganiu zasad „Dobrych praktyk spółek notowanych na NewConnect”, w którym wskazano, iż „spółka zapewnia efektywny dostęp do informacji niezbędnych do oceny sytuacji i perspektyw spółki oraz sposobu jej

funkcjonowania”. W szczególności, za informacje takie można uznać wszelkie informacje o działaniach prowadzonych w związku z przeprowadzeniem Transakcji.

Poniżej zaprezentowano adekwatne fragmenty z rocznych sprawozdań z działalności (za rok 2021), a także rocznych (2021) i kwartalnych (2021-2022) sprawozdań finansowych spółek e-Muzyka S.A., a także spółki Empik S.A.

Odnosząc się do celowości działań, w Skonsolidowanym sprawozdaniu Zarządu z działalności Grupy Kapitałowej e-Muzyka za rok 2021 zawarto następującą informację: „Celem strategicznym Grupy e-Muzyka S.A. jest umacnianie pozycji największego podmiotu B2B w branży muzycznej w Polsce jak również budowa najszerzej na rynku oferty dla lokalnych Wytwórni Muzycznych/Artystów. Akwizycja Going Sp. z o.o. przez e-Muzyka S.A. jest elementem realizacji kompleksowej strategii rozwoju e-Muzyka S.A. poprzez budowanie najszerzej na rynku oferty dla lokalnych Wytwórni Muzycznych/Artystów. W wyniku przeprowadzonej transakcji nastąpiło m.in: znaczne poszerzenie kontaktów w środowisku muzycznym, uzupełnienie kompetencji spółki w zakresie realizacji kreatywnych działań promocyjnych oraz skokowy wzrost kompetencji w zakresie Digital Marketing i Social Media Marketing” (s. 15). Z kolei w Jednostkowym sprawozdaniu Zarządu z działalności E-Muzyka za rok 2021 wskazano: „W 2021 roku e-Muzyka rozpoczęła wspólne przedsięwzięcie z Going, dzięki czemu poszerzyła ofertę dla polskich wytwórni muzycznych i samych artystów o dystrybucję już nie tylko ich muzyki w formie fizycznej i cyfrowej, ale również wsparcie w organizacji i dystrybucję biletów na ich koncerty, a także wspólne działania marketingowe. Takiej oferty opartej na synergii w grupie Empik nie jest w stanie zaoferować żaden inny podmiot na rynku” (s. 15).

W tym duchu warto jednak podkreślić, że określone powyżej działania, które miałyby następować w wyniku przeprowadzenia Transakcji mogą zostać zidentyfikowane już w okresie poprzedzającym jej przeprowadzenie. Jak wskazano w Sprawozdaniu Zarządu za okres dwunastu miesięcy zakończonych 31 grudnia 2021 r. Empik S.A. i jednostki zależne: „w 2021 Empik wniósł aportem do E-Muzyka S.A. 100% udziałów w spółce Empik Ventures dzięki czemu E-Muzyka stała się pośrednio 100% udziałowcem spółki Going – lidera w dystrybucji biletów na wydarzenia kulturalne i rozrywkowe. Transakcja ta wynikała ze wcześniejszej współpracy obu spółek w ramach Grupy Empik i wpisuje się w strategię rozwoju e-Muzyka S.A. poprzez budowanie najszerzej na rynku oferty dla lokalnych Wytwórni Muzycznych/Artystów. W wyniku współpracy z Going E-Muzyka uzyskała między innymi: znaczne poszerzenie kontaktów w środowisku muzycznym, uzupełnienie kompetencji spółki w zakresie realizacji kreatywnych działań promocyjnych oraz skokowy wzrost kompetencji w zakresie Digital Marketing i Social Media Marketing” (s. 7-8).

W uzupełnieniu dla powyższych fragmentów, w raportach kwartalnych e-Muzyka S.A. można zidentyfikować pewne informacje dotyczące działań inwestycyjnych związanych z działalnością w obszarze sprzedaży biletów na wydarzenia kulturalne (raport kwartalny e-muzyka za okres 01.04.2021 – 30.06.2021, s. 20-21):

- integracja sprzedażowa z platformą marketplace Empik.com,
- rozszerzenie możliwości systemu, pozwalającego na realizację zaawansowanych procesów akredytacyjnych i weryfikacji zgłoszeń w procesie sprzedażowym i posprzedażowym biletów i karnetów,
- automatyczny proces zmiany danych na bilecie (powiązany z opłatą manipulacyjną).

Zapisy zawarte w sprawozdaniu finansowym Going sp. z o.o. za rok 2021 również zawierają informacje o działaniach, które miałyby być podejmowane po dacie wyceny:

- „Zarząd spółki spodziewa się, że kolejny rok przyniesie zarówno znaczący wzrost przychodów ze sprzedaży biletów jak usług jak również planuje rozwój przedsięwzięć mających na celu wykorzystanie synergii w ramach grupy kapitałowej”,
- „Zarząd spółki zakłada kontynuację działalności a jednocześnie podejmuje działania mające na celu wzrost przychodów przy jednoczesnym zwiększaniu rentowności oraz wyników spółki Going. Rozwój rynku, rozwój strony internetowej i aplikacji Going jak również wsparcie ze strony silnej marki Empik oraz spółki e-muzyka pozwalają zakładać, że rok 2022 będzie znacząco lepszy i pozwoli osiągnąć znaczącą poprawę wyników sprzedażowych jak również poziomu rentowności. Jednocześnie spółka skupia się na realizacji działań mających na celu uzyskania celów strategicznych postawionych na następne lata”.

Analiza w tym obszarze nie pozwala jednak na sformułowanie jednoznacznych wniosków. Jest tak dlatego, że bazuje na publicznie dostępnych informacjach, a nie informacjach wewnętrznych. Informacje zaprezentowane powyżej mają charakter deklaracyjny i ograniczenia w postaci: braku odniesienia do ewentualnej synergii, braku podstawy ekonomicznej (plany, analizy, projekcje itp.) uzasadniającej podejmowane działania, braku możliwości kwantyfikacji efektów podejmowanych działań ze względu na ograniczony zakres informacji, braku uzasadnienia związku działań z przeprowadzoną Transakcją czy braku zgodności części działań z modelem biznesowym i strategią Spółki. Informacje, które pozwalałyby potwierdzić deklaracje Spółki nie zostały udostępnione.

Ponadto – w celu zachowania najwyższego możliwego poziomu dokładności – poddano analizie komunikaty bieżące z systemów ESPI i EBI. Wniosek z analizy wszystkich komunikatów generowanych przez Spółkę stanowi istotne uzupełnienie powyższych rozważań. W komunikatach nie nawiązywano bezpośrednio o strategii lub działań związanych z integracją spółek, czy mogących prowadzić do efektów synergetycznych. Biorąc pod uwagę, iż występowanie realnych efektów synergii – będących efektem działań podejmowanych po dacie wyceny – bezsprzecznie byłoby „informacją niezbędną do oceny sytuacji i perspektyw spółki oraz sposobu jej funkcjonowania”, do której to informacji Spółka zobowiązała się „zapewnić efektywny dostęp”, to nie należy wykluczyć, że zakres realnych działań mógł być mniejszy niż wynikałoby to z zapisów zawartych w samych sprawozdaniach finansowych i sprawozdaniach Zarządu. Z tego punktu widzenia, przeprowadzona analiza komunikatów z systemów ESPI i EBI jest istotna.

Szczegółową analizę komunikacji zawarto poniżej w formie tabelarycznej. Analiza treści komunikatów wskazuje, iż wyłącznie cztery spośród nich odnoszą się wprost do działań podejmowanych w ramach współpracy e-Muzyka S.A. z Going sp. z o.o.:

- espi nr 19/2022 (2022-12-21 20:23:42): spółka Going sp. z o.o. pożyczyła kwotę 3.000.000 słownie: trzy miliony złotych. Pożyczka była oprocentowana w oparciu o zmienną stawkę oprocentowania skonstruowaną w oparciu o wskaźnik Wibor 3M powiększony o marżę,
- espi nr 17/2022 (2022-11-09 17:59:55): spółka Going Sp. z o.o. pożyczyła kwotę 2.000.000 słownie: dwa miliony złotych. Pożyczka była oprocentowana w oparciu o zmienną stawkę oprocentowania skonstruowaną w oparciu o wskaźnik Wibor 3M powiększony o marżę,
- espi nr 16/2022 (2022-10-28 16:39:59): spółka Going Sp. z o.o. pożyczyła kwotę 1.500.000 słownie: jeden milion pięćset tysięcy złotych. Pożyczka była oprocentowana w oparciu o zmienną stawkę oprocentowania skonstruowaną w oparciu o wskaźnik Wibor 3M powiększony o marżę,
- espi nr 21/2021 (2021-09-29 15:53:47): spółka Going Sp. z o.o. pożyczyła kwotę 1.500.000 słownie: jeden milion pięćset tysięcy złotych. Pożyczka była oprocentowana w oparciu o zmienną stawkę oprocentowania skonstruowaną w oparciu o wskaźnik Wibor 3M powiększony o marżę.

Zawarte w poniższej tabeli komunikaty nie odnoszą się jednak wprost do działań podejmowanych w obszarze ewentualnej integracji podmiotów ani nie korespondują w tym zakresie z deklaracjami zawartymi w sprawozdaniach finansowych i sprawozdaniach zarządu. Obserwacja ta nie ma oczywiście charakteru rozstrzygającego (Spółka mogła podejmować działania, które nie były komunikowane za pośrednictwem tych systemów), ale poddaje ww. deklaracje w wątpliwość.

Tabela 40. Komunikaty EBI i ESPI e-Muzyka S.A.

Komunikat	Tytuł	Treść
ebi nr 2/2023 (2023-02-07 18:39:02)	Otrzymanie postanowienia o zabezpieczeniu pozwu obrotu na rynku NewConnect Akcjonariuszy e- muzyka S.A.	Zarząd e-Muzyka S.A. informuje, że otrzymał z Sądu Okręgowego w Warszawie odpis postanowienia o udzieleniu przez ten Sąd zabezpieczenia złożonego przez 4 akcjonariuszy Spółki pozwu o stwierdzenie nieważności, ewentualnie uchylenie, uchwały nr 18/06/2021 z dn. 25 czerwca 2021 r. Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy e-Muzyka S.A. w Warszawie w sprawie wycofania akcji spółki z obrotu w alternatywnym systemie obrotu na rynku NewConnect prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., poprzez wstrzymanie jej wykonania do czasu wydania prawomocnego orzeczenia w sprawie oraz poprzez zawieszenie postępowania toczącego się przed Komisją Nadzoru Finansowego w sprawie wydania decyzji udzielającej zezwolenia na wycofanie akcji Emitenta z obrotu w alternatywnym systemie obrotu na rynku NewConnect prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w trybie art. 91 ust. 1 ustawy o ofercie.
espi nr 1/2023 (2023-02-07 18:36:11)	Otrzymanie postanowienia o zabezpieczeniu pozwu obrotu na rynku NewConnect Akcjonariuszy e- muzyka S.A.	Zarząd e-Muzyka S.A. informuje, że otrzymał z Sądu Okręgowego w Warszawie odpis postanowienia o udzieleniu przez ten Sąd zabezpieczenia złożonego przez 4 akcjonariuszy Spółki pozwu o stwierdzenie nieważności, ewentualnie uchylenie, uchwały nr 18/06/2021 z dn. 25 czerwca 2021 r. Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy e-Muzyka S.A. w Warszawie w sprawie wycofania akcji spółki z obrotu w alternatywnym systemie obrotu na rynku NewConnect prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., poprzez wstrzymanie jej wykonania do czasu wydania prawomocnego orzeczenia w sprawie oraz poprzez zawieszenie postępowania toczącego się przed Komisją Nadzoru Finansowego w sprawie wydania decyzji udzielającej zezwolenia na wycofanie akcji Emitenta z obrotu w alternatywnym systemie obrotu na rynku NewConnect prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w trybie art. 91 ust. 1 ustawy o ofercie
ebi nr 1/2023 (2023-01-12)	Harmonogram publikowania raportów okresowych	Zarząd e-Muzyka S.A. podaje do wiadomości harmonogram przekazywania raportów okresowych publikowanych w 2023 roku. Raporty będą przekazywane w następujących terminach: Raport za I kwartał 2023 roku -12 maja 2023 roku

31 19:24:51)	w 2023 r. e-Muzyka Spółka Akcyjna	Raport za II kwartał 2023 roku - 11 sierpnia 2023 roku Raport za III kwartał 2023 roku -10 listopada 2023 roku	Raport roczny jednostkowy oraz skonsolidowany za rok 2022 zostanie przekazany w dniu 21 marca 2023. Ewentualne zmiany dat przekazywania raportów okresowych zostaną podane do wiadomości w formie raportu bieżącego najpóźniej na dwa dni przed publikacją raportu okresowego w nowym terminie
espi nr 19/2022 (2022-12- 21 20:23:42)	Zawarcie umowy pożyczki.	Zarząd e-Muzyka S.A. informuje, że w dniu dzisiejszym, tj. 21 grudnia 2022 roku, zawarł jako pożyczkodawca umowę pożyczki ze spółką pod firmą Going Sp. z ograniczoną odpowiedzialnością z/s w Warszawie, na mocy której pożyczył Going Sp. z o.o. kwotę 3.000.000 słownie: trzy miliony złotych. Pożyczka jest oprocentowana w oparciu o zmienną stawkę oprocentowania skonstruowaną w oparciu o wskaźnik Wibor 3M powiększony o marżę. Strony ustaliły, że odsetki od udzielonej pożyczki będą spłacane kwartalnie. Zwrot kwoty pożyczki nastąpi do dnia 23 grudnia 2024 roku. Pożyczkobiorcom przysługuje prawo do przedterminowego zwrotu całości lub części pożyczki. Warunki podpisanych umów pożyczek nie odbiegają od standardów rynkowych.	
espi nr 18/2022 (2022-12- 15 20:30:54)	Otrzymanie postanowienia sądu ws. wyznaczenia rewidenta ds. szczególnych	Zarząd e-Muzyka S.A. (dalej Spółka, Emitent) informuje, że w dniu dzisiejszym, tj. 15 grudnia 2022 roku, otrzymał postanowienie Sądu Rejonowego dla M. St. Warszawy XIV Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego z dnia 6 grudnia br, którym wyznaczył dra Dawida Szutkowskiego jako rewidenta ds. szczególnych. Przedmiotem paw biegłego będzie badanie spraw Spółki określonych w projekcie uchwały określonych w projekcie uchwały głosowanej w pkt 11 Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia Spółki z dnia 29 czerwca 2022 roku. Koszt prac biegłego ds. szczególnych poniesie Emitent.	
ebi nr 20/2022 (2022-11-	Raport okresowy za III kwartał 2022r	Zarząd e-Muzyka S.A. przekazuje w załączeniu raport okresowy za III kwartał 2022 r.	

10 17:48:27)		
espi nr 17/2022 (2022-11- 09 17:59:55)	Zawarcie umowy pożyczki.	Zarząd e-Muzyka S.A. informuje, że w dniu dzisiejszym, tj. 9 listopada 2022 roku, zawarł jako pożyczkodawca umowę pożyczki ze spółką pod firmą Going Sp. z ograniczoną odpowiedzialnością z/s w Warszawie, na mocy której pożyczył Going Sp. z o.o. kwotę 2.000.000 słownie: dwa miliony złotych. Pożyczka jest oprocentowana w oparciu o zmienną stawkę oprocentowania skonstruowaną w oparciu o wskaźnik Wibor 3M powiększony o marżę. Strony ustaliły, że odsetki od udzielonej pożyczki będą spłacane kwartalnie. Zwrot kwoty pożyczki nastąpi do dnia 9 listopada 2023 roku. Pożyczkobiorcom przysługuje prawo do przedterminowego zwrotu całości lub części pożyczki. Warunki podpisanych umów pożyczek nie odbiegają od standardów rynkowych.
espi nr 16/2022 (2022-10- 28 16:39:59)	Zawarcie umowy pożyczki	Zarząd e-Muzyka S.A. informuje, że w dniu dzisiejszym, tj. 28 października 2022 roku, zawarł jako pożyczkodawca umowę pożyczki ze spółką pod firmą Going Sp. z ograniczoną odpowiedzialnością z/s w Warszawie, na mocy której pożyczył Going Sp. z o.o. kwotę 1.500.000 słownie: jeden milion pięćset tysięcy złotych, Pożyczka jest oprocentowana w oparciu o zmienną stawkę oprocentowania skonstruowaną w oparciu o wskaźnik Wibor 3M powiększony o marżę. Strony ustaliły, że odsetki od udzielonej pożyczki będą spłacane kwartalnie. Zwrot kwoty pożyczki nastąpi do dnia 28 października 2023 roku. Pożyczkobiorcom przysługuje prawo do przedterminowego zwrotu całości lub części pożyczki. Warunki podpisanych umów pożyczek nie odbiegają od standardów rynkowych.
espi nr 15/2022 (2022-09- 26 14:02:02)	Zawiadomienie z art. 69 Ustawy o ofercie - zawarcie porozumienia akcjonariuszy dotyczącego	Zarząd e-Muzyka S.A. informuje, że otrzymał w dniu 26 września 2022 roku od Pana Jarosława Karasińskiego, pismo stanowiące zawiadomienie w trybie art. 69 w zw. z art. 87 ust. 1 pkt. 6 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych z dnia 29 lipca 2005 roku o zawarciu przez Pana Jacka Wolskiego, Jarosława Karasińskiego oraz Piotra Bućko porozumienia akcjonariuszy, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt. 6) ww. ustawy wraz z aktualizacją liczby akcji reprezentowanych przez ww. akcjonariuszy Spółki.

	zgodnego głosowania na Walnym Zgromadzeniu.	W przesłanym zawiadomieniu akcjonariusze będący stronami ww. porozumienia przedstawiają, że posiadają łącznie powyżej 5% głosów na Walnym Zgromadzeniu Spółki z uwagi na ustanowienie przez Sąd zabezpieczenie dotyczące wykonywania prawa głosów z akcji serii F. Pełna treść nadesłanego zawiadomienia stanowi załącznik do niniejszego raportu
espi nr 14/2022 (2022-08-24 17:41:21)	Zawiadomienie na podstawie art. 69 ustawy o ofercie	Zarząd spółki e-Muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie („Emitent”, „Spółka”) informuje, iż w dniu 24 sierpnia 2022 roku do Spółki wpłynęło (drogą elektroniczną), od akcjonariusza Spółki Empik S.A. z siedzibą w Warszawie zawiadomienie w trybie art. 69 ust. 1 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, o nabyciu pakietu akcji Spółki. Treść zawiadomienia Emitent przekazuje w załączeniu do niniejszego raportu.
espi nr 13/2022 (2022-08-24 17:33:43)	Otrzymanie zawiadomienie o transakcji, o którym mowa w art. 19 ust. 1 rozporządzenia MAR	Zarząd spółki e-Muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie („Emitent”, „Spółka”) informuje, iż w dniu 24 sierpnia 2022 roku do Spółki wpłynęło (drogą elektroniczną), od akcjonariusza Spółki Empik S.A. z siedzibą w Warszawie zawiadomienie w trybie art. 19 ust. 1 rozporządzenia MAR o nabyciu pakietu akcji Spółki. Treść zawiadomienia Emitent przekazuje w załączeniu do niniejszego raportu.
ebi nr 19/2022 (2022-08-05 17:16:35)	Raport okresowy za II kwartał 2022r	Zarząd e-Muzyka S.A. przekazuje w załączeniu raport okresowy za II kwartał 2022 r.
ebi nr 18/2022 (2022-08-03 17:27:06)	Zmiana terminu publikacji jednostkowego oraz skonsolidowanego raportu kwartalnego	Spółka e-Muzyka S.A. informuje, iż zmianie ulega termin przekazania do publicznej wiadomości raportu Spółki oraz skonsolidowanego raportu Grupy e-muzyka S.A. za drugi kwartał 2022. Raporty zostaną opublikowane w dniu 5 sierpnia 2022 r. Zgodnie z treścią raportu bieżącego nr 2/2022 z dnia 31 stycznia 2022 r. pierwotny termin publikacji raportu jednostkowego i skonsolidowanego za drugi kwartał 2022 wyznaczony był na dzień 12 sierpnia 2022 r.

e-Muzyka Spółka Akcyjna za II kwartał 2022 rok.		
ebi nr 17/2022 (2022-06- 29 15:44:49)	Treść uchwał podjętych oraz niepodjętych na Zwyczajnym Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy w dniu 29.06.2022 r.	Zarząd e-Muzyka S.A. przekazuje w załączeniu treść uchwał podjętych na Zwyczajnym Walnym Zgromadzeniu Spółki w dniu 29.06.2022 r. oraz treść uchwał niepodjętych na tym Zgromadzeniu. W stosunku do uchwały o numerze 03/06/2022, 04/06/2022, 06/06/2022, 07/06/2022 zgłoszono sprzeciw do protokołu.
espi nr 12/2022 (2022-06- 29 15:35:39)	Akcjonariusze posiadający co najmniej 5% głosów na Zwyczajnym Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy w dniu 29 czerwca 2022 roku.	Zarząd Spółki e-Muzyka S.A. informuje, że podczas obrad ZWZA Spółki w dniu 29 czerwca 2022 r. reprezentowane było 50,65% kapitału akcyjnego. Ponad 5% głosów posiadali: - Empik S.A., która wykonywała prawo głosu z 6 031 818, co dawało 84,10% ogólnej liczby głosów na tym zgromadzeniu, i stanowi 42,60% w ogólnej liczbie akcji Emitenta i kapitale zakładowym.
espi nr 11/2022 (2022-06- 28 16:47:31)	Dodatkowe dokumenty na potrzeby ZWZA – opinia zarządu w	Zarząd spółki e-Muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie („Emitent", „Spółka") w załączeniu do niniejszego raporty przedstawia opinię Zarządu sporządzoną w trybie art. 84 ust. 5 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j. Dz. U. z 2021 r. poz. 1983, 2140, z 2022 r. poz. 872. ze zm.), dotyczącą wniosku zgłoszonego przez akcjonariuszy Spółki – Jacka Wolskiego, Piotra Czernka oraz Jarosława Karasińskiego – w sprawie umieszczenia w porządku obrad najbliższego walnego zgromadzenia Spółki zwołanego na dzień 29 czerwca

	<p>sprawie wniosku akcjonariuszy</p>	<p>2022 roku dodatkowego punktu porządku obrad obejmującego podjęcie uchwały w sprawie powołania rewidenta do spraw szczególnych w celu zbadania wybranych zagadnień związanych z prowadzeniem spraw Spółki.</p>
<p>ebi nr 16/2022 (2022-06-28 16:38:26)</p>	<p>Dodatkowe dokumenty na potrzeby ZWZA – opinia zarządu w sprawie wniosku akcjonariuszy</p>	<p>Zarząd spółki e-Muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie („Emitent”, „Spółka”) w załączeniu do niniejszego raporty przedstawia opinię Zarządu sporządzoną w trybie art. 84 ust. 5 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j. Dz. U. z 2021 r. poz. 1983, 2140, z 2022 r. poz. 872. ze zm.), dotyczącą wniosku zgłoszonego przez akcjonariuszy Spółki – Jacka Wolskiego, Piotra Czernka oraz Jarosława Karasińskiego – w sprawie umieszczenia w porządku obrad najbliższego walnego zgromadzenia Spółki zwołanego na dzień 29 czerwca 2022 roku dodatkowego punktu porządku obrad obejmującego podjęcie uchwały w sprawie powołania rewidenta do spraw szczególnych w celu zbadania wybranych zagadnień związanych z prowadzeniem spraw Spółki.</p>
<p>espi nr 10/2022 (2022-06-10 15:25:28)</p>	<p>Rozszerzony porządek obrad NWZA w związku z żądaniem Akcjonariusza</p>	<p>Zarząd spółki e-Muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie („Emitent”, „Spółka”) informuje, iż w dniu 07 czerwca 2022 roku do Spółki wpłynęło (drogą elektroniczną), żądanie umieszczenia dodatkowego punktu w porządku obrad Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy Spółki („NWZA”), które zostało zwołane na dzień 29 czerwca 2022 roku, godzina 10:00. Akcjonariusz Jacek Wolski, Piotr Czernek oraz Jarosław Karasiński złożyli wniosek o umieszczenie w porządku obrad ZWZA dodatkowego punktu porządku obrad obejmującego podjęcie uchwały w sprawie powołania rewidenta do spraw szczególnych w celu zbadania wybranych zagadnień związanych z prowadzeniem spraw Spółki.</p> <p>Zgodnie ze złożonym żądaniem zaktualizowany porządek obrad Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia Spółki zwołanego na dzień 29 czerwca 2022 roku przedstawia się następująco:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.Otwarcie Walnego Zgromadzenia. 2.Wybór Przewodniczącego Walnego Zgromadzenia. 3.Stwierdzenie prawidłowości zwołania Walnego Zgromadzenia i jego zdolności do podejmowania uchwał.

-
- 4.Przyjęcie porządku obrad i wybór Przewodniczącego Zgromadzenia.
 - 5.Rozpatrzenie i zatwierdzenie jednostkowego sprawozdania Rady Nadzorczej z działalności za rok obrotowy 2021.
 - 6.Rozpatrzenie i zatwierdzenie jednostkowego sprawozdania Zarządu z działalności Spółki za rok obrotowy 2021.
 - 7.Rozpatrzenie i zatwierdzenie sprawozdania finansowego Spółki za rok obrotowy 2021.
 - 8.Rozpatrzenie i zatwierdzenie skonsolidowanego sprawozdania finansowego Spółki za rok obrotowy 2021.
 - 9.Podjęcie uchwały o przeznaczeniu zysku za rok obrotowy 2021.
 - 10.Podjęcie uchwał w przedmiocie udzielenia absolutorium członkom organów Spółki z wykonania obowiązków w roku obrotowym 2021.
 - 11.Podjęcie uchwały w sprawie powołania rewidenta do spraw szczególnych w celu zbadania wybranych zagadnień związanych z prowadzeniem spraw Spółki
 - 12.Zamknięcie obrad.

W załączeniu do niniejszego raportu znajdują się uzupełnione projekty uchwał.

ebi nr
15/2022
(2022-06-
10
15:15:42)

Rozszerzony porządek
obrad NWZA w
związku z żądaniem
Akcjonariusza

Zarząd spółki e-Muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie („Emitent", „Spółka") informuje, iż w dniu 07 czerwca 2022 roku do Spółki wpłynęło (drogą elektroniczną), żądanie umieszczenia dodatkowego punktu w porządku obrad Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy Spółki („NWZA"), które zostało zwołane na dzień 29 czerwca 2022 roku, godzina 10:00.

Akcjonariusz Jacek Wolski, Piotr Czernek oraz Jarosław Karasiński złożyli wniosek o umieszczenie w porządku obrad ZWZA dodatkowego punktu porządku obrad obejmującego podjęcie uchwały w sprawie powołania rewidenta do spraw szczególnych w celu zbadania wybranych zagadnień związanych z prowadzeniem spraw Spółki.

Zgodnie ze złożonym żądaniem zaktualizowany porządek obrad Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia Spółki zwołanego na dzień 29 czerwca 2022 roku przedstawia się następująco:

- 1.Otwarcie Walnego Zgromadzenia.
 - 2.Wybór Przewodniczącego Walnego Zgromadzenia.
-

		<p>3.Stwierdzenie prawidłowości zwołania Walnego Zgromadzenia i jego zdolności do podejmowania uchwał.</p> <p>4.Przyjęcie porządku obrad i wybór Przewodniczącego Zgromadzenia.</p> <p>5.Rozpatrzenie i zatwierdzenie jednostkowego sprawozdania Rady Nadzorczej z działalności za rok obrotowy 2021.</p> <p>6.Rozpatrzenie i zatwierdzenie jednostkowego sprawozdania Zarządu z działalności Spółki za rok obrotowy 2021.</p> <p>7.Rozpatrzenie i zatwierdzenie sprawozdania finansowego Spółki za rok obrotowy 2021.</p> <p>8.Rozpatrzenie i zatwierdzenie skonsolidowanego sprawozdania finansowego Spółki za rok obrotowy 2021.</p> <p>9.Podjęcie uchwały o przeznaczeniu zysku za rok obrotowy 2021.</p> <p>10.Podjęcie uchwał w przedmiocie udzielenia absolutorium członkom organów Spółki z wykonania obowiązków w roku obrotowym 2021.</p> <p>11.Podjęcie uchwały w sprawie powołania rewidenta do spraw szczególnych w celu zbadania wybranych zagadnień związanych z prowadzeniem spraw Spółki</p> <p>12.Zamknięcie obrad.</p> <p>W załączeniu do niniejszego raportu znajdują się uzupełnione projekty uchwał.</p>
espi nr 9/2022 (2022-06-08 17:12:23)	Żądanie wprowadzenia dodatkowego punktu do porządku obrad	Zarząd spółki e-Muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie („Emitent”, „Spółka”) informuje, iż w dniu 07 czerwca 2022 roku do Spółki wpłynęło (drogą elektroniczną), żądanie umieszczenia dodatkowych punktów w porządku obrad Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy Spółki („NWZA”), które zostało zwołane na dzień 29 czerwca 2022 roku, godzina 10:00. Akcjonariusz Jacek Wolski, Piotr Czernek oraz Jarosław Karasiński złożyli wniosek o umieszczenie w porządku obrad ZWZA dodatkowego punktu porządku obrad obejmującego podjęcie uchwały w sprawie powołania rewidenta do spraw szczególnych w celu zbadania wybranych zagadnień związanych z prowadzeniem spraw Spółki. Treść proponowanej uchwały stanowi załącznik do niniejszego raportu.
ebi nr 14/2022 (2022-06-	Żądanie wprowadzenia	Zarząd spółki e-Muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie („Emitent”, „Spółka”) informuje, iż w dniu 07 czerwca 2022 roku do Spółki wpłynęło (drogą elektroniczną), żądanie umieszczenia dodatkowych punktów w porządku obrad Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy Spółki („NWZA”), które zostało zwołane na dzień 29 czerwca

08 17:03:20)	08 do porządku obrad	08 17:03:20) do porządku obrad umieszczenie w porządku obrad ZWZA dodatkowego punktu porządku obrad obejmującego podjęcie uchwały w sprawie powołania rewidenta do spraw szczególnych w celu zbadania wybranych zagadnień związanych z prowadzeniem spraw Spółki. Treść proponowanej uchwały stanowi załącznik do niniejszego raportu.
espi nr 8/2022 (2022-06- 01 18:24:16)	Zwołanie Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy e- Muzyka S.A.	Zarząd e-Muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie, wpisanej do Rejestru Przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. St. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000283018 („Spółka”), działając na podstawie art. 395 § 1, art. 399 § 1, art. 4021 i art. 4022 Kodeksu Spółek Handlowych („KSH”) zwołuje Zwyczajne Walne Zgromadzenie Spółki („Walne Zgromadzenie”) na dzień 29 czerwca 2022 r., na godz. 10:00, w siedzibie Spółki w Warszawie przy ul. Zwycięzców 18. W załączeniu pełna treść ogłoszenia oraz projekty uchwał.
ebi nr 13/2022 (2022-06- 01 16:23:51)	Zwołanie Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy e- Muzyka S.A.	Zarząd e-Muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie, wpisanej do Rejestru Przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. St. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000283018 („Spółka”), działając na podstawie art. 395 § 1, art. 399 § 1, art. 4021 i art. 4022 Kodeksu Spółek Handlowych („KSH”) zwołuje Zwyczajne Walne Zgromadzenie Spółki („Walne Zgromadzenie”) na dzień 29 czerwca 2022 r., na godz. 10:00, w siedzibie Spółki w Warszawie przy ul. Zwycięzców 18. W załączeniu pełna treść ogłoszenia oraz projekty uchwał.
ebi nr 12/2022 (2022-05- 30 18:28:06)	Otrzymanie postanowienia o zabezpieczeniu pozwu Akcjonariuszy e- muzyka S.A.	Zarząd e-muzyka S.A. informuje, że w dniu 30 maja 2022 roku, otrzymał od pełnomocnika Spółki zawiadomienie o odebraniu z Sądu Okręgowego w Warszawie w sprawie XX Gc 165/21 odpisu postanowienia z dnia 23 maja 2022 roku o udzieleniu przez ten Sąd zabezpieczenia złożonego przez 4 akcjonariuszy Spółki pozwu o stwierdzenie nieważności, ewentualnie uchylenie, uchwały nr 03/01/2021 z dn. 18 stycznia 2021 r. Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy e-muzyka S.A. w Warszawie w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego spółki z wyłączeniem prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy oraz w sprawie zmiany statutu Spółki. Ustanowione przez Sąd zabezpieczenie zakazuje umieszczania na liście akcjonariuszy uprawnionych do uczestnictwa w Walnym Zgromadzeniu oraz na liście obecności zawierającej spis uczestników Walnego

		Zgromadzenia akcji serii F oraz liczby przysługujących z nich głosów oraz zakazanie uwzględniania głosów oddanych z akcji serii F przy podejmowaniu uchwał przez Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy oraz przy obliczaniu kworum na Walnym Zgromadzeniu do czasu wydania prawomocnego orzeczenia w sprawie. Od postanowienia Emitentowi przysługuje prawo wniesienia zażalenia.
espi nr 7/2022 (2022-05- 30 18:21:15)	Otrzymanie postanowienia o zabezpieczeniu pozwuzmiany Akcjonariuszy e- muzyka S.A.	Zarząd e-muzyka S.A. informuje, że w dniu 30 maja 2022 roku, otrzymał od pełnomocnika Spółki zawiadomienie o odebraniu z Sądu Okręgowego w Warszawie w sprawie XX Gc 165/21 odpisu postanowienia z dnia 23 maja 2022 roku o udzieleniu przez ten Sąd zabezpieczenia złożonego przez 4 akcjonariuszy Spółki pozwu o stwierdzenie nieważności, ewentualnie uchylenie, uchwały nr 03/01/2021 z dn. 18 stycznia 2021 r. Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy e-muzyka S.A. w Warszawie w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego spółki z wyłączeniem prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy oraz w sprawie statutu Spółki. Ustanowione przez Sąd zabezpieczenie zakazuje umieszczania na liście akcjonariuszy uprawnionych do uczestnictwa w Walnym Zgromadzeniu oraz na liście obecności zawierającej spis uczestników Walnego Zgromadzenia akcji serii F oraz liczby przysługujących z nich głosów oraz zakazanie uwzględniania głosów oddanych z akcji serii F przy podejmowaniu uchwał przez Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy oraz przy obliczaniu kworum na Walnym Zgromadzeniu do czasu wydania prawomocnego orzeczenia w sprawie. Od postanowienia Emitentowi przysługuje prawo wniesienia zażalenia.
espi nr 6/2022 (2022-05- 19 16:03:14)	Zawarcie zabezpieczonej umowy kredytowej z mBank S.A.	Zarząd e-Muzyka S.A. informuje, że w dniu wczorajszym, tj. 18 maja 2022 roku, została podpisana przez Zarząd Emitenta, jako kredytobiorcę, umowa o elastyczny kredyt odnawialny w kwocie 4.000.000 zł (cztery miliony złotych) z mBank S.A.. Jednocześnie w celu uruchomienia powyższego kredytu spółka podpisała aneks dt. zamknięcia kredytu obrotowego w kwocie 2.000.000,00 o zaciągnięciu którego informowała w komunikacie 5/2021 w dniu 10 lutego 2021. Powyższy kredyt jest oprocentowany w oparciu o zmienną stawkę oprocentowania skonstruowaną w oparciu o

		wskaźnik Wibor 1M powiększony o marżę. Spłata kredytu została zabezpieczona przez Spółkę. Termin spłaty kredytu został ustalony na 11 kwietnia 2024.
espi nr 5/2022 (2022-05-18 13:19:36)	Akcjonariusze posiadający co najmniej 5% głosów na Nadzwyczajnym Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy w dniu 18 maja 2022 roku.	Zarząd Spółki e-Muzyka S.A. informuje, że podczas obrad NWZA Spółki w dniu 18 maja 2022 r. reprezentowane było 97,36% kapitału akcyjnego. Ponad 5% głosów posiadali: - Empik S.A., która wykonywała prawo głosu z 12 674 963, co dawało 91,94% ogólnej liczby głosów na tym zgromadzeniu, i stanowi 89,51% w ogólnej liczbie akcji Emitenta i kapitale zakładowym.
ebi nr 11/2022 (2022-05-18 13:05:15)	Treść uchwał podjętych na Nadzwyczajnym Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy w dniu 18.05.2022 r.	Zarząd e-Muzyka S.A. przekazuje w załączeniu treść uchwał podjętych na Nadzwyczajnym Walnym Zgromadzeniu Spółki w dniu 18.05.2022 r. oraz treść uchwał niepodjętych na tym Zgromadzeniu. W stosunku do uchwały o numerze 06/04/2022 zgłoszono sprzeciw do protokołu.
ebi nr 10/2022 (2022-05-12 18:28:03)	Raport okresowy za I kwartał 2022r	Zarząd e-Muzyka S.A. przekazuje w załączeniu raport okresowy za I kwartał 2022 r. Podstawa prawna: § 5 ust. 1 pkt. 1) w zw. z ust. 2a Załącznika nr 3 do Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu "Informacje bieżące i okresowe przekazywane w alternatywnym systemie obrotu na rynku NewConnect"
espi nr 4/2022	Akcjonariusze posiadający co	Zarząd Spółki e-Muzyka S.A. informuje, że podczas obrad NWZA Spółki w dniu 11 maja 2022 r. reprezentowane było 97,36% kapitału akcyjnego. Ponad 5% głosów posiadali:

(2022-05-11 16:12:30)	najmniej 5% głosów - Empik S.A., która wykonywała prawo głosu z 12 674 963, co dawało 91,94% ogólnej liczby głosów na tym na Nadzwyczajnym Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy w dniu 11 maja 2022 roku.	- Empik S.A., która wykonywała prawo głosu z 12 674 963, co dawało 91,94% ogólnej liczby głosów na tym na Nadzwyczajnym Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy w dniu 11 maja 2022 roku.
ebi nr 9/2022 (2022-05-11 16:01:03)	Przerwa w obradach Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy e-Muzyka Spółka Akcyjna w dniu 11.05.2022r	Zarząd e-Muzyka Spółka Akcyjna („Emitent”) informuje, że Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie e-Muzyka S.A. zwołane na 11 maja 2022 roku, zarządziło przerwę w obradach. Wznowienie obrad Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Emitenta nastąpi 18 maja 2022 roku o godzinie 11:00 w miejscu zwołania Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia, tj. w siedzibie Emitenta. Do chwili ogłoszenia przerwy w obradach Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie podjęło uchwały, których treść jest podana w załączniku do niniejszego raportu. Jednocześnie Emitent informuje, iż w trakcie obrad NWZA nie miało miejsca odstępnie przez NWZA od rozpatrzenia któregośkolwiek z punktów planowanego porządku obrad realizowanego do momentu ogłoszenia przerwy w obradach, a do protokołu nie zostały zgłoszone sprzeciwy.
ebi nr 8/2022 (2022-05-06 23:01:33)	Jednostkowy i skonsolidowany raport roczny e-muzyka SA za 2021 r.	Zarząd spółki e-muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie przekazuje w załączeniu treść jednostkowego i skonsolidowanego raportu rocznego za 2021 rok.
ebi nr 7/2022 (2022-04-)	Zmiana terminu publikacji jednostkowego oraz skonsolidowanego	Spółka e-Muzyka S.A. informuje, iż zmianie ulega termin przekazania do publicznej wiadomości raportu rocznego Spółki oraz skonsolidowanego raportu rocznego Grupy e-muzyka S.A. za 2021 rok. Raporty zostaną opublikowane w dniu 6 maja 2022 r.

25 18:00:17)	raportu rocznego za 2021 rok	Zgodnie z treścią raportu bieżącego nr 2/2022 z dnia 31 stycznia 2022 r. pierwotny termin publikacji raportu rocznego jednostkowego i skonsolidowanego za 2021 r. wyznaczony był na dzień 27 kwietnia 2022 r.
ebi nr 6/2022 (2022-04- 20 19:54:55)	Zawarcie umowy o przeprowadzenie badania sprawozdania finansowego	Zarząd e-muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej: „Emitent”) informuje, że w dniu dzisiejszym zawarł z Adviser Audit Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością Sp.k. z siedzibą w Warszawie (wpisaną na listę firm audytorskich pod numerem 4245) umowę, której przedmiotem jest przeprowadzenie badań jednostkowych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych Spółki za lata 2021 i 2022.
espi nr 3/2022 (2022-04- 14 18:52:49)	Zwołanie Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy e- Muzyka S.A.	Zarząd e-Muzyka Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie („Spółka”) działając na podstawie art. 399 § 1 w zw. z art. 400 § 1, art. 4021 i art. 4022 kodeksu spółek handlowych zwołuje Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Spółki („Walne Zgromadzenie”) na dzień 11 maja 2022 r., na godz. 10.00, w siedzibie Spółki w Warszawie przy ul. Zwycięzców 18.
ebi nr 5/2022 (2022-04- 14 18:40:19)	Zwołanie Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy e- Muzyka S.A.	Zarząd e-Muzyka Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie („Spółka”) działając na podstawie art. 399 § 1 w zw. z art. 400 § 1, art. 4021 i art. 4022 kodeksu spółek handlowych zwołuje Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Spółki („Walne Zgromadzenie”) na dzień 11 maja 2022 r., na godz. 10.00, w siedzibie Spółki w Warszawie przy ul. Zwycięzców 18.
espi nr 2/2022 (2022-04- 14 18:31:29)	Żądanie zwołania Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia	Zarząd e-Muzyka Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie („Spółka”) niniejszym informuje, że w dniu 14 kwietnia 2022 r. otrzymał od Empik S.A. z siedzibą w Warszawie, tj. akcjonariusza reprezentującego więcej niż jedną dwudziestą kapitału zakładowego Spółki, żądanie zwołania na dzień 11 maja 2022 r. Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Spółki („Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie”) oraz umieszczenia określonych spraw w porządku obrad Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia.

	Akcjonariuszy Spółki e-Muzyka S.A.	Żądanie, o którym mowa powyżej, wraz z projektami uchwał Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia stanowi załącznik do niniejszego raportu bieżącego.
ebi nr 4/2022 (2022-04-14 18:20:36)	Żądanie zwołania Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy Spółki e-Muzyka S.A.	Zarząd e-Muzyka Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie („Spółka”) niniejszym informuje, że w dniu 14 kwietnia 2022 r. otrzymał od Empik S.A. z siedzibą w Warszawie, tj. akcjonariusza reprezentującego więcej niż jedną dwudziestą kapitału zakładowego Spółki, żądanie zwołania na dzień 11 maja 2022 r. Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Spółki („Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie”) oraz umieszczenia określonych spraw w porządku obrad Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia. Żądanie, o którym mowa powyżej, wraz z projektami uchwał Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia stanowi załącznik do niniejszego raportu bieżącego.
ebi nr 3/2022 (2022-02-14 18:07:04)	Raport okresowy za IV kwartał 2021r	Zarząd e-Muzyka S.A. przekazuje w załączeniu raport okresowy za IV kwartał 2021 r.
ebi nr 2/2022 (2022-01-31 20:52:59)	Harmonogram publikowania raportów okresowych w 2022 r.	Zarząd e-Muzyka S.A. podaje do wiadomości harmonogram przekazywania raportów okresowych publikowanych w 2022 roku. Raporty będą przekazywane w następujących terminach: Raport za IV kwartał 2021 roku - 14 lutego 2022 roku Raport za I kwartał 2022 roku - 12 maja 2022 roku Raport za II kwartał 2022 roku - 12 sierpnia 2022 roku Raport za III kwartał 2022 roku - 10 listopada 2022 roku Raport roczny jednostkowy oraz skonsolidowany za rok 2021 zostanie przekazany w dniu 27 kwietnia 2022. Ewentualne zmiany dat przekazywania raportów okresowych zostaną podane do wiadomości w formie raportu bieżącego najpóźniej na dwa dni przed publikacją raportu okresowego w nowym terminie

espi nr 1/2022 (2022-01- 27 15:53:12)	Złożenie skargi na postanowienia KNF w sprawie delistingu akcji.	Zarząd e-Muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie ("Spółka", "Emitent") informuje, że w dniu dzisiejszym złożona została przez pełnomocnika Emitenta skarga Spółki do Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie na postanowienie Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 28 grudnia 2022 r. o utrzymaniu w mocy postanowienia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 18 października 2021 roku w przedmiocie zawieszenia postępowania administracyjnego w sprawie udzielenia zezwolenia na wycofanie 7 516 666 akcji z obrotu w Alternatywnym Systemie Obrotu organizowanym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Postępowanie zostało wszczęte na podstawie złożonego przez Spółkę w dniu 29 czerwca 2021 r. wniosku, o czym Emitent informował raportem bieżącym ESPI nr 17/2021.
ebi nr 1/2022 (2022-01- 12 10:15:31)	Otrzymanie pozwu w sprawie uchwały o emisji akcji serii F oraz postanowienia KNF w sprawie delistingu akcji	Zarząd e-Muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie ("Spółka", "Emitent") informuje, że w dniu dzisiejszym otrzymał od pełnomocnika Emitenta: a) informację o wydaniu w dniu 28 grudnia 2021 roku przez Komisję Nadzoru finansowego („Komisja”) postanowienia o utrzymaniu w mocy postanowienia Komisji z dnia 18 października 2021 roku w przedmiocie zawieszenia postępowania administracyjnego w sprawie udzielenia zezwolenia na wycofanie 7 516 666 akcji z obrotu w Alternatywnym Systemie Obrotu organizowanym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Postępowanie zostało wszczęte na podstawie złożonego przez Spółkę w dniu 29 czerwca 2021 r. wniosku, o czym Emitent informował raportem bieżącym ESPI nr 17/2021. Od postanowienia przysługuje skarga do Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego. b) odpis pozwu 4 akcjonariuszy Spółki z dnia 1 lutego 2021 roku o stwierdzenie nieważności, ewentualnie uchylenie, uchwały nr 03/01/2021 z dn. 18 stycznia 2021 r. Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy e-Muzyka S.A. w Warszawie w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego spółki z wyłączeniem prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy oraz w sprawie zmiany statutu Spółki. O fakcie złożenia pozwu i otrzymaniu zabezpieczenia w tej sprawie Emitent informował raportem bieżącym ESPI nr 6/2021.

<p>espi nr 23/2021 (2022-01- 12 09:32:15)</p>	<p>Otrzymanie pozwu w sprawie uchwały o emisji akcji serii F oraz postanowienia KNF w sprawie delistingu akcji.</p>	<p>Zarząd e-Muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie ("Spółka", "Emitent") informuje, że w dniu dzisiejszym otrzymał od pełnomocnika Emitenta: a) informację o wydaniu w dniu 28 grudnia 2021 roku przez Komisję Nadzoru finansowego („Komisja”) postanowienia o utrzymaniu w mocy postanowienia Komisji z dnia 18 października 2021 roku w przedmiocie zawieszenia postępowania administracyjnego w sprawie udzielenia zezwolenia na wycofanie 7 516 666 akcji z obrotu w Alternatywnym Systemie Obrotu organizowanym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Postępowanie zostało wszczęte na podstawie złożonego przez Spółkę w dniu 29 czerwca 2021 r. wniosku, o czym Emitent informował raportem bieżącym ESPI nr 17/2021. Od postanowienia przysługuje skarga do Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego. b) odpis pozwu 4 akcjonariuszy Spółki z dnia 1 lutego 2021 roku o stwierdzenie nieważności, ewentualnie uchylenie, uchwały nr 03/01/2021 z dn. 18 stycznia 2021 r. Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy e-Muzyka S.A. w Warszawie w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego spółki z wyłączeniem prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy oraz w sprawie zmiany statutu Spółki. O fakcie złożenia pozwu i otrzymaniu zabezpieczenia w tej sprawie Emitent informował raportem bieżącym ESPI nr 6/2021.</p>
<p>ebi nr 21/2021 (2021-11- 15 20:58:30)</p>	<p>Raport okresowy za III kwartał 2021r</p>	<p>Zarząd e-Muzyka S.A. przekazuje w załączeniu raport okresowy za III kwartał 2021 r.</p>

<p>espi nr 22/2021 (2021-10-25 19:52:11)</p>	<p>Zawieszenie postępowania administracyjnego w sprawie wycofania akcji Spółki z obrotu na NewConnect</p>	<p>Zarząd e-Muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie ("Spółka", "Emitent") informuje, że w dniu dzisiejszym otrzymał od pełnomocnika Emitenta informację o wydaniu w dniu 18 października 2021 roku przez Komisję Nadzoru finansowego postanowienia w przedmiocie zawieszenia postępowania administracyjnego w sprawie udzielenia zezwolenia na wycofanie 7 516 666 akcji z obrotu w Alternatywnym Systemie Obrotu organizowanym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Postępowanie zostało wszczęte na podstawie złożonego przez Spółkę w dniu 29 czerwca 2021 r. wniosku, o czym Emitent informował raportem bieżącym ESPI nr 17/2021.</p> <p>W związku z powyższym Emitent w dniu dzisiejszym złożył wniosek o: (i) ponowne rozpatrzenie sprawy wszczętej wnioskiem o wycofanie akcji Spółki z obrotu w Alternatywnym Systemie Obrotu złożonym w dniu 29 czerwca 2021 r., (ii) uchylenie postanowienia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 18 października wydanego w przedmiotowej sprawie i (iii) udzielenie zezwolenia na wycofanie akcji Spółki z obrotu zgodnie z wnioskiem Spółki.</p>
<p>espi nr 21/2021 (2021-09-29 15:53:47)</p>	<p>Zawarcie umowy pożyczki</p>	<p>Zarząd e-Muzyka S.A. informuje, że w dniu dzisiejszym, tj. 29 września 2021 roku, zawarł jako pożyczkodawca umowę pożyczki ze spółką pod firmą Going Sp. z ograniczoną odpowiedzialnością z/s w Warszawie, na mocy której pożyczył Going Sp. z o.o. kwotę 1.500.000 słownie: jeden milion pięćset tysięcy złotych, Pożyczka jest oprocentowana w oparciu o zmienną stawkę oprocentowania skonstruowaną w oparciu o wskaźnik Wibor 3M powiększony o marżę. Strony ustaliły, że odsetki od udzielonej pożyczki będą spłacane kwartalnie. Zwrot kwoty pożyczki nastąpi do dnia 30 września 2022 roku. Pożyczkobiorcom przysługuje prawo do przedterminowego zwrotu całości lub części pożyczki. Warunki podpisanych umów pożyczek nie odbiegają od standardów rynkowych.</p>
<p>ebi nr 20/2021 (2021-08-31 11:24:32)</p>	<p>Informacja o wniesieniu powództwa o uchylenie lub stwierdzenie</p>	<p>Zarząd e-Muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie ("Spółka", "Emitent"), niniejszym informuje, że w dniu 30 sierpnia 2021 roku Spółka otrzymała z Sądu Okręgowego w Warszawie, XVI Wydziału Gospodarczego, odpis pozwu wraz z załącznikami złożonego przez grupę akcjonariuszy Spółki, o stwierdzenie nieważności, ewentualnie uchylenie uchwały nr 18/06/2021 z dnia 25 czerwca 2021 roku Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy</p>

	nieważności uchwały walnego zgromadzenia	Emitenta w sprawie wycofania akcji Spółki z obrotu w alternatywnym systemie obrotu na rynku NewConnect prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.
espi nr 20/2021 (2021-08-26 19:44:27)	Informacja o zakończeniu Skupu Akcji Własnych	Zarząd e-Muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie ("Spółka", "Emitent"), w nawiązaniu do raportu ESPI nr 16/2021, niniejszym informuje, że z dniem 25 sierpnia 2021 roku Spółka zakończyła Skup Akcji Własnych Emitenta realizowany na podstawie Uchwały nr 19/06/2021 Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy Spółki z dnia 25 czerwca 2021 roku. Zgodnie z informacją otrzymaną od Trigon Dom Maklerski S.A. z siedzibą w Krakowie - firmy inwestycyjnej pośredniczącej w procesie Skupu Akcji Własnych - Emitent nie zawarł żadnej transakcji nabycia akcji własnych.
espi nr 19/2021 (2021-08-12 20:00:31)	Informacja o realizacji Skupu Akcji Własnych	Zarząd e-Muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie ("Spółka", "Emitent") w nawiązaniu do raportu ESPI nr 16/2021 niniejszym informuje, że w ramach trwającego Skupu Akcji Własnych Emitenta nie zawarto dotąd żadnej transakcji. Zarząd Emitent jednocześnie przypomina, że Skup Akcji Własnych jest realizowany na podstawie upoważnienia udzielonego Spółce uchwałą nr 15/06/2020 Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia („ZWZ”) zmienionej uchwałą ZWZ nr 19/06/2021. W ramach udzielonego Emitentowi upoważnienia Spółka uprawniona jest do nabycia do 1.484.848 akcji własnych po cenie nie wyższej niż 2,80 zł za łączną kwotę nie wyższą niż 2.000.000,00 zł. Skup Akcji Własnych będzie trwał do dnia 25 sierpnia 2021 r., chyba że wcześniej nabyte zostaną wszystkie akcje przeznaczone do nabycia lub środki przeznaczone na nabycie akcji zostaną w całości wyczerpane. Akcje własne są nabywane na rynku NewConnect prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. "NewConnect", w wyniku składania zleceń maklerskich. Firmą inwestycyjną pośredniczącą w tym procesie jest Trigon Dom Maklerski S.A. z siedzibą w Krakowie. Zarząd Spółki będzie podawać do publicznej wiadomości stosowne informacje o nabytych akcjach własnych oraz przekaże podsumowanie całego procesu Skupu Akcji Własnych

ebi nr 19/2021 (2021-08-12 18:58:45)	Raport okresowy za II kwartał 2021 r.	Zarząd e-Muzyka S.A. przekazuje w załączeniu raport okresowy za II kwartał 2021 r.
ebi nr 18/2021 (2021-08-09 14:18:48)	Otrzymanie postanowienia o oddaleniu wniosku Akcjonariuszy	Zarząd e-Muzyka S.A. informuje, że w dniu dzisiejszym, tj. 9 sierpnia 2021 roku, otrzymał z Sądu Okręgowego w Warszawie, XVI Wydział Gospodarczy odpis postanowienie o oddaleniu przez ten Sąd wniosku o udzielenie zabezpieczenie złożonego przez 4 akcjonariuszy Spółki pozwu o stwierdzenie nieważności uchwały lub ewentualne uchylene uchwały numer 18/06/2021 z dnia 25 czerwca 2021 roku Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia e-Muzyka S.A w sprawie wycofania akcji Spółki z obrotu w alternatywnym systemie obrotu na rynku NewConnect prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A Emitent do dnia dzisiejszego nie otrzymał z Sądu Okręgowego samego pozwu.
espi nr 18/2021 (2021-08-09 13:55:50)	Otrzymanie postanowienia o oddaleniu wniosku Akcjonariuszy	Zarząd e-Muzyka S.A. informuje, że w dniu dzisiejszym, tj. 9 sierpnia 2021 roku, otrzymał z Sądu Okręgowego w Warszawie, XVI Wydział Gospodarczy odpis postanowienie o oddaleniu przez ten Sąd wniosku o udzielenie zabezpieczenie złożonego przez 4 akcjonariuszy Spółki pozwu o stwierdzenie nieważności uchwały lub ewentualne uchylene uchwały numer 18/06/2021 z dnia 25 czerwca 2021 roku Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia e-Muzyka S.A w sprawie wycofania akcji Spółki z obrotu w alternatywnym systemie obrotu na rynku NewConnect prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A Emitent do dnia dzisiejszego nie otrzymał z Sądu Okręgowego samego pozwu.
ebi nr 17/2021 (2021-07-09 18:58:38)	Informacje udzielone Akcjonariuszowi poza walnym zgromadzeniem na podstawie art. 428 § 5	Zarząd e-Muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie („Spółka”, „Emitent”) niniejszym przekazuje w załączeniu do niniejszego raportu odpowiedzi na pytania Akcjonariuszy zadane w trybie art. 428 §6 KSH poza Walnym Zgromadzeniem Akcjonariuszy Spółki.

Kodeksu spółek handlowych	
espi nr 17/2021 (2021-06-29 17:19:36)	<p>Wniosek Emitenta o wycofanie akcji z obrotu na NewConnect</p> <p>Zarząd e-Muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie ("Spółka", "Emitent") informuje, że w wykonaniu Uchwały nr 18/06/2021 Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy Spółki z dnia 25 czerwca 2021 roku Spółka w dniu dzisiejszym, na podstawie art. 91, art. 92 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, złożyła do Komisji Nadzoru Finansowego wniosek o wycofanie z obrotu w alternatywnym systemie obrotu akcji serii A, B, C, D oraz E Emitenta.</p>
espi nr 16/2021 (2021-06-29 16:44:41)	<p>Przedłużenie programu skupu akcji własnych</p> <p>Zarząd e-Muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie ("Spółka", "Emitent") informuje, że w wykonaniu Uchwały nr 19/06/2021 Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy Spółki z dnia 25 czerwca 2021 roku Spółka będzie kontynuować program skupu akcji własnych, o zapoczątkowaniu, którego informowała w ramach raportu z dnia 27 maja 2021 roku ("Skup Akcji własnych"). W ramach Skupu Akcji własnych akcje nabywane będą za pośrednictwem Trigon Dom Maklerski S.A. z siedzibą w Krakowie. Emitent w ramach upoważnienia udzielonego ww. uchwałą ZWZA uprawniony jest do nabycia do 1.484.848 akcji własnych. Skup będzie kontynuowany do dnia 25 sierpnia 2021 r., chyba że wcześniej nabyte zostaną wszystkie akcje przeznaczone do nabycia lub środki przeznaczone na nabycie akcji zostaną w całości wyczerpane. Akcje własne będą nabywane na rynku NewConnect prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. "NewConnect", w wyniku składania zleceń maklerskich. Zarząd Spółki będzie podawać do publicznej wiadomości stosowne informacje o nabytych akcjach własnych.</p>
ebi nr 16/2021 (2021-06-	<p>Powołanie członków Zarządu na kolejną kadencję</p> <p>Zarząd e-Muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej: „Emitent”) informuje, że w dniu 25 czerwca 2021 roku do pełnienia funkcji członków Zarządu Spółki kolejnej kadencji powołani zostali: na stanowisko Prezesa Zarządu Spółki – Pan Jan Ejsmont, na stanowisko Wiceprezesa Zarządu Spółki – Pan Łukasz Kmiecik.</p>

25 20:13:41)		W załączeniu do niniejszego raportu Emitent przekazuje życiorysy członków Zarządu – Pana Jana Ejsmonta i Łukasza Kmiecika.
ebi nr 15/2021 (2021-06- 25 20:00:28)	Powołanie członków Rady Nadzorczej na kolejną kadencję	Zarząd e-Muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej: „Emitent”) informuje, że w dniu 25 czerwca 2021 roku Zwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy powołało członków Rady Nadzorczej Spółki nowej 3-letniej kadencji. W skład Rady Nadzorczej powołani zostali dotychczasowy jej członek Pan Andrzej Puczyński oraz nowy członek Rady Nadzorczej Pana Karol Ignatowicz. Tego samego dnia, korzystając z uprawnień osobistych, Empik S.A. z/s w Warszawie powołał w skład nowej Rady Nadzorczej Panią Ewę Szmidt-Belcarz, Panią Natalię Korzeniecką-Walak oraz Pana Piotra Świątką. W załączeniu do niniejszego raportu Emitent przekazuje życiorys nowego członka Rady Nadzorczej – Pana Karola Ignatowicza. Życiorysy pozostałych członków Rady Nadzorczej zawarte zostały w raportach bieżących dotyczących powołania tych członków Rady w ramach poprzedniej kadencji.
espi nr 15/2021 (2021-06- 25 17:56:52)	Akcjonariusze posiadający co najmniej 5% głosów na Zwyczajnym Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy w dniu 25 czerwca 2021 roku.	Zarząd Spółki e-Muzyka S.A. informuje, że podczas obrad ZWZA Spółki w dniu 25 czerwca 2021 r. reprezentowane było 95,94% kapitału akcyjnego. Ponad 5% głosów posiadali: - Empik S.A., która wykonywała prawo głosu z 12 674 963, co dawało 93,30% ogólnej liczby głosów na tym zgromadzeniu, i stanowi 89,51% w ogólnej liczbie akcji Emitenta i kapitale zakładowym.
ebi nr 14/2021 (2021-06-	Treść uchwał podjętych na Zwyczajnym Walnym Zgromadzeniu	Zarząd e-Muzyka S.A. przekazuje w załączeniu treść uchwał podjętych na Zwyczajnym Walnym Zgromadzeniu Spółki w dniu 25.06.2021 r. W stosunku do uchwał o numerach od 01/06/2021 do 20/06/2021 zgłoszono sprzeciwy do protokołu.

25 17:43:12)	Akcjonariuszy w dniu 25.06.2021 r.	
ebi nr 13/2021 (2021-06- 24 09:18:32)	Rezygnacja osoby nadzorującej	Zarząd e-Muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej: „Emitent”) informuje, że z dniem 23 czerwca 2021 roku rezygnację z pełnienia funkcji Członka Rady Nadzorczej złożył Pan Szymon Bujalski. W oświadczeniu Pan Szymon Bujalski nie podał przyczyn rezygnacji. § 3 ust. 1 pkt 7) Załącznika nr 3 do Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu Informacje bieżące i okresowe przekazywane w alternatywnym systemie obrotu na rynku NewConnect.
espi nr 13/2021 (2021-06- 07 17:27:17)	Otrzymanie informacji przekazanej na podstawie art. 69 w. zw. z art. 87 ust. 1 pkt 6 ustawy o ofercie	Zarząd e-Muzyka S.A. (dalej "Emitent" lub "Spółka") informuje, że otrzymał od Pana Jarosława Karasińskiego, pismo stanowiące informację przekazywaną na podstawie art. 69 w zw. z art. 87 ust. 1 pkt. 6 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych o zawarciu przez Pana Jacka Wolskiego, Piotra Czernek, Jarosława Karasińskiego oraz Piotra Bućko porozumienia akcjonariuszy, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt. 6 ww. ustawy oraz o spadku udziału procentowego akcji Zawiadamiających w ogólnej liczbie akcji w kapitale zakładowym Emitenta na skutek rejestracji podwyższenia kapitału zakładowego Spółki. Treść nadesłanego zawiadomienia stanowi załącznik do niniejszego raportu.
espi nr 12/2021 (2021-06- 02 17:14:13)	Zawiadomienie w trybie art. 69 ust. 1 ustawy o ofercie	Zarząd e-Muzyka S.A. informuje, że otrzymał w dniu 2 czerwca 2021 roku od Pana Jacka Wolskiego oraz Pana Piotra Czernek, drogą elektroniczną, w trybie art. 69 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych z dnia 29 lipca 2005 roku zawiadomienia o zejściu poniżej progu 5% w ogólnej liczbie głosów spółki e-Muzyka. Treść nadesłanych pism stanowi załącznik do niniejszego raportu.
espi nr 11/2021 (2021-05-	Zwołanie Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia	Zarząd e-Muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie, wpisanej do Rejestru Przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. St. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000283018 („Spółka”), działając na podstawie art. 395 § 1, art. 399 § 1, art. 4021 i art. 4022 Kodeksu Spółek Handlowych („KSH”) zwołuje Zwyczajne Walne Zgromadzenie Spółki („Walne Zgromadzenie”)

28 17:50:41)	Akcjonariuszy e-Muzyka S.A.	na dzień 25 czerwca 2021 r., na godz. 10:00, w siedzibie Spółki w Warszawie przy ul. Zwycięzców 18. W załączeniu pełna treść ogłoszenia oraz projekty uchwał.
ebi nr 12/2021 (2021-05-28 17:43:46)	Zwołanie Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy e-Muzyka S.A.	Zarząd e-Muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie, wpisanej do Rejestru Przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. St. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000283018 („Spółka”), działając na podstawie art. 395 § 1, art. 399 § 1, art. 4021 i art. 4022 Kodeksu Spółek Handlowych („KSH”) zwołuje Zwyczajne Walne Zgromadzenie Spółki („Walne Zgromadzenie”) na dzień 25 czerwca 2021 r., na godz. 10:00, w siedzibie Spółki w Warszawie przy ul. Zwycięzców 18. W załączeniu pełna treść ogłoszenia oraz projekty uchwał.
espi nr 10/2021 (2021-05-28 14:02:03)	Żądanie zwołania NWZA e-Muzyka S.A.	Zarząd spółki e-Muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie („Emitent”, „Spółka”) informuje, iż w dniu 28 maja 2021 roku do Spółki wpłynęło (drogą elektroniczną), żądanie zwołania przez Zarząd Emitenta obrad Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy Spółki („NWZA”). W załączeniu do niniejszego raportu Emitent przekazuje treść żądania wraz z projektami zgłoszonych uchwał.
ebi nr 11/2021 (2021-05-28 13:54:44)	Żądanie zwołania NWZA e-Muzyka S.A.	Zarząd spółki e-Muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie („Emitent”, „Spółka”) informuje, iż w dniu 28 maja 2021 roku do Spółki wpłynęło (drogą elektroniczną), żądanie zwołania przez Zarząd Emitenta obrad Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy Spółki („NWZA”). W załączeniu do niniejszego raportu Emitent przekazuje treść żądania wraz z projektami zgłoszonych uchwał.
espi nr 9/2021 (2021-05-27 19:18:58)	Skup akcji własnych	Zarząd e-Muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie („Spółka”, „Emitent”) informuje, że w wykonaniu Uchwały nr 15/06/2021 Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy Spółki z dnia 29 czerwca 2020 roku, z dniem 28 maja 2021 roku rozpocznie program skupu akcji własnych („Skup Akcji własnych”). W ramach Skupu Akcji własnych akcje nabywane będą za pośrednictwem Trigon Dom Maklerski S.A. z siedzibą w Krakowie. Emitent w ramach upoważnienia udzielonego ww. uchwałą NWZA uprawniony jest do nabycia do 1.484.848

		<p>akcji własnych. Skup będzie trwał w okresie od 28 maja 2021 roku do dnia 30 czerwca 2021 r., chyba że wcześniej nabyte zostaną wszystkie akcje przeznaczone do nabycia lub środki przeznaczone na nabycie akcji zostaną w całości wyczerpane.</p> <p>Akcje własne będą nabywane na rynku NewConnect prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. "NewConnect", w wyniku składania zleceń maklerskich.</p> <p>Zarząd Spółki będzie podawać do publicznej wiadomości stosowne informacje o nabytych akcjach własnych.</p>
<p>espi nr 8/2021 (2021-05-20 18:11:56)</p>	<p>Zawiadomienie w trybie art. 19 ust. 3 Rozporządzenia MAR</p>	<p>Zarząd e-Muzyka S.A. (dalej „Emitent”) informuje, że otrzymał od Pana Szymona Bujalskiego - jako osoby blisko związanej z osobami pełniącymi obowiązki zarządcze – oraz od Empik S.A, powiadomienia o nabyciu akcji Emitenta. Treść powiadomień stanowi załącznik do niniejszego raportu.</p>
<p>espi nr 7/2021 (2021-05-20 17:52:07)</p>	<p>Nabycie znacznego pakietu akcji</p>	<p>Zarząd e-Muzyka S.A. (dalej „Emitent” lub "Spółka") informuje, że w dniu dzisiejszym otrzymał od Empik Spółki Akcyjnej z siedzibą w Warszawie (dalej "Akcjonariusz") zawiadomienie w trybie art. 69 ust. 2 pkt. 1 lit. b) oraz 69 ust. 2 pkt. 2) Ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, o zwiększeniu, na skutek rejestracji w dniu 12 maja 2021 roku przez Sąd rejestrowy właściwy dla Spółki podwyższenia kapitału zakładowego Emitenta, dotychczas posiadanego przez Akcjonariusza udziału w ogólnej liczbie głosów w Spółce. Pełna treść otrzymanego od Akcjonariusza zawiadomienia umieszczona została w załączniku do niniejszego raportu.</p>
<p>ebi nr 10/2021 (2021-05-17 20:04:06)</p>	<p>Rejestracja przez Sąd podwyższenia kapitału zakładowego Spółki.</p>	<p>Zarząd e-Muzyka Spółka Akcyjna (dalej „Spółka” lub „Emitent”) informuje, iż w dniu dzisiejszym tj. 17.05.2021 roku, uzyskał informację o zarejestrowaniu przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIV Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, podwyższenia kapitału zakładowego Emitenta dokonanego uchwałą z dnia 18 stycznia 2021 roku Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy nr 3/01/2021, w drodze emisji 6.643.145 akcji imiennych serii F. Po zarejestrowaniu podwyższenia wysokość kapitału zakładowego Spółki wynosi 1.415,981,10 zł i dzieli się na 14.159.811 akcji, co daje łączną liczbę 14.159.811 akcji głosów na Walnym Zgromadzeniu Spółki. Przed podwyższeniem kapitał zakładowy Spółki wynosił 751.666,60</p>

		złotych i dzielił się na 7.516.660 akcji.
		W związku z powyższym zarejestrowana została nowa treść §7 ust. 1 i ust. 2 Statutu Spółki.
ebi nr 9/2021 (2021-05-12 22:46:27)	Raport okresowy za I kwartał 2021 r.	Zarząd e-Muzyka S.A. przekazuje w załączeniu raport okresowy za I kwartał 2021 r.
ebi nr 8/2021 (2021-05-10 22:08:22)	Aktualizacja harmonogramu publikowania raportów okresowych w 2021 r.	W nawiązaniu do raportu bieżącego nr 4/2021 „Harmonogram publikowania raportów okresowych w 2021 r.” oraz raportu ESPI nr 4/2021 „Zawarcie istotnej umowy – nabycia udziałów”, które to wydarzenie skutkowało powstaniem grupy kapitałowej Emitenta, Zarząd e-Muzyka S.A. podaje do wiadomości zaktualizowany harmonogram przekazywania raportów okresowych, publikowanych w 2021 roku. Raporty jednostkowe oraz skonsolidowane będą przekazywane w następujących terminach: Raport za I kwartał 2021 roku -12 maja 2021 roku Raport za II kwartał 2021 roku - 12 sierpnia 2021 roku Raport za III kwartał 2021 roku -15 listopada 2021 roku Ewentualne zmiany dat przekazywania raportów okresowych zostaną podane do wiadomości w formie raportu bieżącego najpóźniej na dwa dni przed publikacją raportu okresowego w nowym terminie
ebi nr 7/2021 (2021-03-16 21:30:35)	Raport roczny e-Muzyka S.A. za 2020 r.	Zarząd spółki e-Muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie przekazuje w załączeniu raport roczny e-Muzyka S.A. za 2020 rok.
ebi nr 6/2021	Otrzymanie postanowienia o	Zarząd e-Muzyka S.A. informuje, że w dniu dzisiejszym, tj. 24 lutego 2021 roku, otrzymał z Sądu Okręgowego w Warszawie odpis postanowienia o udzieleniu przez ten Sąd zabezpieczenia złożonego przez 4 akcjonariuszy

(2021-02-24 20:43:53)	zabezpieczeniu pozwu Akcjonariuszy	Spółki pozwu o stwierdzenie nieważności, ewentualnie uchylenie, uchwały nr 03/01/2021 z dn. 18 stycznia 2021 r. Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy e-Muzyka S.A. w Warszawie w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego spółki z wyłączeniem prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy oraz w sprawie zmiany statutu Spółki, poprzez wstrzymanie jej wykonania do czasu wydania prawomocnego orzeczenia w sprawie. Emitent do dnia dzisiejszego nie otrzymał z Sądu Okręgowego samego pozwu.
espi nr 6/2021 (2021-02-24 20:32:51)	Otrzymanie postanowienia o zabezpieczeniu pozwu Akcjonariuszy	Zarząd e-Muzyka S.A. informuje, że w dniu dzisiejszym, tj. 24 lutego 2021 roku, otrzymał z Sądu Okręgowego w Warszawie odpis postanowienia o udzieleniu przez ten Sąd zabezpieczenia złożonego przez 4 akcjonariuszy Spółki pozwu o stwierdzenie nieważności, ewentualnie uchylenie, uchwały nr 03/01/2021 z dn. 18 stycznia 2021 r. Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy e-Muzyka S.A. w Warszawie w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego spółki z wyłączeniem prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy oraz w sprawie zmiany statutu Spółki, poprzez wstrzymanie jej wykonania do czasu wydania prawomocnego orzeczenia w sprawie. Emitent do dnia dzisiejszego nie otrzymał z Sądu Okręgowego samego pozwu.
espi nr 5/2021 (2021-02-10 22:32:50)	Zawarcie zabezpieczonych umów kredytowych z mBank S.A.	Zarząd e-Muzyka S.A. informuje, że w dniu dzisiejszym, tj. 10 lutego 2021 roku, zostały podpisane przez Zarząd Emitenta, jako kredytobiorcę, następujące umowy kredytu ze spółką mBank S.A.: a. umowa o kredyt w rachunku bieżącym z przeznaczeniem na finansowanie bieżącej działalności w kwocie 4.000.000 zł (cztery miliony złotych). b. umowa o kredyt obrotowy w kwocie 2.000.000 zł (dwa miliony złotych) z przeznaczeniem na uzupełnienie kapitału obrotowego po ewentualnej wypłacie dywidendy. Warunkiem uruchomienia kredytu jest wypłata dywidendy. Oba kredyty są oprocentowane w oparciu o zmienną stawkę oprocentowania skonstruowaną w oparciu o wskaźnik Wibor 1M powiększony o marżę. Spłata obu kredytów została zabezpieczona przez Spółkę. Umowy kredytowe zawarte zostają na okres 24 miesięcy.

ebi nr 5/2021 (2021-02-01 23:05:23)	Incydentalne naruszenie Dobrych Praktyk spółek notowanych na NewConnect	W związku z pkt 16a "Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na NewConnect" Zarząd e-Muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej: "Emitent") informuje o incydentalnym naruszeniu przez Emitenta obowiązku informacyjnego określonego w Załączniku nr 3 do Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu ("ASO") w zakresie nieprzekazania w odpowiednim terminie raportu bieżącego z harmonogramem publikacji raportów okresowych w roku 2021. Emitent wskazuje, iż powodem naruszenia było niedopatrzenie o charakterze incydentalnym. Zarząd Emitenta dołoży wszelkich starań, aby podobne zdarzenia nie miały miejsca w przyszłości.
ebi nr 4/2021 (2021-02-01 22:47:51)	Harmonogram publikowania raportów okresowych w 2021 r.	Zarząd e-Muzyka S.A. podaje do wiadomości harmonogram przekazywania raportów okresowych publikowanych w 2021 roku. Raporty będą przekazywane w następujących terminach: Raport roczny za 2020 rok - 16 marca 2021 roku W związku z publikacją raportu rocznego w powyższym terminie, zgodnie z §6 ust.10a Załącznika Nr 3 do Regulaminu ASO "Informacje Bieżące i Okresowe przekazywane w Alternatywnym Systemie Obrotu na rynku NewConnect", Spółka nie będzie publikowała raportu okresowego za IV kwartał 2020 r. Raport za I kwartał 2021 roku - 12 maja 2021 roku Raport za II kwartał 2021 roku - 12 sierpnia 2021 roku Raport za III kwartał 2021 roku - 15 listopada 2021 roku Ewentualne zmiany dat przekazywania raportów okresowych zostaną podane do wiadomości w formie raportu bieżącego najpóźniej na dwa dni przed publikacją raportu okresowego w nowym terminie
ebi nr 3/2021 (2021-02-01 21:54:28)	Informacje udzielone Akcjonariuszowi poza walnym zgromadzeniem na podstawie art. 428 § 5 Kodeksu spółek handlowych	Zarząd e-Muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie („Spółka”, „Emitent”) przekazuje, w załączeniu do niniejszego raportu, odpowiedzi udzielone Akcjonariuszowi poza walnym zgromadzeniem na podstawie art. 428 §5 Kodeksu spółek handlowych.

<p>espi nr 4/2021 (2021-01- 18 17:56:04)</p> <p>Zawarcie istotnej umowy - nabycia udziałów</p>	<p>Zarząd e-Muzyka S.A. (dalej „Emitent”) informuje, że w dniu dzisiejszym, tj. 18 stycznia 2021 roku, w wykonaniu uchwały nr 03/01/2021 Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy Emitenta z dnia 18 stycznia 2021 roku oraz umowy objęcia akcji serii „F”, zawarł ze spółką pod firmą Empik S.A. z siedzibą w Warszawie umowę przeniesienia własności aportu w postaci 50.000 (pięćdziesiąt tysięcy) udziałów w spółce Empik Ventures sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie przy ul. Marszałkowskiej 104/122, 00-017 Warszawa, wpisanej do rejestru przedsiębiorców pod numerem KRS: 0000736856, o łącznej wartości nominalnej 5.000.000 zł (pięć milionów złotych), stanowiących 100% kapitału zakładowego spółki Empik Ventures sp. z o.o. oraz uprawniających do wykonywania 100% głosów na zgromadzeniu wspólników spółki Empik Ventures sp. z o.o. (dalej „Udziały”)</p> <p>Wartość godziwa Udziałów została oszacowana w sprawozdaniu Zarządu sporządzonym zgodnie z art. 431 § 7 w zw. z art. 311 § 1 Kodeksu spółek handlowych na kwotę 25.705.759 zł (dwadzieścia pięć milionów siedemset pięć tysięcy i siedemset pięćdziesiąt dziewięć złotych) na podstawie wyceny wartości godziwej Empik Venture sp. z o.o. sporządzonej przez Ground Frost Sp. z o.o. na dzień 31 października 2020 r. (tj. dzień przypadający nie wcześniej niż sześć miesięcy przed dniem wniesienia wkładu) („Wycena”) oraz opinii biegłego rewidenta z badania Wyceny z dnia 18 grudnia 2020 r. sporządzonej przez Polską Grupę Audytorską sp. z o.o. sp.k., w imieniu której działała biegły rewident Bartłomiej Kurylak (biegły rewident nr 12534), oraz opisana została szczegółowo w sprawozdaniu Zarządu Spółki z dnia 22 grudnia 2020 roku sporządzonym na podstawie art. 431 § 7 w zw. z art. 311 § 1 Kodeksu spółek handlowych.</p>
<p>ebi nr 2/2021 (2021-01- 18 17:27:46)</p> <p>Treść uchwał podjętych na Nadzwyczajnym Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy w dniu 18.01.2021 r.</p>	<p>Zarząd e-Muzyka S.A. przekazuje w załączeniu treść uchwał podjętych na Nadzwyczajnym Walnym Zgromadzeniu Spółki w dniu 18.01.2021 r., w tym treść tekstu jednolitego statutu Spółki po dokonanych zmianach wraz z załącznikami do uchwał. W stosunku do uchwał o numerach 03/01/2021 oraz 04/01/2021 zgłoszono sprzeciw do protokołu.</p>

<p>espi nr 3/2021 (2021-01-18 17:11:30)</p>	<p>Akcjonariusze posiadający co najmniej 5% głosów na Nadzwyczajnym Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy w dniu 18 stycznia 2021 roku.</p>	<p>Zarząd Spółki e-Muzyka S.A. informuje, że podczas obrad NWZA Spółki w dniu 18 stycznia 2021 r. reprezentowane było 92,31% kapitału akcyjnego. Ponad 5% głosów posiadali: - Empik S.A., która wykonywała prawo głosu z 6 031 818 akcji, co dawało 86,93% ogólnej liczby głosów na tym zgromadzeniu, i stanowi 80,25% w ogólnej liczbie akcji Emitenta i kapitale zakładowym, - Jacek Wolski który wykonywał prawo głosu z 378 000 akcji, co dawało 5,45% ogólnej liczby głosów na tym zgromadzeniu, i stanowi 5,03% w ogólnej liczbie akcji Emitenta i kapitale zakładowym, - Piotr Czernek, który wykonywał prawo głosu z 420 000 akcji, co dawało 6,05% ogólnej liczby głosów na tym zgromadzeniu, i stanowi 5,59% w ogólnej liczbie akcji Emitenta i kapitale zakładowym.</p>
<p>espi nr 2/2021 (2021-01-15 16:10:24)</p>	<p>Zawarcie porozumienia akcjonariuszy dotyczącego zgodnego głosowania na Walnym Zgromadzeniu</p>	<p>Zarząd e-Muzyka S.A. informuje, że otrzymał w dniu 15 stycznia 2021 roku od Pana Jarosława Karasińskiego, 69 Ustawy o ofercie - pismo stanowiące zawiadomienie w trybie art. 69 w zw. z art. 87 ust. 1 pkt. 6 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych z dnia 29 lipca 2005 roku o zawarciu przez Pana Jacka Wolskiego, Piotra Czernek, Jarosława Karasińskiego oraz Piotra Bućko porozumienia akcjonariuszy, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt. 6) ww. ustawy. Treść nadesłanego zawiadomienia stanowi załącznik do niniejszego raportu.</p>
<p>ebi nr 1/2021 (2021-01-05 21:05:30)</p>	<p>Odpowiedzi na pytania Akcjonariuszy zadane w trybie art. 428 par.6 KSH</p>	<p>Zarząd e-Muzyka S.A. z siedzibą w Warszawie („Spółka”, „Emitent”) niniejszym przekazuje w załączeniu do niniejszego raportu odpowiedzi na pytania Akcjonariuszy zadane w trybie art. 428 §6 KSH poza Walnym Zgromadzeniem Akcjonariuszy Spółki.</p>

Źródło: opracowanie własne na podstawie <https://biznes.pap.pl/pl/reports/espi/all,0,0,0,1>

15.3. Teoretyczne podstawy racjonalności ewentualnego *delistingu*

Racjonalność ewentualnego działania polegającego na *delistingu*, czyli wycofaniu akcji spółki z obrotu publicznego, które potocznie można rozumieć jako opuszczenie giełdy przez spółkę zależy od analizy kosztów i korzyści, jakich doświadcza spółka będąc lub nie będąc notowana na giełdzie. Jak wskazuje się w literaturze: „przedsiębiorstwa oczekują wielu korzyści z wejścia na giełdę, z których najważniejszą jest zdolność do pozyskiwania funduszy, poprawa zewnętrznego monitorowania, wzrost siły przetargowej wobec banków oraz lepsza reputacja i wiarygodność [...] Generalnie istnieją co najmniej trzy główne motywy notowania na giełdzie: finansowanie inwestycji, transfer majątku od nowych akcjonariuszy do obecnych akcjonariuszy oraz zwiększenie płynności. Z drugiej strony wejście na giełdę gwałtownie zwiększa koszty. Koszty mogą być zarówno bezpośrednie, jak i pośrednie. Po pierwsze, oprócz kosztów na etapie pierwszej oferty publicznej, spółki giełdowe ponoszą bieżące koszty, takie jak opłaty nałożone przez giełdy i organy regulacyjne. Po drugie, istnieją koszty pośrednie związane zarówno z kosztami przestrzegania przepisów (obejmujące koszty audytu i ujawniania informacji), jak i kosztami agencji (wynikającymi z konfliktu interesów)”¹⁶⁸. *Delisting* oznacza ograniczenie możliwości korzystania z korzyści, których doświadczają spółki giełdowe. Gdyby przyjąć *delisting* za jedno z działań będących konsekwencją przeprowadzenia Transakcji, działanie to samo w sobie poddawałoby w wątpliwość jej racjonalność.

Co więcej, wątpliwości mnożą się ze względu na wyniki badań empirycznych w tym obszarze. Badania wskazują, że działanie polegające na wycofaniu z giełdy skutkuje umiarkowanym spadkiem inwestycji i oszczędności gotówkowych oraz istotnym spadkiem zatrudnienia¹⁶⁹.

Ze względu na powyższe, do analizy kosztów i korzyści z *delistingu*, należy podchodzić z należytą ostrożnością. Przesłanki ekonomiczne prezentowane w literaturze przedmiotu, bazujące co do zasady na założeniu racjonalności postępowania uczestników rynku, prowadzącego do maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa, należy uzupełnić w prowadzonej analizie przesłankami behawioralnymi. Pogłębiona analiza racjonalności ewentualnego działania polegającego na *delistingu*, jest zasadna szczególnie w kontekście błędnego wyznaczenia parytetu wymiany udziałów spółki Empik Ventures sp. z o.o. (pośrednio Going sp. z o.o.) na akcje spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31.10.2020 r.

¹⁶⁸ Martinez, I., Serve, S. (2017). Reasons for delisting and consequences: a literature review and research agenda. *Journal of Economic Surveys*, 31(3), s. 733-770.

¹⁶⁹ Bakke, T., Jens, C., Whited, T. (2012). The real effects of delisting: Evidence from a regression discontinuity design. *Finance Research Letters*, 9(4): 183-193.

Warto przy tym nadmienić, że jak zauważa dyrektor działu analiz w Millennium Dom Maklerski: „sytuacje, gdy główny akcjonariusz stosunkowo szybko po debiucie i spadku notowań robi wezwanie i chce wycofać spółkę z giełdy, nasuwają podejrzenia. Można się zastanawiać, czy upublicznienie firmy nie było potrzebne tylko do zainkasowania przez właścicieli gotówki lub do pozyskania przez firmę kapitału niskim kosztem, a kolejne lata to okres słabszych wyników – ze szkodą dla mniejszościowych akcjonariuszy”¹⁷⁰. Ewentualny *delisting* spółki e-Muzyka S.A. miałby miejsce wiele lat po jej debiucie, niemniej mechanizmy stojące u podstaw ewentualnych motywów działań, wynikające z pozycji akcjonariuszy mniejszościowych, mogłyby pozostawać podobne.

W odniesieniu do trudności, jakie *delisting* rodzi dla spółki, badania wykazują, że nierzadko wycofanie spółki z giełdy niszczy wartość, zwłaszcza jeżeli procedura jest zainicjowana przez akcjonariuszy kontrolujących w celu uzyskania prywatnych korzyści kosztem akcjonariuszy mniejszościowych. Podręcznikowo, procedura przebiega w ten sposób, że kontrolujący udziałowcy – chcąc pełnej kontroli – w celu przejęcia spółki na własność wycofują ją z giełdy. W tym celu zwiększają oni liczbę posiadanych akcji (praw głosu), aż do poziomu umożliwiającego *delisting*. W praktyce proces jest często poprzedzony zwiększeniem kontroli przez dominującego akcjonariusza poprzez publiczną ofertę przejęcia¹⁷¹.

W praktyce wskazuje się, że działanie polegające na wycofaniu z giełdy może być sposobem dla akcjonariuszy kontrolujących na „wywłaszczenie” akcjonariuszy mniejszościowych z wartości posiadanych akcji z co najmniej dwóch powodów. Po pierwsze, akcjonariusze kontrolujący mogą działać w oparciu o prywatne informacje (nie dostępne dla udziałowców mniejszościowych) i podejmować decyzje wyłącznie we własnym interesie. Asymetria informacji stawia akcjonariuszy mniejszościowych w niekorzystnej pozycji. Po drugie, akcjonariusze kontrolujący mają silną pozycję przetargową w stosunku do akcjonariuszy mniejszościowych, gdyż nie muszą płacić premii za kontrolę. W konsekwencji skutkuje to z reguły niskimi ofertami wykupu akcji skierowanymi do inwestorów mniejszościowych – udziałowcy większościowi oferują akcjonariuszom mniejszościowym niską cenę wykupu, tj. cenę pomniejszoną o premię za kontrolę. Ponadto, w takich przypadkach brak konkurencji ze

¹⁷⁰ Rudke, M. (2021). Zjeść ciastko i mieć ciastko. Czyli tanie delistingi niedługo po debiucie. Parkiet. <https://www.parkiet.com/analizy-rynkowe/art19651821-zjesc-ciastko-i-miec-ciastko-czyli-tanie-delistingi-niedlugo-po-debiucie>

¹⁷¹ Martinez, I., Serve, S. (2017). Reasons for delisting and consequences: a literature review and research agenda. *Journal of Economic Surveys*, 31(3), s. 733-770.

strony zewnętrznych oferentów dodatkowo wpływa in minus na zaoferowaną ceną wykupu akcji¹⁷².

Niektórzy autorzy jeszcze dosadniej opisują to zjawisko. W odniesieniu do przeprowadzenia *delistingu* przez udziałowca większościowego, wskazują, iż w rzeczywistości papiery wartościowe posiadane przez udziałowców mniejszościowych stają się niemalże bezwartościowe. Ogłoszenie decyzji o *delistingu* przez sam podmiot, jeśli jest to wycofanie z giełdy decyzją podmiotu lub przymusowo przez giełdę, powoduje spiralę spadku cen akcji, czyniąc udziały mniejszościowe bezwartościowymi. Dzieje się tak dlatego, że gdy akcje zostają wycofane z giełdy, obrót nimi jest znacząco utrudniony, lub – w niektórych przypadkach – niemal niemożliwy¹⁷³.

Wszystkie powyższe rozważania uprawdopodobniają konkluzję, iż gdyby przyjąć działanie polegające na *delistingu* za jedną z konsekwencji przeprowadzenia Transakcji, to działanie to samo w sobie poddawałoby w wątpliwość jej racjonalność.

Konkludując wszystkie powyższe rozważania można stwierdzić, iż fakt uzyskania wkładu niepieniężnego w postaci 50.000 udziałów w spółce Empik Ventures sp. z o.o. (pośrednio Going sp. z o.o.) na drodze podwyższenia kapitału spółki e-Muzyka S.A. mógł nie być optymalnym rozwiązaniem z punktu widzenia działań podejmowanych po dacie wyceny.

Do konkluzji tej doprowadziła powyższa analiza, która wskazuje, iż badane spółki nie komunikowały aktywności w obszarze wspólnych działań, a ewentualne działanie polegające na *delistingu* mogłoby nie być optymalnym rozwiązaniem z punktu widzenia interesu Spółki. Wniosek został sformułowany na bazie całości dostępnego materiału źródłowego.

¹⁷² Croci, E., Ehrhardt, O. and Nowak, E. (2013) The corporate governance endgame - An economic analysis of minority squeeze-out regulation in Germany. Working Paper, <http://ssrn.com/abstract=2080745x>.

¹⁷³ Tourani, A., Ingley, C. (2011). Handbook of emerging issues in corporate governance. World Scientific: New Jersey.

Podsumowanie

Celem niniejszego Sprawozdania był zbadanie na koszt Spółki zagadnień związanych z prowadzeniem spraw Spółki szczegółowo określonych w projekcie uchwały w sprawie powołania biegłego rewidenta do spraw szczególnych poddanej pod głosowanie w ramach punktu 11 porządku obrad Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia Spółki z dnia 29 czerwca 2022 r. odbytego w Warszawie i zaprotokołowanego przez notariusza Martę Józefinę Pruszczyńską w akcie notarialnym rep. A nr 5024/2022 (uchwała nr 16/06/2022)

Konkludując wszystkie zaprezentowane w niniejszym Sprawozdania rozważania, można stwierdzić, iż wszystkie cele określone w postanowieniu Sądu Rejonowego dla m. st. Warszawy w Warszawie, XIV Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, z dnia 06.12.2022 w przedmiocie wyznaczenia rewidenta do spraw szczególnych zostały osiągnięte. W tym w szczególności:

- 1) Oznaczono strony przedmiotowej Transakcji oraz ustalono chronologiczny jej przebieg, a także ustalono uwarunkowania prawne przedmiotowej Transakcji (rozdział 1),
- 2) Zbadano ekonomiczną celowości przedmiotowej Transakcji pod kątem interesów Spółki i wykazano, iż celowość ekonomiczna Transakcji była ograniczona z punktu widzenia niewłaściwego określenia ewentualnych korzyści (innych niż efekt synergii), które miałyby być efektem Transakcji (rozdział 2),
- 3) Oceniono kondycję finansową e-Muzyka S.A., Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. w całym okresie, dla którego dostępna była dokumentacja źródłowa, przy wykorzystaniu wybranych metod analizy finansowej i wykazano, iż kondycja finansowa Going sp. z o.o. (a pośrednio również Empik Ventures sp. z o.o.) była istotnie gorsza niż sytuacja finansowa e-Muzyka S.A. (rozdział 3),
- 4) Zbadano prawidłowość i aktualność założeń o charakterze finansowym oraz techniczno-ekonomicznym uzasadniających racjonalność ekonomiczną przeprowadzenia Transakcji i wykazano nieprawidłowość i nieaktualność przyjętych założeń (rozdział 4),
- 5) Zbadano czy wykonane analizy i prognozy były wystarczające do podjęcia decyzji o przeprowadzeniu Transakcji z należyтым rozeznaniem i starannością, a także czy istniały podstawy, aby rozszerzyć, powtórzyć lub zweryfikować przeprowadzone Analizy przed podjęciem decyzji o przeprowadzeniu Transakcji, z uwagi na ich ograniczony zakres, rozbieżności, nieoczekiwane wyniki lub inne przesłanki i ustalono, że wykonane Analizy nie były wystarczające do podjęcia decyzji o przeprowadzeniu Transakcji z należyтым rozeznaniem i starannością (rodział 5),
- 6) Zbadano prawidłowość założeń dotyczących ewentualnych specyficznych synergii generowanych w związku z przeprowadzeniem Transakcji i wykazano, iż założenia dotyczące ewentualnych specyficznych efektów synergii były nieprawidłowe (rozdział 6),

- 7) Zbadano realne finansowe i techniczno-ekonomiczne efekty przeprowadzenia Transakcji na tle przyjętych założeń, w tym w szczególności przeprowadzono kompleksową analizę finansową i techniczno-ekonomiczną obejmującą całościowo następujące obszary: – przychody, – koszty, – wynik finansowy, – rentowność, – sytuacja majątkowa, – sytuacja kapitałowa, – pokrycie finansowe majątku, – płynność finansowa, – aktywa niematerialne i działalność innowacyjna, – efektywność gospodarowania, – wspomaganie operacyjne i finansowe, – tworzenie wartości, – pozycja przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym i wykazano, że w okresie po przeprowadzeniu Transakcji (w roku 2021) realna finansowa i techniczno-ekonomiczna sytuacja finansowa Going sp. z o.o. (a pośrednio również Empik Ventures sp. z o.o.) była istotnie gorsza niż sytuacja finansowa e-Muzyka S.A., choć uległa poprawie względem roku 2020 (rozdział 7),
- 8) Zbadano okoliczności podjęcia przez organy Spółki decyzji o realizacji przedmiotowej transakcji oraz osoby odpowiedzialne za podjęcie decyzji w tym zakresie – przy czym analiza ta została poczyniona w ograniczonym zakresie z uwagi na niepełne dane źródłowe (rozdział 8),
- 9) Zbadano pod kątem zgodności z właściwymi przepisami prawa oraz regulacjami korporacyjnymi decyzję o realizacji Transakcji, a następnie proces realizacji Transakcji (rozdział 9),
- 10) Zbadano czy przed realizacją przedmiotowej Transakcji wykonywane były analizy, wyceny lub inne opracowania, a jeżeli tak - kto je wykonywał i na czyje zlecenie oraz kto poniósł koszty ich sporządzenia (rozdział 10),
- 11) Zbadano czy podjęte przez strony Transakcji decyzje o realizacji Transakcji poprzedzone były uzyskaniem odpowiednich zgód korporacyjnych, wymaganych przez przepisy prawa oraz postanowienia statutów/umów spółek, w tym czy uchwały organów były podjęte w sposób prawidłowy, w kontekście regulaminów rad nadzorczych, statutów/umów spółek, zasad ładu korporacyjnego oraz przepisów prawa – z ograniczeniem do przekazanego materiału źródłowego (obejmującego swoim zakresem wyłącznie Uchwałę nr 01/01/2018 Rady Nadzorczej e-Muzyka S.A. z dnia 18.01.2021r oraz Uchwałę nr 03/01/2021 z dnia 18 stycznia 2021 roku Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia e-Muzyka S.A. w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego z wyłączeniem prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy Spółki w całości oraz zmiany statutu Spółki) (rozdział 11),
- 12) Zbadano i podjęto próbę wyjaśnienia powiązań osobowych między spółką e-Muzyka S.A. a Empik S.A., Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. W wyniku przeprowadzonego badania ustalono, iż istniały powiązania osobowe między Spółką a Empik S.A., Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. (rozdział 12),
- 13) Przeanalizowano rzetelność wyceny wartości spółki Going sp. z o.o. na dzień 31.10.2020 r. oraz spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31.10.2020 r. określonych w wycenach sporządzonych przez Ground Frost sp. z o.o. sp.k. dnia 27.11.2020 r., a także ustalono

- czy występują odstępstwa od standardów wyceny, a jeżeli tak to w jakim zakresie i wykazano, iż wyceny e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o. były nierzetelne (rozdział 13),
- 14) Przeanalizowano prawidłowość parytetu wymiany udziałów spółki Empik Ventures sp. z o.o. na akcje spółki e-Muzyka S.A. na dzień 31.10.2020 r., a także ustalono czy występują nieprawidłowości w zakresie ww. parytetu, a jeżeli tak to w jakim zakresie i wykazano, iż parytet wymiany udziałów spółki Empik Ventures sp. z o.o. na akcje spółki e-Muzyka S.A. ustalony był nieprawidłowo (rozdział 14),
- 15) Przeanalizowano działania podjęte po dacie wyceny, w szczególności rzetelność i terminowość raportowania finansowego dla spółek Going sp. z o.o. i e-Muzyka S.A., w świetle obowiązujących wymagań prawnych i wykazano, iż działania podjęte po dacie wyceny nie dają się jednoznacznie ocenić z punktu widzenia interesu Spółki (rozdział 15).

Lista tabel

Tabela 1. Chronologia zdarzeń	31
Tabela 2. Odsetek udziałów e-Muzyka S.A., Empik Ventures Sp. z o.o. oraz Going Sp. z o.o. posiadanych przez Empik S.A.	50
Tabela 3. Porównanie działalności e-Muzyka S.A. oraz Going Sp. z o.o.....	51
Tabela 4. Skrócona analiza efektów synergii	56
Tabela 5. Porównanie EBIT, EBITDA i wyniku netto dla e-Muzyka S.A. i Going sp. z o.o.	98
Tabela 6. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	100
Tabela 7. Rentowność aktywów e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.	102
Tabela 8. Rentowność kapitału własnego e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.....	103
Tabela 9. Rentowność kapitału całkowitego e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.....	104
Tabela 10. Rentowność operacyjna sprzedaży, Marża EBIT oraz rentowność brutto dla e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.	107
Tabela 11. Wskaźniki bieżącej, przyspieszonej i natychmiastowej płynności finansowej dla e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.	107
Tabela 12. Wskaźnik pokrycia aktywów trwałych kapitałem własnym i rezerwami długoterminowymi dla Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.	111
Tabela 13. Złota zasada bilansowa i złota zasada finansowa dla Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.	112
Tabela 14. Wskaźnik relacji kapitału obrotowego netto do aktywów ogółem dla Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.	114
Tabela 15. Okres splywu należności, okres regulowania zobowiązań, okres utrzymywania zapasów oraz cykl konwersji gotówki dla Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.....	115
Tabela 16. Wskaźnik trwałości struktury finansowania dla e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.	118
Tabela 17. Efekt dźwigni finansowej dla e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.	118
Tabela 18. Wskaźnik relacji zobowiązań i rezerw na zobowiązania do kapitału własnego oraz wskaźnik relacja kapitałów obcych długoterminowych do kapitału stałego dla e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.	119
Tabela 19. Wskaźnik pokrycia odsetek oraz wskaźnik pokrycia zobowiązań odsetkowych nadwyżką finansową dla e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.	120
Tabela 20. Model dyskryminacyjny Instytutu Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk dla e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.....	122
Tabela 21. Model dyskryminacyjny Mączyńskiej dla e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.	123
Tabela 22. Model „poznański” dla e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.	124
Tabela 23. Model dyskryminacyjny Appenzeller-Szarzec dla e-Muzyka S.A.....	125
Tabela 24. Analiza ewentualnych synergii możliwych do wystąpienia w efekcie przeprowadzenia Transakcji	147
Tabela 25. Analiza rentowności i produktywności e-Muzyka S.A.	157
Tabela 26. Analiza rentowności i produktywności Going sp. z o.o.	158

Tabela 27. Analiza płynności finansowej e-Muzyka S.A.....	160
Tabela 28. Analiza płynności finansowej Going sp. z o.o.....	160
Tabela 29. Analiza sytuacji majątkowo-kapitałowej e-Muzyka S.A.....	162
Tabela 30. Analiza sytuacji majątkowo-kapitałowej Going sp. z o.o.....	162
Tabela 31. Analiza gospodarowania kapitałem obrotowym netto e-Muzyka S.A.....	163
Tabela 32. Analiza gospodarowania kapitałem obrotowym netto Going sp. z o.o.....	164
Tabela 33. Analiza zadłużenia e-Muzyka S.A.	164
Tabela 34. Analiza zadłużenia Going sp. z o.o.	165
Tabela 35. Model dyskryminacyjny Instytutu Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk dla e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.....	166
Tabela 36. Model Mączyńskiej dla e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.....	167
Tabela 37. Model „poznański” dla e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.....	168
Tabela 38. Model Appenzeller-Szarzec dla e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.	169

Lista wykresów

Rysunek 1. Przychody ze sprzedaży e-Muzyka S.A.	95
Rysunek 2. Przychody ze sprzedaży Going sp. z o.o.	96
Rysunek 3. Zysk na sprzedaży e-Muzyka S.A.	97
Rysunek 4. Strata na sprzedaży Going sp. z o.o.	98
Rysunek 5. Kapitał własny e-Muzyka S.A.	99
Rysunek 6. Kapitał własny Going sp. z o.o.	100
Rysunek 7. Rentowność operacyjna aktywów e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.	102
Rysunek 8. Rentowność sprzedaży e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.	104
Rysunek 9. Rentowność netto sprzedaży e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.	105
Rysunek 10. Rentowność ekonomiczna sprzedaży e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.	106
Rysunek 11. Dynamiczny wskaźnik płynności finansowej dla e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.	110
Rysunek 12. Wskaźnik nadwyżki finansowej do przychodów ze sprzedaży dla e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.	110
Rysunek 13. Kapitał obrotowy netto w Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.	113
Rysunek 14. Ogólne zadłużenie e-Muzyka S.A. oraz Going sp. z o.o.	117

Zakończenie

Niniejsze Sprawozdanie ma znaczenie wyłącznie jako całość.

Sprawozdanie zawiera 273 kolejno ponumerowanych stron. Na stronach 1- 255 zawarto treść główną Sprawozdania. Na stronach 256 – 273 zawarto załącznik do Sprawozdania.

Sprawozdanie zostało sporządzone w dwóch jednobrzmiących egzemplarzach.

dr hab. Dawid Szutowski,
rewident ds. szczególnych

Poznań, dnia 03.03.2023

Załącznik 1 – Analiza udostępnionej dokumentacji

Analiza dokumentacji, która została udostępniona, na tle dokumentacji podlegającej udostępnieniu rewidentowi ds. szczególnych na bazie Postanowienia Sądu z dnia 06.12.2022 r. nawiązującego do projektu uchwały w sprawie powołania biegłego rewidenta do spraw szczególnych poddanej pod głosowanie w ramach punktu 11 porządku obrad Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia Spółki z dnia 29 czerwca 2022 r. odbytego w Warszawie i zaprotokołowanego przez notariusza Martę Józefinę Pruszczyńską w akcie notarialnym rep. A nr 5024/2022 (uchwała nr 16/06/2022), wskazuje na istotne braki. Syntetyczna charakterystyka udostępnionej dokumentacji jest następująca:

- zakres udostępnionej dokumentacji nie pokrywał się z zakresem dokumentacji podlegającej udostępnieniu rewidentowi ds. szczególnych,
- zakres czasowy przekazanej dokumentacji (dla tych nielicznych dokumentów, które zostały udostępnione) nie pokrywał się z zakresem czasowym dokumentacji podlegającej udostępnieniu rewidentowi ds. szczególnych,
- liczba przekazanych dokumentów była w rzeczywistości dużo mniejsza niż wynikałoby to z pobieżnej analizy listy przekazanych dokumentów ze względu na to, że w licznych przypadkach te same dokumenty były na liście wymienione kilkakrotnie (np. plik dodatkowe uzasadnienie nabycia udziałów Going sp. z o.o.pdf powtarzał się na liście aż pięciokrotnie),
- część plików została udostępniona w ostatnim dniu roboczym (03.03.2023) poprzedzającym datę wyznaczającą ostateczny termin złożenia niniejszego Sprawozdania, wynikającą z Uchwała nr 16/06/2022, do której odwołano się w Postanowieniu Sądu Rejonowego dla m. st. Warszawy w Warszawie, XIV Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego w sprawie sygn. akt 32588/22/452, z dnia 06.12.2022 w przedmiocie wyznaczenia rewidenta do spraw szczególnych.

Szczegółowa analiza udostępnionej dokumentacji została zawarta w tabeli poniżej.

Tabela 1. Dokumentacja udostępniona po terminie określonym w „Ostatecznym wezwaniu do udostępnienia dokumentacji”, tj. do dnia 06.02.2023 r. włącznie

Dokumentacja podlegająca udostępnieniu rewidentowi ds. szczególnych	Udostępniona dokumentacja
(a) roczne sprawozdania finansowe Spółki, Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. za lata 2015 – 2021;	Częściowo
(b) kwartalne bilanse Spółki, Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. za wszystkie kwartały w okresie 01.2015 – 06.2022;	Istotne braki

(c) kwartalne rachunki zysków i strat Spółki, Spółki, Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp.z o.o. za wszystkie kwartały w okresie 01.2015–06.2022;	Istotne braki
(d) kwartalne rachunki przepływów pieniężnych i Spółki, Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. za wszystkie kwartały w okresie 01.2015 – 06.2022;	Istotne braki
(e) zestawienia obrotów i sald kont księgi głównej Spółki, Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. na koniec każdego miesiąca w okresie 01.2015 – 06.2022 w wersji elektronicznej (preferowany format xlsx);	Istotne braki
(f) ewidencję środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych Spółki, Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. na dzień 18.01.2021 roku z podziałem środków trwałych na poszczególne grupy, wraz z tabelami amortyzacyjnymi;	Tak
(g) ewidencję środków trwałych w budowie Spółki, Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. na dzień 18.01.2021 r.;	Istotne braki, ostatni dzień
(h) wiekowania należności, zobowiązań oraz zapasów Spółki, Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. na dzień 18.01.2021 r.;	Częściowo
(i) harmonogramy nakładów inwestycyjnych Spółki, Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. na lata 2020 – 2022;	Istotne braki
(j) dane na temat stanu zadłużenia (kredyty, leasingi, pożyczki) Spółki, Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. na dzień 18.01.2021 roku wraz z harmonogramem ich spłaty oraz wysokością oprocentowania poszczególnych składników zadłużenia;	Istotne braki
(k) informacje o zadłużeniu Spółki, Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. w okresie 01.2015 – 06.2022, w tym przede wszystkim o wszystkich umowach na kredyty, leasingi oraz pożyczki obowiązujące w tym okresie;	BRAK
(l) informacje o wartości aktywów nieoperacyjnych Spółkę, Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. na dzień 18.01.2021 roku;	BRAK
(m) informacje o dotacjach otrzymanych przez Spółkę, Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. oraz zasadach i stanie ich rozliczenia według stanu na dzień 18.01.2021 roku(jeżeli dotyczy);	Istotne braki, ostatni dzień
(n) wyciągi bankowe potwierdzające saldo środków pieniężnych, Spółki, Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o., na rachunkach bankowych oraz lokatach na koniec każdego miesiąca w okresie 01.2015 – 06.2022;	Istotne braki

(o) informacje o polityce rachunkowości przyjętej do stosowania w Spółce, Empik Ventures sp.zo.o. oraz Going sp. z o.o.,	Istotne braki, ostatni dzień
(p) szczegółowy opis posiadanej oferty przez Spółki, Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. (opis wszystkich rodzajów produktów i usług),	Istotne braki, ostatni dzień
(q) dla okresu 01.2015–06.2022: – informacje czy/kiedy ustanawiane były zabezpieczenia na majątku Spółki, Empik Ventures sp. z o.o. lub Going sp. z o.o., a jeżeli tak to podanie tytułów zabezpieczeń oraz wysokości zadłużenia w związku, z którym ustanowiono zabezpieczenie,	Istotne braki, ostatni dzień
(q) dla okresu 01.2015–06.2022: – informacje czy/kiedy konta bankowe Spółki, Empik Ventures sp. z o.o. lub Going sp. z o.o. zostały zajęte na poczet sądowych/administracyjnych postępowań egzekucyjnych,	Istotne braki, ostatni dzień
(q) dla okresu 01.2015–06.2022: – informacje czy/kiedy były prowadzone postępowania sądowe w celu ściągnięcia wierzytelności przysługujących Spółce, Empik Ventures sp. z o.o. lub Going sp. z o.o. oraz informacji, czy przysługujące świadczenia okazały się ściągalne, a jeżeli tak to w jakiej części,	BRAK
(q) dla okresu 01.2015–06.2022: – informacje czy/kiedy wystąpiły postępowania sądowe, administracyjne oraz egzekucyjne z udziałem spółki e-Muzyka, spółki Empik Ventures sp. z o.o. lub spółki Going sp. z o.o., ze wskazaniem stron, przedmiotu sprawy, terminu zakończenia oraz rozwiązania;	Istotne braki, ostatni dzień
(r) wszelką dokumentację, która stanowiła podstawę do podjęcia decyzji w zakresie realizacji Transakcji, w tym dokumentacji kierowanej, jak i otrzymywanej przez Spółkę, Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o., w tym w szczególności wszelkich opracowań dotyczących ryzyk związanych z Transakcją, umów, opinii, analiz, prognoz, wycen, opracowań, raportów będących podstawę rekomendowanych warunków Transakcji oraz materiałów i danych służących do ich przygotowania;	Istotne braki
(s) pełną dokumentację korporacyjną Spółki, Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o., w tym w szczególności wszystkich protokołów z posiedzeń organów ww. spółek i uchwał tych organów dotyczących przedmiotu i Zakresu badania (wraz z załącznikami), w tym w szczególności procesu decyzyjnego i upoważniającego do przeprowadzenia Transakcji oraz wszelkich rekomendacji, opinii, ocen (niezależnie od ich formy) lub informacji o ich treści, przygotowanych dla lub przekazanych jakimkolwiek organowi Spółki, Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o.;	Istotne braki

(t) kompletną dokumentację obejmującą wszelkie wydatki, jakie zostały poniesione przez Spółki, Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. w związku z Transakcją, w szczególności opisującej jakie wynagrodzenie (kontraktowe, stałe i motywacyjne) otrzymały podmioty i osoby zaangażowane w transakcję (Zarząd i Rada Nadzorcza e- Muzyki; akcjonariusz dominujący (zarząd Empik S.A.); kancelaria prawna i/lub inni doradcy;	BRAK
(u) kompletne sprawozdania sprawozdań Zarządu oraz Rady Nadzorczej Spółki, Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o., raporty z badania sprawozdań finansowych oraz opinii biegłych rewidentów ich dotyczących, jak również pełną dokumentację księgową ww. spółek za okres od 1 stycznia 2016 roku;	Istotne braki
(v) wszelką korespondencję prowadzoną przez Akcjonariuszy ze Spółką, Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. a, z Ground Frost Sp. z o.o. Sp.k. oraz spółką Polska Grupa Audytorska Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp. k. w kontekście realizacji Transakcji, wyceny Spółki, Going sp. z o.o., sporządzenia opinii z badania wyceny wartości godziwej przedsiębiorstwa Spółki Empik Ventures Sp. z o.o. sporządzonej na dzień 31 października 2020 r. przez Bartłomieja Kurylaka, biegłego rewidenta nr 12534, Członka Zarządu Komplementariusza – Polskiej Grupy Audytorskiej Sp. z o.o. sp.k.;	BRAK
(w) wszelkie raporty, opinie, memoranda oraz prezentacje dotyczące przedmiotu oraz Zakresu badania,	BRAK
(x) umowy zawarte przez Spółkę, Empik Ventures sp. z o.o., Going sp. z o.o. w zakresie obsługi prawnej przygotowania i przeprowadzenia Transakcji, w tym korespondencji prowadzonej z doradcami prawnymi, wszelkich opracowań, memorandumów, opinii, oraz analiz prawnych w związku z Transakcją, a nadto dokumentów które zostały udostępnione doradcom prawnym w związku z Transakcją; (BRAK
(y) dokumentów w postaci plików poczty elektronicznej, stanowiących korespondencję wraz z załącznikami objętych Zakresem badania, prowadzoną w okresie od 1 stycznia 2020 r. do 30 czerwca 2022 r. z udziałem lub do wiadomości co najmniej jednej z następujących osób: Jan Ejsmont, Łukasz Kmiecik, Natalia Korzeniecka-Walak, Ewa Szmidt-Belcarz, Piotr Świątek, a także korespondencję pozostającą w związku z korespondencją wymienionych powyżej osób;	BRAK
(z) wszelkie inne niż wskazane powyżej umowy, porozumienia wraz z wszelkimi aneksami i załącznikami zawieranych przez Spółki, Empik Ventures	BRAK

sp. z o.o. lub Going sp. z o.o. w okresie od 1 stycznia 2016 r. do 30 czerwca 2022 r. objętych Zakresem badania;

aa) szczegółowe pisemne uzasadnienie przez Zarząd Spółki i Radę Nadzorczą Spółki, dlaczego Transakcja była konieczna lub gospodarczo uzasadniona, w szczególności z punktu widzenia biznesowego, finansowego, prawnego i podatkowego;

Częściowo

(bb) inne dokumenty lub informacje, które Rewident uzna za niezbędne w trakcie badania, w szczególności uzupełnienie informacji otrzymanych na potrzeby prowadzonego badania.

Nie zostały określone

Źródło: opracowanie własne

Jak wynika z powyższego zestawienia, lista dokumentów, które podlegały udostępnieniu rewidentowi ds. szczególnych obejmowała 31 pozycji zagregowanych (każda pozycja mogła obejmować wiele dokumentów). W przypadku 9 pozycji nie udostępniono żadnej dokumentacji (pozycje te zostały oznaczone w powyższej tabeli jako „BRAK”). W przypadku 17 pozycji przekazano dokumentację wykazującą na tyle poważne braki, że nie mogła być ona podstawą pogłębionej analizy (pozycje te zostały oznaczone w powyższej tabeli jako „Istotne braki”). Co więcej, w przypadku 7 pozycji spośród tych wykazujących istotne braki, szcztątkową dokumentację przekazano w ostatnim dniu roboczym (03.03.2023) poprzedzającym datę wyznaczającą ostateczny termin złożenia niniejszego Sprawozdania, wynikającą z Uchwałą nr 16/06/2022, do której odwołano się w Postanowieniu Sądu Rejonowego dla m. st. Warszawy w Warszawie, XIV Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego w sprawie sygn. akt 32588/22/452, z dnia 06.12.2022 w przedmiocie wyznaczenia rewidenta do spraw szczególnych. W przypadku 3 pozycji przekazano dokumentację wykazującą nieznaczące braki. Dokumentacja ta winna zostać uzupełniona, ale mogła być wykorzystana w toku prowadzenia analizy podstawowej. W przypadku jednej pozycji dokumentacja została udostępniona.

Szczegółowa analiza udostępnionej dokumentacji

W pierwszej kolejności godzi się w sposób ogólny odnieść do zakresu udostępnionej dokumentacji:

- w repozytorium zamieszczono 206 plików,
- 67 plików to powtórzenia (pliki zamieszczone po raz drugi, lub kolejny) co oznacza, że realnie zamieszczono 136 plików,
- 41 spośród tych plików to dokumenty publicznie dostępne,
- 3 spośród tych plików zostały udostępnione w ostatnim dniu roboczym (03.03.2023) poprzedzającym datę wyznaczającą ostateczny termin złożenia niniejszego Sprawozdania, wynikającą z Uchwałą nr 16/06/2022, do której odwołano się w

Postanowieniu Sądu Rejonowego dla m. st. Warszawy w Warszawie, XIV Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego w sprawie sygn. akt 32588/22/452, z dnia 06.12.2022 w przedmiocie wyznaczenia rewidenta do spraw szczególnych.

Szczegółowa analiza ww. 41 plików publicznie dostępnych wskazuje, iż w większości jest to dokumentacja dostępna za pośrednictwem systemu <https://ekrs.ms.gov.pl/>. Udostępnienie za pośrednictwem *Virtual Data Room* (VDR) dokumentacji, która i tak jest publicznie dostępna było działaniem neutralnym (ani nie przyspieszało, ani nie opóźniało) z punktu widzenia możliwości prowadzenia przeze mnie analizy.

W poniższych tabelach przedstawiono całość udostępnionej dokumentacji z podziałem na dokumentację publicznie dostępną i dokumentację wewnętrzną Spółki. W kolumnie „Dokument” przedstawiono pozycje zbiorcze, tj. roczne sprawozdania finansowe i wyciągi z KRS zawierające dane podmiotów, które odnoszą się do wszystkich takich dokumentów. W pozostałych przypadkach przedstawiono oryginalne nazwy plików zamieszczonych w VDR.

Tabela 2. Dokumentacja publicznie dostępna

Dokument	Źródło
Sprawozdania finansowe	https://ekrs.ms.gov.pl/
Wyciągi z KRS zawierające dane podmiotów	https://ekrs.ms.gov.pl/
Oswiadczenie-e-Muzyka-S.A.-Dobre-Praktyki-Spółek-NC.pdf	https://e-muzyka.pl/wp-content/uploads/2021/12/Oswiadczenie-e-Muzyka-S.A.-Dobre-Praktyki-Spolek-NC.pdf
PGA_EMPIK_VENTURES_opinia_wycena_2020.12.18.pdf	https://e-muzyka.pl/wp-content/uploads/2021/12/Opinia-z-badania-wyceny-Empik-Ventures-1.pdf
regulamin-zarzadu-EMUv30.05.2011.pdf	https://e-muzyka.pl/wp-content/uploads/2021/12/regulamin-zarzadu-EMUv30.05.2011.pdf
regulamin-Rady-Nadzorczej_2011-1.pdf	https://e-muzyka.pl/wp-content/uploads/2021/12/regulamin-Rady-Nadzorczej_2011-1.pdf

e-Muzyka-Statut-Spolki.pdf	https://e-muzyka.pl/wp-content/uploads/2021/12/e-Muzyka-Statut-Spolki.pdf
dodatkowe uzasadnienie nabycia udziałów Going sp. z o.o..pdf	https://e-muzyka.pl/wp-content/uploads/2022/01/Informacje-dodatkowe-dotyczace-uzasadnienia-nabycia-udzialow-Empik-Ventures-Going.pdf

Źródło: opracowanie własne

Pozostałe udostępnione dokumenty w liczbie 95 (z wyłączeniem powtórzeń i dokumentów, które i tak są publicznie dostępne) stanowiły dokumentację wewnętrzną Spółki i nie były publicznie dostępne. W przypadku trzech z nich, Spółka zamieściła jednak częściowe informacje na swojej stronie internetowej, adresy internetowe zostały zawarte w kolumnie „Źródło”. W kolumnie „Dokument” przedstawiono dwie pozycje zbiorcze, tj. „pliki E-muzyka obrotówka”, która odnosi się do wszystkich takich dokumentów oraz „Wybrane wyciągi z rachunków bankowych”. W pozostałych przypadkach przedstawiono oryginalne nazwy plików zamieszczonych w repozytorium.

Tabela 3. Dokumentacja wewnętrzna

Dokument	Źródło
Raport wycena EmpikVentures_Final_podpisane.pdf	Dokumentacja wewnętrzna. Częściowa informacja: https://e-muzyka.pl/wp-content/uploads/2021/12/Wyciag-raportu-z-wyceny_Empik-Ventures-1.pdf
ZWZ e-Muzyka 18.01.2021.pdf	Dokumentacja wewnętrzna. Częściowa informacja: https://e-muzyka.pl/walne-zgromadzenie/
2021 uchwała RN e-Muzyka zgodna na zawarcie umowy przeniesienia udziałów.pdf	Dokumentacja wewnętrzna. Częściowa informacja: //e-muzyka.pl/wp-content/uploads/2021/12/Uzupelnione-projekty-uchwal-NWZ-e-Muzyka-S.A.-1.pdf
Umowa przeniesienia udziałów EMPIK_EMUZYKA_18.01.21.pdf	Dokumentacja wewnętrzna
pliki E-muzyka obrotówka	Dokumentacja wewnętrzna

emuzyka_wiekowanieNaleznosci_18_01_2021.pdf	Dokumentacja wewnętrzna
emuzyka_wiekowanieZobowiazan_18_01_2021.pdf	Dokumentacja wewnętrzna
Ewidencja WNiP.pdf	Dokumentacja wewnętrzna
Ewidencja ŚT.pdf	Dokumentacja wewnętrzna
Wybrane wyciągi z rachunków bankowych	Dokumentacja wewnętrzna
Naklady_emuzyka_2020_2022.pdf	Dokumentacja wewnętrzna
Pozyczki_kredyty_emuzyka_18_01_2021.pdf	Dokumentacja wewnętrzna

Źródło: opracowanie własne

Poniżej zamieszczam syntetyczny komentarz dotyczący szczątkowego charakteru oraz niezwykle ograniczonej użyteczności udostępnionej dokumentacji wewnętrznej w kontekście kompletnego badania spraw Spółki.

Najbardziej obszerną grupą plików są wyciągi bankowe, których zamieszczono 55. Zamieszczenie takiej liczby plików sprawia wrażenie, iż udostępniony został szeroki zakres informacji. Jest to jednak wrażenie niezgodne ze stanem faktycznym i wynika wyłącznie z rozbicia informacji dotyczących pojedynczych miesięcy na wiele pojedynczych plików obejmujących kilkudniowe okresy. Taki sposób prezentacji sprawia, że multiplikowane są pliki (w tym wypadku aż 55), ale zakres informacyjny pozostaje ograniczony. Poniżej przedstawiono zestawienie w kontekście wnioskowania o „(n) wyciągi bankowe potwierdzające saldo środków pieniężnych, Spółki, Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o., na rachunkach bankowych oraz lokatach na koniec każdego miesiąca w okresie 01.2015 – 06.2022”.

Godzi się w tym miejscu wskazać, iż dla spółek Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. nie udostępniono żadnych wyciągów bankowych, stąd w poniższej tabeli zaprezentowano wyłącznie wyciągi udostępnione dla spółki e-Muzyka S.A.

Tabela 4. Zestawienie udostępnionych wyciągów bankowych

Miesiąc	Dokumentacja
---------	--------------

2015.01	BRAK
2015.02	BRAK
2015.03	BRAK
2015.04	BRAK
2015.05	BRAK
2015.06	BRAK
2015.07	BRAK
2015.08	BRAK
2015.09	BRAK
2015.10	BRAK
2015.11	BRAK
2015.12	BRAK
2016.01	BRAK
2016.02	BRAK
2016.03	BRAK
2016.04	BRAK
2016.05	BRAK
2016.06	BRAK
2016.07	BRAK
2016.08	BRAK
2016.09	BRAK
2016.10	BRAK
2016.11	BRAK
2016.12	BRAK
2017.01	BRAK
2017.02	BRAK
2017.03	BRAK

2017.04	BRAK
2017.05	BRAK
2017.06	BRAK
2017.07	BRAK
2017.08	BRAK
2017.09	BRAK
2017.10	BRAK
2017.11	BRAK
2017.12	BRAK
2018.01	BRAK
2018.02	BRAK
2018.03	BRAK
2018.04	BRAK
2018.05	BRAK
2018.06	BRAK
2018.07	BRAK
2018.08	BRAK
2018.09	BRAK
2018.10	BRAK
2018.11	BRAK
2018.12	BRAK
2019.01	BRAK
2019.02	BRAK
2019.03	BRAK
2019.04	BRAK
2019.05	BRAK
2019.06	BRAK

2019.07	BRAK
2019.08	BRAK
2019.09	BRAK
2019.10	BRAK
2019.11	BRAK
2019.12	BRAK
2020.01	BRAK
2020.02	BRAK
2020.03	BRAK
2020.04	BRAK
2020.05	BRAK
2020.06	BRAK
2020.07	BRAK
2020.08	BRAK
2020.09	BRAK
2020.10	BRAK
2020.11	BRAK
2020.12	29 plików w sposób sztuczny dzielących miesiąc na kilkudniowe okresy
2021.01	BRAK
2021.02	BRAK
2021.03	BRAK
2021.04	BRAK
2021.05	BRAK
2021.06	BRAK
2021.07	BRAK
2021.08	BRAK

2021.09	BRAK
2021.10	BRAK
2021.11	BRAK
2021.12	17 plików w sposób sztuczny dzielących miesiąc na kilkudniowe okresy
2022.01	BRAK
2022.02	BRAK
2022.03	BRAK
2022.04	BRAK
2022.05	BRAK
2022.06	6 plików

Źródło: opracowanie własne

Kolejną, najliczniejszą grupą dokumentów były pliki nazwane „obrotówki” (30 plików), które w kontekście wnioskowanej dokumentacji powinny obejmować „(e) zestawienia obrotów i sald kont księgi głównej Spółki, Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. na koniec każdego miesiąca w okresie 01.2015 – 06.2022 w wersji elektronicznej (preferowany format xls)”. Poniżej opatrzone te pliki komentarzem i zawarto syntetyczne zestawienie tabelaryczne. W pierwszej kolejności należy podkreślić, iż:

- przedmiotem badania były konta syntetyczne na bazie których tworzone są sprawozdania finansowe. Wynikało to ze stosowanej metodyki,
- udostępnione pliki były obszerne (75-86 stron) jednak wynikało to wyłącznie z zawarcia w nich kont rozrachunkowych do kont zespołu 2. Przy czym konta rozrachunkowe, na bazie stosowanej metodyki, nie były przedmiotem badania,
- udostępnieniu powinny podlegać dane „na koniec każdego miesiąca”, przy czym najważniejsze były zestawienia za miesiące:
 - styczeń
 - luty
 - kwiecień
 - maj
 - lipiec
 - sierpień
 - październik
 - listopad

- jest tak dlatego, że udostępnione zestawienia za okresy: styczeń-marzec, styczeń-czerwiec, styczeń-wrzesień i styczeń-grudzień, w części podlegającej badaniu, powieliły jedynie informacje zawarte już w sprawozdaniach kwartalnych.

Syntetyczne zestawienie tabelaryczne uwzględniające charakterystykę udostępnionych „obrotówek” przedstawia się następująco. Godzi się w tym miejscu wskazać, iż dla spółek Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o. nie udostępniono żadnych dokumentów, stąd w poniższej tabeli zaprezentowano wyłącznie wyciągi udostępnione dla spółki e-Muzyka S.A.

Tabela 5. Zestawienie udostępnionych zestawień obrotów i sald kont księgi głównej

Miesiąc	Dokumentacja
2015.01	BRAK
2015.02	BRAK
2015.03	Powielenie informacji
2015.04	BRAK
2015.05	BRAK
2015.06	Powielenie informacji
2015.07	BRAK
2015.08	BRAK
2015.09	Powielenie informacji
2015.10	BRAK
2015.11	BRAK
2015.12	Powielenie informacji
2016.01	BRAK
2016.02	BRAK
2016.03	Powielenie informacji
2016.04	BRAK
2016.05	BRAK
2016.06	Powielenie informacji

2016.07	BRAK
2016.08	BRAK
2016.09	Powielenie informacji
2016.10	BRAK
2016.11	BRAK
2016.12	Powielenie informacji
2017.01	BRAK
2017.02	BRAK
2017.03	Powielenie informacji
2017.04	BRAK
2017.05	BRAK
2017.06	Powielenie informacji
2017.07	BRAK
2017.08	BRAK
2017.09	Powielenie informacji
2017.10	BRAK
2017.11	BRAK
2017.12	Powielenie informacji
2018.01	BRAK
2018.02	BRAK
2018.03	Powielenie informacji
2018.04	BRAK
2018.05	BRAK
2018.06	Powielenie informacji
2018.07	BRAK
2018.08	BRAK
2018.09	Powielenie informacji

2018.10	BRAK
2018.11	BRAK
2018.12	Powielenie informacji
2019.01	BRAK
2019.02	BRAK
2019.03	Powielenie informacji
2019.04	BRAK
2019.05	BRAK
2019.06	Powielenie informacji
2019.07	BRAK
2019.08	BRAK
2019.09	Powielenie informacji
2019.10	BRAK
2019.11	BRAK
2019.12	Powielenie informacji
2020.01	BRAK
2020.02	BRAK
2020.03	Powielenie informacji
2020.04	BRAK
2020.05	BRAK
2020.06	Powielenie informacji
2020.07	BRAK
2020.08	BRAK
2020.09	Powielenie informacji
2020.10	BRAK
2020.11	BRAK
2020.12	Powielenie informacji

2021.01	BRAK
2021.02	BRAK
2021.03	Powielenie informacji
2021.04	BRAK
2021.05	BRAK
2021.06	Powielenie informacji
2021.07	BRAK
2021.08	BRAK
2021.09	Powielenie informacji
2021.10	BRAK
2021.11	BRAK
2021.12	Powielenie informacji
2022.01	BRAK
2022.02	BRAK
2022.03	Powielenie informacji
2022.04	BRAK
2022.05	BRAK
2022.06	Powielenie informacji

Źródło: opracowanie własne

Jak wynika z powyższego zestawienia, przekazanie 30 plików „obrotówek” skutkowało jedynie powieleniem informacji publicznie dostępnej i zawartej w kwartalnych sprawozdaniach finansowych.

Pozostałe udostępnione pliki zaprezentowano w poniższej tabeli wraz z syntetycznym komentarzem.

Tabela 6. Pozostałe dokumenty udostępnione

Dokument	Komentarz
Pozyczki_kr edyty_emuz yka_18_01_ 2021.pdf	W dokumencie nie zawarto informacji m.in. o kredytach i leasingach, a także nie przedstawiono harmonogramu spłaty (za wyjątkiem odwołania do treści „umowy”, przy czym wskazywanej umowy nie udostępniono), co ogranicza jego wartość analityczną
Naklady_em uzyka_2020 _2022.pdf	W dokumencie nie zawarto <u>żadnych</u> informacji o „inwestycjach” za wyjątkiem podania trzech kwot (2020-2022), co ogranicza jego wartość analityczną
emuzyka_wi ekowanieNa leznosci_18 _01_2021.p df	W dokumencie nie zawarto informacji o ściągalności należności w poszczególnych przedziałach czasowych, co ogranicza jego wartość analityczną
emuzyka_wi ekowanieZo bowiazan_1 8_01_2021. pdf	W dokumencie nie zawarto informacji o przyczynach przeterminowania zobowiązań, co ogranicza jego wartość analityczną
Ewidencja WNIp.pdf	W dokumencie przedstawiono ewidencję wartości niematerialnych i prawnych
Ewidencja ŚT.pdf	W dokumencie przedstawiono ewidencję środków trwałych
Raport wycena EmpikVentu res_Final_p odpisane.pd f	W dokumencie przedstawiono wyceny spółek e-Muzyka S.A., Empik Ventures sp. z o.o. oraz Going sp. z o.o.
16_eMuzyk a_OpisOfert y.pdf	W dokumencie nie zawarto „szczegółowego opisu posiadanej oferty”, a jedynie lakoniczne informacje szcątkowe i powielono publicznie dostępne informacje o klasyfikacji PKD, co ogranicza jego wartość analityczną
18_Ustano wioneZabez pieczenia_e muzyka.pdf	W dokumencie zawarto informacje o zabezpieczeniach ustanowionych w okresie 10.02.2021 – 19.05.2022 na rzecz mBank S.A. Dokument nie zawiera żadnych informacji o zabezpieczeniach na rzecz innych kontrahentów bądź występujących poza wskazanym zakresem czasowym, co ogranicza jego wartość analityczną

e-Muzyka	Dokument zawiera oświadczenia nieoparte żadną dokumentacją źródłową,
dodatkowe	nie zawiera wskazania jego autora i nie jest przez nikogo podpisany, co
informacje.	ogranicza jego wartość analityczną
pdf	

Źródło: opracowanie własne

Jak wynika z powyższego zestawienia, większość plików posiadało ograniczoną wartość analityczną. Każdy z tych plików powinien zostać stosownie uzupełniony, aby mógł zostać wykorzystany w kompleksowej analizie spraw Spółki.