

***Fairness opinion* w przypadku publicznych wezwań do sprzedaży akcji spółek giełdowych w Polsce w okresie 2008–I kwartał 2014**

Mieczysław Puławski*

Streszczenie: *Cel* – W artykule przedstawiono istotę *fairness opinions*, dotyczących godziwości finansowych warunków transakcji, szczególnie na rynku fuzji i przejęć. Uwagę przy tym skoncentrowano na wykorzystaniu *fairness opinions* w związku z publicznymi wezwaniami do sprzedaży akcji spółek giełdowych w Polsce.

Metodologia badania – Analizie poddano 142 przypadki publicznych wezwań do zapisywania się na sprzedaż akcji spółek giełdowych w Polsce ogłoszonych w okresie 2008–I kwartał 2014.

Wynik – Wynik badania wyraźnie wskazuje na niewielkie znaczenie *fairness opinions* w Polsce. Zarządy spółek giełdowych zleciły sporządzenie *fairness opinions* w 18 przypadkach wezwań, co oznacza, że jedynie w związku z blisko co ósmym wezwaniem opinia ta była stosowana.

Oryginalność/wartość – Oryginalnym wkładem autora jest zbadanie zakresu stosowania *fairness opinion* przez zarządy spółek giełdowych w Polsce w reakcji na ogłoszenie wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji tych spółek oraz próba znalezienia odpowiedzi na pytanie, dlaczego tak rzadko zarządy z *fairness opinions* korzystają wraz z jednoczesnym wskazaniem wniosków na przyszłość.

Słowa kluczowe: *fairness opinion*, spółki giełdowe, doradca finansowy, bank inwestycyjny, publiczne wezwanie

Wprowadzenie

Na współczesnym rynku przejmowania kontroli nad przedsiębiorstwami metodą często wykorzystywaną do przekształcania struktury właścicielskiej spółek akcyjnych są publiczne wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji tych spółek. W warunkach wezwania, będącego rodzajem oferty kierowanej do akcjonariuszy spółki celu, podane są m.in. cena za akcję oraz ich liczba, którą wzywający zamierza nabyć.

Akcjonariusze, w szczególności akcjonariusze mniejszościowi, muszą więc rozstrzygnąć czy odpowiedzieć, czy nie odpowiadać na ogłoszone wezwanie, częstokroć nie mając wystarczających informacji o spółce oraz warunkach transakcji. W tej sytuacji istotna może się okazać opinia niezależnego, profesjonalnego podmiotu zewnętrznego, który stwierdzi,

* dr hab. prof. nadzw. Mieczysław Puławski, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Katedra Rynków Kapitałowych, al. Niepodległości 162, 02-554 Warszawa, e-mail: mpulaw@sgh.waw.pl.

czy cena wezwania odpowiada wartości godziwej nabywanych akcji z finansowego punktu widzenia. Takie opinie, nazywane z angielska *fairness opinions*, rozpowszechniły się najsilniej w Stanach Zjednoczonych i dopiero od kilkunastu lat stosowane są w Europie i raptem od kilku lat w Polsce.

Ze względu na ciągle niewielką wiedzę na temat *fairness opinions* w Polsce, zamiarem autora jest przybliżenie istoty tego rodzaju opinii, rozważenie różnych aspektów ich stosowania, ze szczególnym uwzględnieniem przypadków wezwań do sprzedaży akcji, oraz dokonanie oceny stosowania *fairness opinions* w Polsce w związku z publicznymi wezwaniami do zapisywania się na sprzedaż akcji spółek giełdowych w okresie 2008–I kwartał 2014.

1. Pojęcie *fairness opinion*

*Fairness opinion*¹ można zdefiniować jako opinię niezależnego, profesjonalnego podmiotu zewnętrznego, przygotowaną na zlecenie jednej ze stron transakcji, dotyczącą tej transakcji lub określonych jej warunków, ocenianych z punktu widzenia godziwości wyłącznie z finansowego punktu widzenia².

Fairness opinions sporządzają przede wszystkim banki inwestycyjne, a nadto wyspecjalizowane firmy doradztwa finansowego, banki uniwersalne, firmy inwestycyjne, czy nawet biegli rewidenci. Jednak w tym ostatnim wypadku nie w USA, ponieważ po wprowadzeniu ustawy Sarbanes Oxley Act audytorzy zostali wyłączeni z kręgu podmiotów mogących wystawiać tego rodzaju opinie (Levinsohn 2004: 69–70).

Fairness opinions są sporządzane z reguły na zlecenie organów spółek akcyjnych – zarządu, rady nadzorczej, rady dyrektorów (*Board of Directors*) – choć w określonych sytuacjach możliwe jest zamówienie tego typu opinii przez komitet rady nadzorczej czy nawet znaczącego akcjonariusza.

Fairness opinions wystawiane są najczęściej w związku z transakcjami przeprowadzanymi na rynku przejmowania kontroli nad przedsiębiorstwami (np. wezwanie do zapisywania się na sprzedaż akcji spółki celu, wykup akcji własnych, wykup lewarowany), uruchomieniem procesów restrukturyzacyjnych prowadzących do podziału i łączenia spółek, sprzedażą kluczowych aktywów spółki, wycofaniem akcji spółki z obrotu na rynku regulowanym, a w warunkach amerykańskich w odniesieniu do transakcji ESOP (*Employee Stock Ownership Plans*).

¹ Termin *fairness opinion* trudno zastąpić polskim odpowiednikiem. Nie przyjęły się próby wprowadzenia takich polskich określeń, jak opinia o godziwości (rzetelności) czy opinia o wartości godziwej. Jest to jednak problem powszechny, choć w języku francuskim, oprócz idiomatycznego określenia angielskiego, stosowany jest zamiennie termin *attestation d'équité*, czyli mniej więcej poświadczenie uczciwości (sprawiedliwości) (rzetelności) (godziwości) (Rérolle, Schmidt 2007: 2). W tym artykule przyjęto oryginalny termin angielski, co jest zgodne z zaleceniami językoznawców, którzy wprawdzie zachęcają do tworzenia odpowiedników polskich obcojęzycznych określeń, ale gdy jest to praktycznie niemożliwe, nie mają szczególnych oporów przed stosowaniem oryginalnych terminów obcojęzycznych.

² Przegląd różnych definicji *fairness opinion* można znaleźć w pracy (Parijs 2005: 15–16).

Fairness opinions rozpowszechniły się przede wszystkim na rynku publicznym, choć możliwe jest ich wykorzystanie w transakcjach na rynku niepublicznym. Jednak mniejsza przejrzystość tego ostatniego rynku oraz brak obowiązku ujawniania zawieranych na nim transakcji powoduje, że wiedza o wykorzystaniu *fairness opinions* jest w tych warunkach nikła, jeżeli w ogóle jakkolwiek jest.

2. *Fairness opinions* w związku z publicznymi wezwaniami do sprzedaży akcji

Jednym z najczęstszych powodów pojawiania się *fairness opinions* na regulowanym rynku papierów wartościowych są publiczne wezwania do sprzedaży akcji. W przypadku gotówkowych wezwań, najpopularniejszych na rynku³, wzywającymi mogą być: sama spółka akcyjna, zamierzająca skupić pewną liczbę akcji własnych w celu ich umorzenia, akcjonariusz lub grupa akcjonariuszy spółki, którzy dążą do powiększenia stanu posiadania akcji spółki, oraz inne podmioty, niebędące akcjonariuszami spółki, pragnące nabyć poprzez wezwanie określoną liczbę akcji spółki. W takich wypadkach *fairness opinion* powinna wskazywać jednoznacznie czy cena wezwania jest godziwa z finansowego punktu widzenia.

Jest to jednak istotne ograniczenie *fairness opinion* dostrzegane przez wielu autorów (np. Davidoff 2006: 1565). Sporządzający tego typu opinię nie uwzględniają bowiem w analizie kwestii prawnych, podatkowych, księgowych czy środowiskowych, tak ważnych z punktu widzenia właściwego funkcjonowania spółek, chyba że wiąże się to bezpośrednio z wydawaniem opinii o godziwości wezwania z finansowego punktu widzenia.

Fairness opinion nie jest też wyceną wartości spółki⁴ ani analizą *due diligence*, ani też rekomendacją inwestycyjną dla akcjonariuszy, jak odpowiedzieć na wezwanie ogłoszone przez podmiot wzywający. To nie jest jeszcze pełny katalog ułomności *fairness opinions* występujących w związku z wezwaniami. O ile cena wezwania jest zawsze ściśle określona, o tyle analiza strony metodycznej opinii prowadzi do wniosku, że wyznaczenie jednej obiektywnej wartości godziwej nie jest możliwe. W zależności więc od przyjętych metod analizy i specyficznych warunków transakcji, może być wiele wartości godziwych, ocenianych zawsze z finansowego punktu widzenia. Stąd też sporządzający *fairness opinion* w konkluzji stwierdzają jedynie, czy cena wezwania zawiera się, czy też nie w przedziale wartości godziwej określonym dla danej transakcji w aspekcie finansowym.

Może to prowadzić do przewrotnego stwierdzenia, że przedmiotem *fairness opinion* jest w istocie subiektywne oszacowanie przedziału wartości godziwej, w celu stwierdzenia, czy cena wezwania mieści się w tym przedziale z finansowego punktu widzenia.

³ Przykładowo Raport Bloomberg (2013: 5) wskazuje, że w 2013 r. najpopularniejszym sposobem sfinansowania nabycia innego przedsiębiorstwa była zapłata gotówką (67,68%), natomiast zapłata akcjami spółki przejmującej była już rzadziej stosowana (8,6%). Taką tendencję obserwuje się od lat.

⁴ Renomowane banki inwestycyjne i firmy doradztwa finansowego wskazują jednak w treści *fairness opinion*, że do oszacowania wartości godziwej stosują najczęściej metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metody porównawcze. Autorzy *fairness opinion* sięgają więc w istocie do metod wyceny przedsiębiorstwa.

Inną słabą stroną *fairness opinions* jest to, że stwierdzenie godziwości ceny wezwania jest praktycznie ważne na datę sporządzenia opinii. Są więc one przez to najczęściej mało istotne dla akcjonariuszy spółki, zwłaszcza akcjonariuszy mniejszościowych, którym zależałoby najbardziej na prognozach notowań akcji spółki w przyszłości. Ale takich informacji nie znajdują oni w *fairness opinions*.

Z samej istoty *fairness opinion* wynika imperatyw niezależności podmiotu sporządzającego tego typu opinię. Jednak w praktyce bywa z tym różnie. Zdarza się bowiem, że *fairness opinion* sporządza podmiot doradzający organowi spółki w tej transakcji. Dotyczy to zwłaszcza renomowanych banków inwestycyjnych i firm doradztwa finansowego. Ujawnia się w tym wypadku wyraźnie problem konfliktu interesów u przygotowującego opinię, szczególnie ostry, jeżeli istotna część wynagrodzenia za świadczone usługi jest uzależniona od skutecznego sfinalizowania transakcji (*success fee*). Może się też zdarzyć, że przygotowujący *fairness opinion* zawarł wcześniej ze spółką inne umowy w zakresie doradztwa finansowego, księgowego, czy podatkowego, których lukratywność może mieć jakiś wpływ na treść opinii.

W takich sytuacjach ujawniającego się konfliktu interesów najlepiej byłoby sięgnąć po opinię innego, rzeczywiście niezależnego podmiotu zewnętrznego. Gdy jednak tego nie uczyniono, będący w sytuacji konfliktowej sporządzający *fairness opinion* powinien ten stan faktyczny ujawnić oraz wyraźnie stwierdzić, że opinię przygotował z należytą starannością i w dobrej wierze i że nie różni się ona tak pod względem metodologicznym, jak każdym innym od *fairness opinions* przygotowywanych na zlecenie innych podmiotów.

Wielka różnorodność sporządzanych *fairness opinions* nie ułatwia próby stworzenia pewnego uniwersalnego schematu, którym mogliby się kierować te opinie przygotowujące. Dość interesująco jawi się podział *fairness opinion* na trzy części: *Opinion Letter*, *Valuation Memorandum* i *Factual Memorandum*⁵.

Opinion Letter stanowi pisemną opinię przesyłaną przez wykonawcę podmiotowi ją zamawiającemu, dotyczącą finansowych warunków transakcji. Obejmuje ona: wskazanie odbiorcy opinii, wskazanie podstawy prawnej opinii, opis transakcji podlegającej ocenie, wskazanie źródeł informacji, na podstawie których sporządzono opinię, wskazanie zastrzeżeń i ograniczeń związanych z wydaniem opinii, wskazanie ewentualnego istnienia konfliktów interesów, opis przeprowadzonych analiz i zastosowanych metod badawczych, wskazanie prawa właściwego i procedury rozstrzygnięcia sporów.

Właściwa treść opinii zawarta jest w *Valuation Memorandum*. Dosłownie w jednym zdaniu sporządzający *fairness opinion* stwierdza, w nawiązaniu do zawartych w *Opinion Letter* informacji na temat transakcji, wzmiankowanych wcześniej zastrzeżeń i ograniczeń oraz na podstawie przeprowadzonych analiz, czy cena wezwania mieści się czy też nie w oszacowanym przedziale wartości godziwej z finansowego punktu widzenia.

⁵ Taki układ *fairness opinions* propaguje Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (Instytut Biegłych Rewidentów w Niemczech), przyjmując w styczniu 2011 r. standard dotyczący wystawiania *fairness opinions* (IDW 2011: 151–162).

W *Valuation Memorandum* może znaleźć się nadto dokładniejsza informacja na temat zastosowanych metod wyceny czy też kursów akcji spółki będącej przedmiotem wezwania, ale są to przypadki raczej sporadyczne.

Wreszcie *Factual Memorandum* zawiera listę wszystkich dokumentów oraz listę wszystkich osób, z którymi przeprowadzono rozmowy, by pozyskać informacje, niezbędne do właściwego sporządzenia opinii. W rzeczywistości wydawane *fairness opinions* rzadko kiedy przypominają zaprezentowany wyżej wzorzec. Są to dokumenty zazwyczaj kilkunastonicowe, zawierające znaczną liczbę informacji o ograniczeniu odpowiedzialności wystawcy i tylko w jednym akapicie informację najważniejszą, czy cena wezwania mieści się w przedziale wartości godziwej wyznaczonym przez wystawcę opinii. Stąd szokujące mogą wydać się koszty *fairness opinions* na rynku amerykańskim wynoszące od kilku setek tysięcy do kilku milionów dolarów za opinię. Nie siląc się na narzucający się w takim wypadku tani populizm, ile kosztuje strona *fairness opinion*, warto, dla równowagi, pokusić się o wskazanie dobrych stron tego rodzaju opinii. Przede wszystkim w literaturze przedmiotu eksponuje się następujące funkcje *fairness opinion* na rynku kapitałowym (Parijs 2005: 34–38; Schönefelder 2007: 17–19):

- funkcja informacyjna, której istotą jest pozyskanie przez władze spółki niezależnej opinii na temat finansowej atrakcyjności warunków transakcji; nadto w przypadku upublicznienia opinii ogranicza się skala występowania asymetrii informacji, gdyż akcjonariusze są świadomi tego, że opinia została wydana na podstawie analizy aktualnych planów i szacunków zarządu spółki,
- funkcja ochronna realizująca się w ten sposób, że władze spółki uzyskują materialny dowód dołożenia przez nie należytej staranności w realizacji transakcji,
- funkcja procesowa, korespondująca z funkcją ochronną, oznaczająca, że w przypadku toczącego się postępowania sądowego o działanie na szkodę spółki, wykorzystanie *fairness opinion* w transakcji znacząco ten zarzut osłabia,
- funkcja sygnalizacyjna oznaczająca, że wydanie pozytywnej opinii o godziwości ceny wezwania, zwłaszcza przez renomowany bank inwestycyjny, jest silnym sygnałem dla akcjonariuszy, by odpowiedzieli pozytywnie na wezwanie,
- funkcja argumentacyjna polegająca na tym, że opinia niezależnego eksperta o godziwości ceny wezwania jest silnym argumentem za tym, że transakcja jest efektywna z ekonomicznego punktu widzenia,
- funkcja cenotwórcza, realizująca się m.in. w ten sposób, że pierwsza ocena negatywna warunków wezwania może skłonić wzywającego do poprawienia ceny wezwania, a wcale nie jest wykluczone nagłe włączenie się innych podmiotów do walki o przejęcie kontroli nad spółką, przy czym proces ten prowadzi do zwiększenia się ceny wezwania.

Realność wielu ze wskazanych wyżej funkcji zależy jednak od upublicznienia *fairness opinion* przez organ będący jej adresatem, co w niektórych krajach nie jest takie oczywiste.

Ojczyzną *fairness opinion* wydają się być Stany Zjednoczone, gdzie od dawna banki inwestycyjne oferowały tego rodzaju usługi finansowe. Prawdziwie burzliwy rozwój *fairness opinion* obserwuje się na rynku amerykańskim po 1985 r. w związku z utrwaloną linią orzecznictwa sądowego po wyroku Sądu Najwyższego Delaware⁶, nakazującą de facto zamówienie przez radę dyrektorów *fairness opinion*, gdy pojawi się oferta przejęcia spółki. W innych krajach *fairness opinions* nie są już tak popularne, choć zauważalne jest zwiększenie zainteresowania nimi w rozwiniętych krajach Europy Zachodniej, szczególnie we Francji, Niemczech czy Austrii. Również w Polsce *fairness opinions* zaczynają być od kilku lat odkrywane.

3. *Fairness opinions* w przypadku wezwań do sprzedaży akcji spółek giełdowych w Polsce w okresie 2008–I kwartał 2014

W Polsce aktem prawnym odnoszącym się do kategorii *fairness opinion* jest Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Ustawa z 29 lipca 2005 r...) Zgodnie z art. 80 ust. 1 wspomnianej ustawy, zarząd spółki publicznej, której akcje są objęte wezwaniem do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji, jest obowiązany właściwie przekazać stanowisko do KNF i publicznej wiadomości, dotyczące ogłoszonego wezwania wraz z podaniem podstaw tego stanowiska. W szczególności zarząd powinien stwierdzić, czy jego zdaniem cena proponowana w wezwaniu odpowiada wartości godziwej spółki, z tym jednak zastrzeżeniem, że dotychczasowe notowania giełdowe nie mogą być jedynym miernikiem tej wartości (Ustawa z 29 lipca 2005 r...: art. 80, ust. 2). W tym celu zarząd może zasięgnąć opinii zewnętrznego podmiotu (biegłego) na temat ceny akcji w wezwaniu, by móc ostatecznie wypracować swoje stanowisko (Ustawa z 29 lipca 2005 r...: art. 80, ust. 3). Jest ono następnie przekazywane do wiadomości publicznej wraz z otrzymaną *fairness opinion* (Ustawa z 29 lipca 2005 r...: art. 56, ust. 1).

Jeżeli więc obowiązujące w Polsce prawo dopuszcza możliwość wykorzystywania *fairness opinion* w szczególnych transakcjach na publicznym rynku akcji, to warto zbadać, czy – i jak często – zarządy spółek publicznych z tych uprawnień korzystały. Badanie dotyczy okresu 2008–I kwartał 2014. Dolną granicę przedziału czasowego (z wyrównaniem do pełnego okresu rocznego) wyznacza pojawienie się pierwszego stanowiska zarządu spółki giełdowej, konkretnie zarządu spółki WSiP SA, dotyczącego publicznego wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji własnych spółki, z którego wynikało, że cena w wezwaniu odpowiada wartości godziwej. Zarząd spółki zarazem poinformował, że cena oferowana w wezwaniu została ustalona na podstawie wycen sporządzonych przez Bilans Investment Sp. z o.o. i PKF Consult Sp. z o.o. dla zarządu spółki, które jednak nie zostały

⁶ Trzeba wziąć pod uwagę to, że ponad połowa amerykańskich spółek publicznych jest zarejestrowana w stanie Delaware.

opublikowane⁷. Może więc trochę na siłę uznano, że świadczenie usług finansowych typu *fairness opinions* w Polsce zaczęło się w 2008 roku, ale przy braku precyzyjnych definicji i możliwości wejrzenia w oryginalne dokumenty taka interpretacja może być przyjęta.

Górną granicę przedziału przyjęto jako racjonalnie wyglądający ostatni „pełny” okres sprawozdawczy poprzedzający datę Konferencji. Stąd więc I kwartał 2014 roku.

W badanym okresie ogłoszono 142 wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji spółek giełdowych, ale tylko w 18 zarządy zasięgnęły opinii zewnętrznego podmiotu w sprawie oceny, czy cena proponowana w wezwaniu odpowiada wartości godziwej. W związku z dwoma wezwaniem zarząd skorzystał zarazem z dwóch zewnętrznych opinii. O przypadku WSiP SA z 2008 r. już wspomniano. Drugi stanowi wezwanie z 2012 roku Norica Holding s.a.r.l. do zapisywania się na sprzedaż akcji spółki Zakłady Azotowe w Tarnowie-Mościcach, w związku z którym zarząd spółki pozyskał dwie opinie od Société Générale SA i J.P. Morgan Limited. W sumie więc w badanym okresie podmioty zewnętrzne przygotowały 20 *fairness opinions*. 17 z nich upubliczniono, a 3 okazały się opiniami prywatnymi. Oprócz znanego przypadku WSiP SA z 2008 roku, jeszcze spółka Atlas Estate Limited nie ogłosiła w 2010 r. opinii doradcy finansowego w sprawie wezwania.

W zamieszczonej poniżej tabeli 1 podano informacje dotyczące liczby ogłoszonych wezwań do sprzedaży akcji spółek notowanych na GPW, liczby wezwań, które pobudziły zarząd do zamówienia *fairness opinions*, liczby przygotowanych opinii przez zewnętrzny podmiot oraz czy była to opinia pozytywna, czy negatywna w okresie 2008–I kwartał 2014.

Tabela 1

Liczba wezwań do sprzedaży akcji spółek notowanych na GPW oraz liczba i charakterystyka *fairness opinions* w okresie 2008–I kwartał 2014

	Liczba wezwań	Liczba wezwań z <i>fairness opinion</i>	Liczba <i>fairness opinion</i>	Pozytywna opinia w sprawie ceny	Negatywna opinia w sprawie ceny
2008 rok	13	1	2	2	0
2009 rok	28	1	1	1	0
2010 rok	26	5	5	3	2
2011 rok	20	1	1	1	0
2012 rok	29	8	9	5	4
2013 rok	19	1	1	0	1
I kwartał 2014 roku	7	1	1	1	0
Suma	142	18	20	13	7

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących wybranych spółek giełdowych.

Jak wynika z danych zamieszczonych w tabeli 1, zarządy spółek giełdowych sporadycznie korzystały z opinii zewnętrznych podmiotów oceniających, czy cena proponowana w wezwaniu odpowiada wartości godziwej spółki. Tylko w dwóch latach analizowanego okresu odnotowano zauważalne zainteresowanie zarządów spółek giełdowych opiniami ze-

⁷ Raport bieżący WSiP SA nr 13/2008 z 26.03.2008 r.

wewnętrznych podmiotów: w 2012 roku (9 opinii) i w 2010 roku (5 opinii). Jedynie w związku z blisko co ósmym wezwaniem taka opinia się pojawiała. Przeważały opinie pozytywne (13 na 20) w 65%, jednak 35% opinii było negatywnych (7 na 20).

Bardziej szczegółowe informacje o przypadkach ogłoszonych wezwań do sprzedaży akcji spółek notowanych na GPW, w związku z którymi przygotowano *fairness opinion* zawarto w tabeli 2.

Tabela 2

Spółki notowane na GPW będące celem wezwania, podmioty wzywające oraz wystawiający *fairness opinion* w okresie w okresie 2008–I kwartał 2014

Spółka cel	Data wezwania	Podmiot wzywający	Autor <i>fairness opinion</i> i stanowisko
1	2	3	4
2008 rok			
WSiP SA	19.03.2008 r. (przekazanie do PAP) 21.03.2008 r. (publikacja w Gazecie Giełdy Parkiet)	WSiP SA	Bilans Investment Sp. z o.o. PKF Consult Sp. z o.o. Opinie pozytywne
2009 rok			
Firma Oponiarska Dębica SA	22.09.2009 r.	Goodyear SA	KPMG Advisory Sp. z o.o. Sp. k. Opinia pozytywna
2010 rok			
Atlas Estates Limited	16.04.2010 r.	Fragiolig Holdings Limited	Fairfax I.S. PLC, zarejestrowana w Anglii pod numerem 5496355 Opinia pozytywna
RUCH SA	23.07.2010 r.	Lurena Investments BV	Deloitte Advisory sp. z o. o. Opinia pozytywna
Lubelski Węgiel „Bogdanka” SA	5.10.2010 r.	New World Resources N.V.	Rothschild Sp. z o.o. Opinia negatywna
Zakłady Urządzeń Komputerowych ELZAB SA	12.10.2010 r.	NOVITUS S.A.	Grant Thornton Frąckowiak Sp. z o.o. Opinia negatywna
INERFERIE SA	25.10.2010 r.	Fundusz Hotele 01 Sp. z o.o. spółka komandytowo-akcyjna	SJOS Sp. z o.o. Opinia pozytywna
2011 rok			
Bank Zachodni WBK SA	7.02.2011 r.	Banco Santander SA	Deutsche Bank AG London Branch Opinia pozytywna
2012 rok			
Mondi Świecie SA	16.02.2012 r.	Mondi International Holdings B.V. i Framondi N.V.	KPMG Advisory Sp. z o.o. Sp. k. Opinia pozytywna
Sygnity SA	22.02.2012 r.	Asseco Poland SA	KPMG Advisory Sp. z o.o. Sp. k. Opinia negatywna

1	2	3	4
Bank Gospodarki Żywnościowej SA	11.04.2012 r.	Coöperatieve Centrale Raiffeisen – Boeren- leenbank B.A. oraz Rabobank International Holding B.V.	KPMG Sp. z o.o. Sp. k. Opinia pozytywna
Zakłady Azotowe w Tarnowie-Mo- ścicach SA	16.05.2012 r.	Norica Holding s.a.r.l	Société Générale SA J.P. Morgan Limited Opinie negatywne
Narodowy Fundusz Inwestycyjny Empik Media&Fash- ion SA	6.06.2012 r.	Penta Investments Limited oraz Xandora Holdings Limited	Ernst&Young Corporate Finance Sp. z o.o. Opinia pozytywna
Zakłady Azotowe „Puławy” SA	18.06.2012 r.	Synthos SA	Rothschild Polska Sp. z o.o. Opinia negatywna
Zakłady Urzędzeń Komputerowych ELZAB SA	29.06.2012 r.	COMP SA	Dom Maklerski IDM SA Opinia pozytywna
EKO Holding SA	10.09.2012 r.	Ecorse Investments Sp. z o.o.	Grant Thornton Frącko- wiak Sp. z o.o. Sp. k. Opinia pozytywna
2013 rok			
Zakłady Azotowe „Puławy” SA	19.02.2013 r.	Zakłady Azotowe w Tarno- wie-Mościcach SA	Rothschild Polska Sp. z o.o. Opinia negatywna
I kwartał 2014 rok			
CIECH SA	5.03.2014 r.	KI Chemistry s.a.r.l.	Banco Espirito Santo de Investimento SA Spół- ka Akcyjna Oddział w Polsce Opinia pozytywna

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących wybranych spółek giełdowych.

Z tabeli 2 wynika, że tylko 3 firmy doradcze sporządziły w badanym okresie co najmniej dwie opinie o godziwości ceny wezwania: KPMG Advisory Sp. z o.o. Sp. k. – 4, Rothschild Polska Sp. z o.o. – 3 i Grant Thornton Frąckowiak Sp. z o.o. Sp. k. – 2, która notabene, jedną z nich, sporządzoną 25 września 2012 roku dla zarządu spółki EKO Holding SA, odważnie nazwała *fairness opinion*.

Można zauważyć, że przy badaniu finansowych warunków transakcji sporządzający opinię odwołują się w sposób wyraźny lub dorozumiany do definicji wartości godziwej zawartej w Ustawie z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości⁸. Natomiast do oszaco-

⁸ Art. 28 ust. 6 Ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (t.j. DzU 2013, poz. 330 z późn. zm.) stanowi, że za wartość godziwą przyjmuje się kwotę, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na warunkach transakcji rynkowej pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi niepowiązаныmi ze sobą stronami. Wartość godziwą instrumentów finansowych znajdujących się w obrocie na aktywnym rynku stanowi cena rynkowa pomniejszona o koszty związane z przeprowadzeniem transakcji, gdyby ich wysokość była znacząca. Cenę rynkową aktywów finansowych posiadanych przez jednostkę oraz zobowiązań finansowych, które jednostka zamierza zaciągnąć, stanowi zgłoszona na rynku bieżąca oferta kupna, natomiast cenę

wania wartości godziwej stosowane były zwykle dwie metody: metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metoda porównawcza.

Generalnie firmy doradcze i banki inwestycyjne w Polsce są dobrze przygotowane do profesjonalnego sporządzania *fairness opinions*. Natomiast bardzo wstrzemięźliwe w korzystaniu z ich usług są zarządy spółek giełdowych, które prostolinijnie deklarują, że nie bardzo widzą sens podjęcia współpracy, ufając w wiedzę i umiejętności swoich pracowników zatrudnionych w działach finansowych i ekonomicznych. Nie jest to argument, który nie powinien być brany pod uwagę. Ale z pewnością przy dużych i skomplikowanych transakcjach, w tym między podmiotami powiązanymi czy ze znaczącymi akcjonariuszami, albo też w przypadku próby wrogiego przejęcia, wsparcie analityczne profesjonalnego doradcy jest warte „akceptującego” rozważenia.

W toczącej się od kilku lat dyskusji na temat przyszłości *fairness opinion* w Polsce na szczęście bardzo nieliczne są postulaty, by nadać tej formie opinii obligatoryjny charakter ukształtowany przez regulację ustawową. Zdecydowanie przeważają głosy, by *fairness opinion* była istotnym elementem ładu korporacyjnego w spółkach, a jej przygotowanie miało swoje oparcie w pozaustawowym zbiorze dobrych praktyk⁹.

Nie brak też jednak wypowiedzi sceptycznych, że *fairness opinions* są zlecane przez zarządy przede wszystkim po to, by dowieść dołożenia przez nie należytej staranności w prowadzeniu spraw spółki. W takim wypadku *fairness opinion* staje się czymś w rodzaju placebo, które, w dodatku, „trochę” kosztuje¹⁰.

Uwagi końcowe

Specyficzną usługą doradztwa finansowego występującą zwłaszcza na rynku fuzji i przejęć są *fairness opinions*. Sporządzane przez niezależnych, zewnętrznych doradców służą ocenie, czy warunki danej transakcji są godziwe z finansowego punktu widzenia. *Fairness opinions* rozpowszechniły się najbardziej w Stanach Zjednoczonych, a praktycznie dopiero od kilku lat upowszechniają się w Europie Zachodniej. W Polsce znajdują one niktę zastosowanie w przypadku publicznych wezwań do zapisywania się na sprzedaż akcji spółek

rynkową aktywów finansowych, które jednostka zamierza nabyć, oraz zaciągniętych zobowiązań finansowych, stanowi zgłoszona na rynek bieżąca oferta sprzedaży.

⁹ Warto w tym miejscu odnotować działania podejmowane przez nieocenionego prezesa Polskiego Instytutu Dyrektorów, Andrzeja S. Natowskiego, który zorganizował w latach 2008 i 2011 dwa cieszące się ogromnym zainteresowaniem seminarium poświęcone *fairness opinion* w Polsce. Trzeba też wspomnieć o inicjatywach Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych.

¹⁰ Niestety, nie są ujawniane informacje o kosztach *fairness opinions* w Polsce. Można jedynie snuć na ten temat domysły. Niemniej, w trakcie seminarium PID z 2011 r., dr Wiesław Rozłucki z Rothschild Polska Sp. z o.o. stwierdził, że „wartość Bogdanki w wyniku tej oferty i skutecznej obrony wzrosła o ponad 300 mln zł. Rothschild wziął z tego tylko bardzo niewielką część”. Natomiast Tomasz Wiśniewski z KPMG dodał, że „mamy doświadczenie w zakresie sporządzania *fairness opinion* przy podobnych transakcjach m.in. dla Cyfrowego Polsatu i Telewizji Polsat. Tam wzrost kapitalizacji sięgnął miliarda zł, a nasze wynagrodzenie nie stanowiło nawet ułamka procenta tej sumy”.

giełdowych. W analizowanym okresie 2008–I kwartał 2014 jedynie w związku z co ósmym wezwaniem zarząd spółki giełdowej skorzystał z opinii zewnętrznego doradcy dotyczącej finansowych aspektów transakcji. Tymczasem *fairness opinions* mogłyby stać się użytecznym elementem ładu korporacyjnego w spółce, zwiększającym transparentność jej funkcjonowania i ułatwiającym podejmowanie decyzji w określonych sytuacjach przez organy spółek i jej akcjonariuszy.

Literatura

- Bloomberg (2013), *Global Financial Advisory*, Mergers & Acquisitions Rankings.
- Davidoff S.M. (2006), *Fairness Opinions*, American University Law Review 55, no. 6, s. 1557–1625.
- IDW (2011), IDW Standard: *Grundsätze für die Erstellung von Fairness opinions* (IDW S 8), Heft 3/2011, IDW Fachnachrichten.
- Levinsohn A. (2004), *Power by Proxy*, Trends in Financial Management, vol. 85, no. 12, s. 69–70.
- Parijs S. (2005), *Fairness Opinions and Liability: A Legal and Economic Analysis of Fairness Opinions in the United States and the Netherlands*, Kluwer, Putten.
- Raporty bieżące wybranych spółek notowanych na GPW.
- Rérolle J.-F., Schmidt D. (2007), *L'An I de la nouvelle expertise indépendante: réflexion critique*, Revue de droit bancaire et financier, Septembre–Octobre 2007, s. 1–24.
- Schönefelder L. (2007), *Unternehmensbewertungen im Rahmen von Fairness opinions – eine adressatenbezogene Untersuchung*, Gutenberg Druck, Schaan.
- Ustawa z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej oraz warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j. DzU 2013, poz. 1382).
- Ustawa z 29 września 1994 r. o rachunkowości (t.j. DzU 2013, poz. 330 z późn. zm.).

FAIRNESS OPINION IN PUBLIC TENDER OFFER FOR THE SHARES OF LISTED COMPANIES IN POLAND BETWEEN 2008 AND THE 1ST QUARTER OF 2014

Abstract: *Purpose* – The purpose of this study is to present the essence of *fairness opinion* regarding the financial fairness of conditions of transactions on merger and acquisition market in particular. The focus is put on the performance of *fairness opinions* in relation to public tender offers for the shares of listed companies in Poland.

Methodology – 142 cases of public tender offers for shares of listed companies in Poland issued between 2008 and the 1st quarter of 2014 were subject to analysis.

Findings – The results of the study point clearly to a low use of *fairness opinions* in Poland. The Management Boards of companies ordered to issue only 20 *fairness opinions*, which means that only in relation to every eighth public tender offer such opinion was issued.

Originality/value – An original contribution of the Author is the study of the use of *fairness opinion* by the Management Boards of listed companies in Poland in reaction to the issued public tender offers for the shares of those companies as well as the attempt to answer the question why the Management Boards have used *fairness opinions* so rarely and the presentation of conclusions for future reference.

Keywords: fairness opinion, listed companies, investment bank, financial adviser, public tender offer

Cytowanie

- Puławski M. (2014), *Fairness opinion w przypadku publicznych wezwań do sprzedaży akcji spółek giełdowych w Polsce w okresie 2008–I kwartał 2014*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 804, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 67, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 747–757; www.wneiz.pl/frfu.