

Fairness opinions w transakcjach fuzji i przejęć

Mieczysław Puławski*

Streszczenie: W artykule przedstawiono istotę fairness opinions oraz ich wykorzystanie w transakcjach fuzji i przejęć. Wyróżniono podmioty zamawiające tego typu opinie oraz szerzej scharakteryzowano wystawców fairness opinions, zwłaszcza banki inwestycyjne, podkreślając istotność ich niezależności i bezstronności w związku z przygotowaniem opinii. Zwrócono uwagę na formę i treść fairness opinions oraz funkcje spełniane przez nie na rynku fuzji i przejęć. Dokonano też przeglądu regulacji dotyczących fairness opinions w sześciu wybranych krajach: USA, Wielkiej Brytanii, Francji, Niemczech, Polsce i Szwajcarii.

Słowa kluczowe: fairness opinion, fuzje i przejęcia, bank inwestycyjny, konflikt interesów

Wprowadzenie

Specyfika rynku fuzji i przejęć polega m.in. na tym, że znaczącą rolę odgrywają na nim doradcy finansowi. Przygotowują na zlecenie organów spółek uczestniczących w transakcjach czy nawet samych udziałowców różne opinie, analizy i wyceny, wspierając tym samym proces podejmowania decyzji przez podmioty zaangażowane w transakcje. Jedną z form takich opinii jest fairness opinion wystawiana przez profesjonalnego zewnętrznego doradcę finansowego, który stwierdza, czy warunki transakcji (zwykle cena wezwania lub parytet wymiany akcji) są godziwe z finansowego punktu widzenia. Fairness opinions wywodzą się z praktyki amerykańskiej, ale od kilkunastu lat rozpowszechniają się w innych częściach świata, w tym szczególnie w Europie.

Celem artykułu jest przybliżenie istoty i funkcji fairness opinions, zakresu ich stosowania oraz uwarunkowań regulacyjnych determinujących ich upowszechnianie w transakcjach fuzji i przejęć w krajach o różnych systemach prawnych. Za przykład posłużyły rozwiązania przyjęte w USA, Wielkiej Brytanii, Francji, Niemczech, Polsce i Szwajcarii.

W opracowaniu próbuje się pozytywnie weryfikować hipotezę, że fairness opinion staje się ważnym narzędziem ładu korporacyjnego, zwiększającym przejrzystość rynku fuzji i przejęć i zawieranych na nim transakcji.

* dr hab. Mieczysław Puławski, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, e-mail: mpulaw@sgh.waw.pl

1. Pojęcie i istota fairness opinion

Fairness opinion¹ można określić jako opinię niezależnego, zewnętrznego doradcy oceniającego, czy warunki zamierzonej do zawarcia lub już zawartej transakcji są godziwe z finansowego punktu widzenia.

Ze względu na brak prawnej definicji fairness opinion występuje w literaturze istny zalew autorskich prób określenia istoty tego rodzaju opinii. Przykładowo: Davidoff (2006: 1558) uważa, że fairness opinion jest opinią sporządzoną przez zewnętrznego doradcę, zwykle, choć nie jest to konieczne, przez bank inwestycyjny, mówiącą, że transakcja odpowiada progowemu poziomowi godziwości, dokonując oceny z perspektywy finansowej. Bowers oraz Latham III (2004: 2) zauważają, że fairness opinion, zazwyczaj prezentowana w formie pisma kierowanego do zarządu, zawiera opinię wystawcy dotyczącą godziwości dla udziałowców przedsiębiorstwa finansowych warunków proponowanej transakcji. Roberts (2001: 14) precyzuje natomiast, że fairness opinion jest rodzajem analizy, którą doradca finansowy (zwykle bank inwestycyjny) przygotowuje dla rady dyrektorów (Board of Directors) spółki, wyrażającej przekonanie doradcy finansowego o „godziwości” lub „adekwatności” dla spółki lub jej udziałowców finansowych warunków proponowanej transakcji spółki. Lobe, Essler, Röder (2007: 468) wskazują, że fairness opinion jest opinią eksperta, czy parametry transakcji przedsiębiorstwa są godziwe z punktu widzenia jego akcjonariuszy.

Przytoczone przykładowe definicje fairness opinion wprawdzie różnią się, jednak zawierają elementy wspólne decydujące o jej istocie. Dwa z nich wydają się najważniejsze: wydanie opinii przez zewnętrznego doradcę oraz ocena godziwości warunków transakcji przedsiębiorstwa wyłącznie z finansowego punktu widzenia, co zostało szczególnie wyeksponowane w zaproponowanej w tym opracowaniu definicji fairness opinion.

Fairness opinions są szczególnie rozpowszechnione w przypadku łączenia i podziału spółek oraz nabywania i zbywania znacznych pakietów akcji spółek publicznych. W rozumieniu prawnym, biorąc za przykład regulacje obowiązujące w Polsce, do połączenia może dojść w dwojaki sposób²:

- 1) przez przeniesienie całego majątku spółki przejmowanej na spółkę przejmującą w zamian za udziały lub akcje spółki przejmującej wydawane wspólnikom spółki przejmowanej (łączenie się przez przejęcie, czyli inkorporację spółki przejmowanej do spółki przejmującej);
- 2) przez zawiązanie nowej spółki kapitałowej, na którą przechodzi majątek wszystkich łączących się spółek w zamian za udziały lub akcje nowej spółki (łączenie się przez związek).

¹ Termin „fairness opinion” jest używany powszechnie w świecie jako określenie idiomatyczne, zasadniczo bez prób zastąpienia go narodowymi odpowiednikami. Jedynie we Francji używa się zamiennie terminu „attestation d'équité” oznaczającego mniej więcej poświadczenie uczciwości, sprawiedliwości, rzetelności, godziwości. W Polsce nie zdobyły uznania i nie rozpowszechniły się polskie zamienniki w rodzaju: opinia o godziwości, rzetelności czy opinia o wartości godziwej.

² Artykuł 492 §1 Ustawy z 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych, DzU 2000, nr 94, poz. 1037 z późn. zm.

Skutkiem łączenia się spółek jest rozwiązanie spółki przejmowanej albo spółek łączących się przez zawiązanie nowej spółki.

W przypadku podziału spółek wyróżnia się podział przez rozdzielenie oraz podział przez wydzielenie.

Podział przez rozdzielenie może nastąpić w trojaki sposób³:

- 1) przez przeniesienie całego majątku spółki dzielonej na inne spółki w zamian za udziały lub akcje spółek przejmujących obejmowane przez wspólników spółki dzielonej (podział przez przejęcie);
- 2) przez zawiązanie nowych spółek, na które przechodzi cały majątek spółki dzielonej za udziały lub akcje nowych spółek (podział przez zawiązanie nowych spółek);
- 3) przez przeniesienie całego majątku spółki dzielonej na spółki już istniejącą i nowo zawiązaną (podział przez przejęcie i zawiązanie nowej spółki).

Podstawowym skutkiem prawnym podziału przez rozdzielenie jest utrata bytu prawnego przez spółkę dzieloną.

Z kolei podział przez wydzielenie polega na przeniesieniu części majątku spółki dzielonej na spółkę już istniejącą lub spółkę nowo zawiązaną, co oznacza, że spółka dzielona nie przestaje istnieć⁴.

W przypadku nabywania (i zbywania) znacznych pakietów akcji spółek najważniejszym skutkiem nabycia (zbycia) jest zmiana składu lub udziału akcjonariuszy w kapitale zakładowym spółki akcyjnej przy kontynuowaniu przez nią działalności. Natomiast w rozumieniu ekonomicznym wszystkie wymienione wyżej rodzaje transakcji umiejscowione są w obszarze fuzji i przejęć oraz restrukturyzacji majątkowej przedsiębiorstw.

Różne okoliczności mogą uzasadniać potrzebę lub konieczność wystawienia fairness opinion. W przypadku łączenia się i podziału spółek opinia o godziwości finansowych warunków transakcji dotyczy – co do zasady – parytetu wymiany akcji. Natomiast w przypadku nabywania znacznych pakietów akcji istotna staje się opinia o adekwatności ceny oferowanej lub uzyskanej w transakcji. Dochodzi do niej w wyniku wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji, wykupu akcji własnych, wykupu lewarowanego, wykupu przymusowego czy wykupu w celu wycofania akcji spółki z obrotu na rynku regulowanym (*going private*). Fairness opinion może też być potrzebna do określenia z finansowego punktu widzenia wartości godziwej wkładu niepieniężnego wnoszonego do spółki w celu podwyższenia kapitału zakładowego. Opinie tego typu pojawiają się również w przypadku szczególnych transakcji zamiany, takich jak *debt to equity swaps*, a w Stanach Zjednoczonych w związku z transakcjami przeprowadzanymi przez ESOP (Employee Stock Ownership Plans). Mimo wyróżnienia rozlicznych sytuacji, w których może lub powinna pojawić się fairness opinion, trudno jednak uznać, by był to zamknięty katalog przypadków sięgnięcia po nią przez osoby zainteresowane w transakcji.

Podmiotami zlecającymi wystawienie fairness opinions są przede wszystkim organy spółek akcyjnych, zazwyczaj zarządy, rzadziej rady nadzorcze w tradycyjnym europejskim

³ Tamże, art. 529 § 1 pkt 1, 2, 3.

⁴ Tamże, pkt 4.

systemie prawnym, oraz rady dyrektorów (Board of Directors) w systemie prawnym anglosaskim. W pewnych sytuacjach opinie tego typu może zamawiać również komitet rady nadzorczej lub rady dyrektorów, w szczególności komitet audytu, a nawet znaczący akcjonariusz. Zazwyczaj adresatami fairness opinion są organy spółek przejmowanych, jednak wzrasta znaczenie opinii zamawianych przez organy spółek przejmujących w celu potwierdzenia godziwości finansowych warunków transakcji przejęcia. Niekiedy zdarza się, że w przypadku transakcji nietypowych czy o dużej wartości zarząd spółki i jej rada nadzorcza zlecają sporządzenie fairness opinion niezależnie od siebie.

Opinię tę wystawiają przede wszystkim banki inwestycyjne zatrudniające profesjonalistów mających odpowiednią wiedzę i doświadczenie w zakresie obsługi realizowanych przez klientów transakcji fuzji i przejęć oraz banki uniwersalne z działami bankowości inwestycyjnej, wyspecjalizowane firmy doradztwa finansowego, firmy inwestycyjne, a także biegli rewidenci⁵.

O prymacie banków inwestycyjnych w zakresie sporządzania fairness opinions w wymiarze globalnym przekonują listy rankingowe publikowane regularnie przez agencję Thomson Reuters, zawierające informacje o liczbie i wartości transakcji na rynku fuzji i przejęć, w związku z którymi doszło do wystawienia opinii tego typu.

W tabeli 1 zamieszczono dane dotyczące liczby ogłoszonych fairness opinions w poszczególnych latach okresu 2010 – trzy kwartały 2014 oraz łącznie za cały okres w odniesieniu do dziesięciu najbardziej aktywnych wystawców opinii w transakcjach fuzji i przejęć w całym okresie.

Analiza danych zamieszczonych w tabeli 1 wskazuje, że wśród dziesięciu najbardziej aktywnych wystawców fairness opinions w okresie 2010 – trzy kwartały 2014 dominowały banki inwestycyjne (cztery banki inwestycyjne: J.P. Morgan, Houlihan Lokey, Morgan Stanley, Goldman Sachs) i banki uniwersalne z dobrze rozwiniętymi pionami bankowości inwestycyjnej (trzy banki uniwersalne: UBS, Bank of America Merrill Lynch, Deutsche Bank AG). W grupie najaktywniejszych wystawców fairness opinions znalazły się też dwie duże firmy doradcze (KPMG oraz Duff & Phelps) i jedna firma inwestycyjna (Huatai Securities Co Ltd). Zdecydowanym liderem rankingu okazał się wielki bank inwestycyjny J.P. Morgan. Zauważalna jest jednak tendencja do tracenia części rynku przez największych dziesięciu wystawców opinii na rzecz konkurentów (33,4% udziału w rynku w 2010 roku i tylko 20,4% w okresie 1 stycznia – 30 września 2014).

⁵ Levinsohn (2004: 69–70) zauważa jednak, że w USA biegli rewidenci nie mogą wystawiać fairness opinion na mocy przepisów Ustawy Sarbanes Oxley Act.

Tabela 1

Liczba ogłoszonych fairness opinions przez dziesięć największych wystawców w świecie w okresie 2010 – trzy kwartały 2014

Rok	2010	2011	2012	2013	Trzy kwartały 2014	Łącznie
Wystawca						
J.P. Morgan	38	39	35	32	27	171
Houlihan Lokey	41	26	27	13	16	123
Morgan Stanley	33	33	17	20	19	122
KPMG	25	18	19	25	7	94
UBS	45	17	16	11	2	91
Huatai Securities Co Ltd	15	7	11	32	23	88
Goldman Sachs	18	22	12	17	11	80
Duff & Phelps	4	.	19	32	25	80
Bank of America Merrill Lynch	7	21	14	18	9	69
Deutsche Bank AG	22	24	16	.	3	65
Razem	248	207	186	200	142	983
Wszyscy wystawcy łącznie	742	736	727	804	697	3706
Udział dziesięciu największych wystawców w ogólnej liczbie wydanych fairness opinions (%)	33,4	28,1	25,6	24,9	20,4	26,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Thomson Reuters 2010–2014.

Dominacji banków inwestycyjnych dowodzi też spojrzenie na globalny ranking wystawców fairness opinion w badanym okresie z punktu widzenia wartości transakcji na rynku fuzji i przejęć, w związku z którymi doszło do wystawienia opinii tego typu. Uwzględniając w każdym z lat analizowanego okresu dziesięciu największych wystawców i przyznając im punkty rankingowe od dziesięciu do jednego w zależności od miejsca w rankingu, uzyskuje się uporządkowaną listę rankingową wystawców działających w tym okresie na rynku.

Niezbędne dane do zestawienia listy rankingowej w sumie jedenastu największych wystawców fairness opinion w skali globalnej zamieszczono w tabeli 2.

Jak wynika z danych zamieszczonych w tabeli 2, wśród jedenastu czołowych wystawców fairness opinions w świecie dominują największe banki inwestycyjne, przy czym również pod względem wartości transakcji na rynku fuzji i przejęć w okresie 2010 – trzy kwartały 2014, w których pojawiły się opinie tego typu, niepodważalnie pierwsze miejsce zajmuje J.P. Morgan. Tylko trochę gorsze wyniki zanotowali w tym okresie jego wielcy konkurenci: Goldman Sachs i Morgan Stanley. Względnie wysoka pozycja w rankingu niezależnego banku inwestycyjnego Centerview Partners LLC wynika z jego nasilonej działalności doradczej na rynku fuzji i przejęć w ciągu trzech kwartałów 2014 roku.

Tabela 2

Lista rankingowa największych wystawców fairness opinions w świecie w transakcjach fuzji i przejęć w okresie 2010 – trzy kwartały 2014 (w punktach rankingowych)

Rok	2010	2011	2012	2013	Trzy kwartały 2014	Suma punktów rankingowych
Wystawca						
J.P. Morgan	10	10	10	10	6	46
Goldman Sachs	7	8	8	9	9	41
Morgan Stanley	9	9	4	8	5	35
Barclays	4	7	5	4	4	24
Bank of America Merrill Lynch	.	5	3	6	8	22
Credit Suisse	6	2	7	5	2	22
Deutsche Bank AG	5	3	9	.	.	17
UBS	8	1	1	7	.	17
Centerview Partners LLC	10	10
Lazard	.	6	.	.	3	9
Nomura	3	.	6	.	.	9

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Thomson Reuters 2010–2014.

Opinia o godziwości warunków transakcji ocenianych z finansowego punktu widzenia jest przekazywana przez wystawcę do zlecającego jej sporządzenie odbiorcy, który decyduje o jej upublicznieniu bądź o ujawnieniu treści opinii jedynie wybranym osobom (np. członkom zarządu, członkom rady nadzorczej czy członkom rady dyrektorów). W konsekwencji wśród opinii tego typu można wyróżnić publiczne fairness opinion, które są upublicznione np. ze względu na obligatoryjność regulacji prawnych w tym zakresie bądź stosowane przez spółkę zasady disclosure, oraz prywatne fairness opinions, nieupubliczniane, przekazywane wyłącznie do wiadomości ściśle określonych osób.

2. Forma, treść i funkcje fairness opinion

Fairness opinions wystawiane w związku z transakcjami fuzji i przejęć są mocno zróżnicowane co do formy i zakresu informacji zawartych w dokumencie opinii kierowanym do właściwych adresatów. Oprócz lakonicznych, ledwie kilkustronicowych opinii, pojawiają się też sążniste opracowania liczące kilkadziesiąt, a nawet ponad sto stron. Niezależnie jednak od objętości opinii ważne jest, aby z jej treści wynikała jednoznacznie konstatacja, czy warunki transakcji są godziwe z finansowego punktu widzenia.

Nawet najkrótsza fairness opinion zawiera co najmniej informację, kto jest jej adresatem i jakiej transakcji opinia dotyczy, a nadto: jakie są podstawy prawne opinii, z jakich źródeł informacji skorzystano, wydając opinię, jakie zastrzeżenia i ograniczenia są związane z jej

wydaniem i wreszcie – czy warunki transakcji są godziwe z finansowego punktu widzenia⁶. W praktyce sporządzający dokument opinii, określany jako Opinion Letter, stwierdza, czy parytet wymiany akcji lub cena wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji mieści się w przedziale wartości godziwej wyznaczonym przez wystawcę opinii z uwzględnieniem jedynie finansowego punktu widzenia.

W nieco rozszerzonej wersji Opinion Letter jej wystawca wskazuje na ewentualne istnienie konfliktu interesów, informuje pokrótce o metodologicznej stronie badania oraz określa prawo i procedury właściwe do rozstrzygania sporów.

W jeszcze bardziej rozbudowanej formie fairness opinion, zawierającej oprócz Opinion Letter również tzw. Valuation Memorandum, zamieszczane są informacje o zastosowanych metodach wyceny z podaniem również jej parametrów krytycznych (np. stopy dyskonta w metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych – DCF czy tzw. spółek porównawczych i mnożników w metodzie porównawczej) oraz wszystkich wyliczeń i interpretacji wyników. W związku z tym w Valuation Memorandum znajduje się podstawa analityczna do ostatecznego stwierdzenia, czy warunki transakcji są godziwe z finansowego punktu widzenia.

Dodatkową część fairness opinion, rzadziej zamieszczaną, stanowi tzw. Factual Memorandum. Wymienia się tu wszystkie wykorzystane dokumenty i inne materiały źródłowe oraz wszystkie osoby, z którymi przeprowadzono rozmowy, by pozyskać jak najwięcej informacji i nadać opinii możliwie zobiektywizowany charakter.

Podmiot otrzymujący fairness opinion nie zawsze podaje do publicznej wiadomości pełną jej treść, ograniczając się w określonych sytuacjach do zamieszczenia wyłącznie Opinion Letter.

Silne zróżnicowanie form i treści fairness opinions wystawionych w związku z realizacją transakcji fuzji i przejęć pobudza do dyskusji oraz sprzyja podejmowaniu działań w celu stworzenia standardu tego typu opinii czy to na szczeblu narodowym, czy to międzynarodowym. Szczególną aktywność w tym zakresie przejawiają niektóre narodowe organy nadzoru nad rynkiem fuzji i przejęć (np. we Francji – Autorité des Marchés Financiers, w Kanadzie – Investment Industry Regulatory Organization, w Szwajcarii – Übernahmekommission, na Filipinach – Securitites and Exchange Commission) oraz narodowe stowarzyszenia grupujące m.in. wystawców fairness opinions (zwłaszcza w Niemczech – Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V. oraz Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.). Warto też odnotować zaangażowanie Rady Międzynarodowych Standardów Wyceny (International Valuation Standards Council) w próbę stworzenia standardu fairness opinions. Prace nad projektem (Procedural Guidelines for Fairness Opinions), zapoczątkowane w marcu 2012 roku, zostały jednak zawieszono w marcu następnego roku.

⁶ Jeżeli nawet dokument fairness opinion przesłany odbiorcy przez wystawcę jest ograniczony do kilku stron, to zgodnie z utwierdzoną praktyką na spotkaniu obu stron wystawca przekazuje odbiorcy ustnie wszelkie dodatkowe informacje i wyjaśnienia.

Fairness opinions spełniają dwie podstawowe funkcje w transakcjach fuzji i przejęć: informacyjną i ochronną⁷. Istota funkcji informacyjnej polega przede wszystkim na tym, że właściwy organ spółki (zarząd lub rada nadzorcza albo rada dyrektorów) uzyskuje niezależną opinię o finansowej atrakcyjności warunków transakcji oraz dostęp do niektórych informacji trudnych do zdobycia na rynku. Nadto fairness opinion ogranicza lub likwiduje asymetrię informacji istniejącą między zarządem lub radą dyrektorów a udziałowcami/akcjonariuszami, gdyż opinia z reguły uwzględnia aktualne plany zarządu dotyczące prowadzenia spraw spółki, nie zawsze znane udziałowcom/akcjonariuszom. Funkcja ochronna fairness opinion realizuje się w ten sposób, że władze spółki, zamawiając opinię i uwzględniając ją w procesie podejmowania decyzji o zawarciu bądź niezawarciu transakcji, uzyskują materialny dowód dołożenia przez nie należytej staranności w działaniu i kierowaniu się interesem spółki i udziałowców/akcjonariuszy⁸.

Fairness opinion jest dodatkową opinią występującą w transakcjach fuzji i przejęć zawierającą stwierdzenie profesjonalnego wystawcy, czy określone warunki transakcji są godziwe z finansowego punktu widzenia. W praktyce chodzi o to, by autor opinii stwierdził, czy cena wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji albo proponowany stosunek wymiany udziałów lub akcji mieszczą się w wyznaczonym przez wystawcę opinii przedziale wartości godziwej.

Może być więc wiele wartości godziwych w transakcji w zależności od jej specyfiki oraz zastosowanych metod badawczych z uwzględnieniem jedynie finansowego punktu widzenia. Ta okoliczność sprawia, że fairness opinion nie może być uznana za wycenę wartości przedsiębiorstwa, mimo że sporządzające ją podmioty wykorzystują metody dochodowe oraz metody porównawcze do oszacowania przedziału wartości godziwej w celu stwierdzenia, czy określony warunek transakcji w tym przedziale się zawiera (fairness opinion pozytywna), czy nie (fairness opinion negatywna, gdy cena wezwania jest niższa od dolnej granicy przedziału wartości godziwej). Ponadto fairness opinion nie jest analizą due diligence ani rekomendacją inwestycyjną dla akcjonariuszy spółki przejmowanej w przypadku wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji.

Ocena godziwości warunków transakcji w fairness opinion nie uwzględnia wielu czynników wpływających na funkcjonowanie przedsiębiorstw poddawanych ocenie. Jak trafnie zauważa Davidoff (2006: 1565), przy sporządzaniu fairness opinions nie są brane pod uwagę kwestie prawne, w szczególności, czy transakcja nie naruszy bezwzględnie obowiązujących norm prawnych, a nadto kwestie podatkowe, księgowo i środowiskowe, chyba że ich uwzględnienie okaże się konieczne do przygotowania przez wystawcę opinii zgodnie z prawem i obowiązującymi go normami zawodowymi.

Mankamentem fairness opinion jest również termin jej ważności. Wystawiający dokument opinii zamieszcza w nim bowiem zazwyczaj zastrzeżenie, że opinia jest ważna w ter-

⁷ W literaturze wymienia się jeszcze funkcję sygnalizacyjną, funkcję argumentacyjną, funkcję perswazyjną i funkcję cenotwórczą, które – jak się zdaje – zawierają się w pojęciu funkcji informacyjnej, oraz funkcję procesową, która jest funkcją pochodną względem funkcji ochronnej. Zob. Parijs (2005: 34–38) oraz Schönefelder (2007: 17–19).

⁸ Trzeba jednak zauważyć, że interesy te mogą być rozbieżne.

minie wskazanym w trakcie jej sporządzenia. Tymczasem, zwłaszcza w przypadku wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji, akcjonariusze spółki oczekiwali raczej przedstawienia prognozy notowań kursów akcji spółki.

Fairness opinions powinny być – co do zasady – sporządzone przez niezależnych ekspertów. Dość częste są jednak przypadki, zwłaszcza w praktyce amerykańskiej, wystawiania opinii tego typu przez podmioty doradzające organowi (bądź organom) spółki w tej samej transakcji, ale w innej roli – doradcy finansowego. Ujawniający się w tym wypadku konflikt interesów dotyczy zwłaszcza renomowanych banków inwestycyjnych oraz firm doradztwa finansowego. Przekonują o tym, w jakimś stopniu, dane zawarte w tabeli 3, w której uszeregowano według punktów rankingowych od dziesięciu do jednego, w poszczególnych latach okresu 2010 – trzy kwartały 2014, dziesięciu największych doradców finansowych w ogłoszonych transakcjach fuzji i przejęć na świecie. Podstawę klasyfikacji tworzyła wartość transakcji fuzji i przejęć w świecie w badanym okresie, w których uczestniczyły uwzględnieni doradcy finansowi. A były to kwoty niemałe, sięgające w jednostkowych przypadkach nawet kilkuset miliardów dolarów.

Tabela 3

Lista rankingowa dziesięciu największych doradców finansowych w ogłoszonych transakcjach fuzji i przejęć w świecie w okresie 2010 – trzy kwartały 2014 (w punktach rankingowych)

Rok	2010	2011	2012	2013	Trzy kwartały 2014	Suma
Wystawca						
Goldman Sachs	10	10	10	10	10	50
Morgan Stanley	9	9	9	8	9	44
J.P. Morgan	8	8	7	9	7	39
Bank of America Merrill Lynch	4	6	3	7	6	26
Citi	3	5	6	4	8	26
Barclays	1	4	8	6	5	24
Credit Suisse	7	7	5	2	2	23
Deutsche Bank AG	6	3	4	3	3	19
UBS	5	2	2	5		14
Lazard	2	1	.	2	4	9

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Thomson Reuters 2010–2014.

Jak wynika z danych ujętych w tabeli 3, rynek usług doradztwa finansowego w odniesieniu do transakcji fuzji i przejęć w świecie zdominowały w okresie 2010 – trzy kwartały 2014 renomowane banki inwestycyjne i uniwersalne. Bezdyskusyjna jest supremacja banku inwestycyjnego Goldman Sachs, który w każdym z lat okresu 2010 – trzy kwartały 2014 zajął pierwsze miejsce w rankingu. Kolejne miejsca przypadły nie mniej znanym bankom inwestycyjnym: Morgan Stanley – drugie oraz J.P. Morgan – trzecie. Widać przy tym dużą zbieżność list rankingowych z tabel 2 i 3. Oznacza to, że wielkie banki inwestycyjne oraz

duże banki uniwersalne z silnie rozwiniętymi działami bankowości inwestycyjnej zdominowały rynek usług doradztwa finansowego w transakcjach fuzji i przejęć. Są najbardziej znane, a przez to również częściej angażowane do sporządzania fairness opinions.

Dlatego bardzo istotne jest, aby w sytuacji występującego konfliktu interesów wystawca fairness opinion ujawniał swoje podwójne zaangażowanie w transakcji oraz wyraźnie oświadczał, że opinię sporządził z należytą starannością i dobrej wierze i że nie różni się ona od tego typu opinii przygotowywanych dla innych zleceńodawców. Jednak najlepszym rozwiązaniem dla organu (organów) spółki w tej sytuacji jest zamówienie opinii u innego, rzeczywiście niezależnego wystawcy, co nie musi automatycznie wiązać się ze zwiększeniem kosztów doradcy finansowego w transakcji.

Warto przy okazji stwierdzić, że w sytuacji konfliktu interesów mogą znaleźć się również członkowie organów zarządzających spółek przejmowanej i przejmującej (członkowie zarządu czy członkowie rady dyrektorów), jeżeli są dodatkowo wynagradzani (premie pieniężne i inne bonusy) za sfinalizowanie transakcji fuzji i przejęć.

Koszty fairness opinions nie są najczęściej podawane do publicznej wiadomości przez podmiot zlecający ich wystawienie. Z pewnością zależą one od wartości transakcji, wielkości i renomy podmiotu przygotowującego opinię oraz zakresu wykorzystania opinii. Kisgen, Qian i Song (2009: 180) w ciekawym badaniu dotyczącym okresu 1994–2003 zanalizowali ponad tysiąc przypadków transakcji fuzji i przejęć w USA i stwierdzili, że mediana kosztu fairness opinion wyniosła 300 tys. USD w transakcji.

Ale z kolei bardziej współczesne szacunki praktyków z rynku amerykańskiego wskazują, że koszty te wynoszą od 500 tys. USD do 1 mln USD dla średniej wielkości transakcji. Natomiast w kręgach doradców finansowych słyszy się, że koszt fairness opinion nie przekracza 1/4 wynagrodzenia doradcy z tytułu świadczenia usług doradczych w transakcji. Nie są to małe kwoty, zwłaszcza kiedy dokument opinii liczy raptem kilka stron, jednak dla członków organu zarządzającego spółką podjęcie decyzji o skorzystaniu z nawet drogiej fairness opinion jest dość łatwe, gdyż, po pierwsze, ciężar finansowania opinii ponosi i tak spółka; po drugie, fairness opinion uznanego banku inwestycyjnego jest dla nich rodzajem polisy ubezpieczeniowej na wypadek pojawienia się zarzutów działania na szkodę spółki.

3. Regulacyjne uwarunkowania fairness opinions w transakcjach fuzji i przejęć

Od dawna, co najmniej od kilkudziesięciu lat, jak wskazują na to informacje źródłowe, amerykańskie banki inwestycyjne oferowały wystawianie fairness opinions jako rodzaj świadczonych przez nie usług finansowych. Jednak momentem przełomowym w upowszechnianiu fairness opinions w transakcjach fuzji i przejęć stał się 29 stycznia 1985 roku, czyli data ogłoszenia wyroku przez Sąd Najwyższy Delaware (Supreme Court of Delaware) w sprawie *Smith v. Van Gorkom* przesądzającego o konieczności uwzględnienia odpowiedniej informacji (*adequate information*) dotyczącej wartości spółki przy podejmowaniu przez radę dyrektorów decyzji o przyjęciu oferty nabycia spółki. Ta linia orzecznictwa utrwaliła się

w praktyce sądowej, w związku z czym zamówienie przez radę dyrektorów fairness opinion zaczęto traktować jako powinność rady dyrektorów działającej z należytą starannością.

W Europie większe zainteresowanie opiniami tego typu pobudziła Dyrektywa nr 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 roku w sprawie ofert przejęcia (DzU WE L 142). Zgodnie z art. 9 ust. 5 Dyrektywy zarząd spółki, której akcje są przedmiotem wezwania publicznego, powinien zająć stanowisko w sprawie warunków wezwania i podać je do wiadomości publicznej.

Z zarysowanej do tej pory charakterystyki fairness opinion wynika przede wszystkim brak jasnego zdefiniowania tego instrumentu oraz zakresu jego obligatoryjnego stosowania. Regulacje dotyczące fairness opinions jednak istnieją, choć nie są jeszcze w świecie powszechne. Niemniej warto się przyjrzeć wybranym rozwiązaniom regulacyjnym przyjętym przez niektóre kraje.

W ojczyźnie fairness opinions, USA, już w 1979 roku federalny organ nadzoru nad rynkiem kapitałowym, Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (Securities and Exchange Commission – SEC), zobowiązała spółki wycofujące akcje z obrotu na rynku regulowanym (*going-private transactions*) do przekazania informacji, czy została wystawiona w związku z taką transakcją fairness opinion, a jeżeli tak, to kto był jej wystawcą, jaka była jej treść i czy zachowano niezależność wystawcy opinii. W 1986 roku SEC wprowadziła zbliżone przepisy dotyczące fairness opinions w przypadku procedury uzyskiwania od akcjonariuszy pełnomocnictw do głosowania w ich imieniu na walnym zgromadzeniu spółki przez członków organu zarządzającego spółką lub akcjonariusza albo grupy akcjonariuszy (*proxy solicitation*).

Uzupełnieniem przepisów wydanych przez SEC jest przyjęta w 2007 roku regulacja FINRA Rule 5150 (pierwotnie NASD Rule 2290), organizacji nadzoru nad działalnością firm inwestycyjnych – Financial Industry Regulatory Authority, FINRA. Regulacja ta m.in. zobowiązuje członków FINRA wystawiających fairness opinion do ujawniania wszelkich okoliczności, które mogłyby negatywnie wpłynąć na ich bezstronność i niezależność przy sporządzaniu opinii.

W Wielkiej Brytanii regulacje dotyczące fairness opinions, choć nie wprost, są zawarte w tzw. regule 3 Niezależna Porada (Rule 3 Independent Advice) w Kodeksie City w sprawie Przejęć i Fuzji (City Code on Takeovers and Mergers). Zgodnie z regułą 3.1 rada spółki przejmowanej jest zobowiązana do zasięgnięcia kompetentnej, niezależnej opinii w sprawie dowolnej oferty (z obszaru fuzji i przejęć) i do przekazania jej treści akcjonariuszom. Zgodnie zaś z regułą 3.2 podobny obowiązek może spoczywać również na radzie spółki przejmującej, jeżeli oferta dotyczy odwrotnego przejęcia (*reverse takeover*) albo dyrektorzy spółki są skonfrontowani z sytuacją konfliktu interesów. Natomiast reguła 3.3 określa warunki zachowania niezależności i bezstronności doradcy. Nadzór nad przestrzeganiem prawa sprawuje Panel w sprawie Przejęć i Fuzji (Panel on Takeovers and Mergers), który od maja 2006 roku ma umocowanie ustawowe.

We Francji w miarę szczegółowe regulacje dotyczące fairness opinion są zawarte w Rozporządzeniu Ogólnym Urzędu Rynków Finansowych (Règlement général de l'AMF – Autorité des Marchés Financiers) uzupełnionym przez instrukcję 2006-08 z 25 lipca 2006 i rekomendacją AMF z 28 września 2006 roku (zmienioną 19 października 2006).

W Księdze II Tytule VI Rozporządzenia Ogólnego zatytułowanym *Niezależna ekspertyza* podkreśla się szczególnie istotność niezależności i bezstronności oraz profesjonalizmu wystawcy przy sporządzaniu opinii. W Rozdziale II Tytułu VI zatytułowanym *Raport eksperta* są wskazane wymagania AMF wobec sporządzanych raportów. Muszą być więc zgodne z instrukcją AMF oraz w szczególności zawierać: stwierdzenie niezależności eksperta, opis dokonanych weryfikacji i wycen spółki oraz konkluzję o godziwości finansowych warunków transakcji, czyli „właściwą” fairness opinion, zwaną we Francji *attestation d'équité*. Ponadto w Rozdziale I Tytułu VI zatytułowanym *Powołanie niezależnego eksperta* wskazane są przypadki obligatoryjnego powołania niezależnego doradcy oraz upublicznienia jego opinii.

W Niemczech brakuje ustawowej regulacji fairness opinions. Wprawdzie § 27 ust. 1 Ustawy o nabywaniu papierów wartościowych i przejęciach (Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz) zobowiązuje zarząd i radę nadzorczą spółki, której akcje stały się przedmiotem publicznego wezwania, do zajęcia i ogłoszenia stanowiska w tej sprawie, ale już nie do zamówienia fairness opinion. Jeżeli jednak opinia ta zostanie pozyskana, to nie musi być upubliczniona, a nawet nie ma obowiązku informowania o jej otrzymaniu przez organ/organy spółki⁹.

Przy braku przepisów ustawowych rozwinęło się w Niemczech tzw. prawo miękkie dotyczące fairness opinions w formie zbioru dobrych praktyk. Już w 2007 roku Niemiecki Związek Analizy Finansowej i Zarządzania Aktywami (Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V. – DVFA) opublikował „Zasady wystawiania fairness opinions w związku z ofertami nabycia papierów wartościowych” nawiązujące do przepisów Ustawy o nabywaniu papierów wartościowych i przejęciach, a kierowane do organów spółek przejmujących i przejmowanych. Szczególny nacisk w Zasadach położono na kwestię niezależności i bezstronności wystawcy opinii oraz jej przejrzystości metodologicznej.

Z kolei Instytut Biegłych Rewidentów w Niemczech (Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. – IDW) przyjął w styczniu 2011 roku standard w sprawie wystawiania fairness opinion znany jako IDW S 8. Zawiera on m.in. definicję fairness opinion, zalecenia w sprawie formy i treści opinii oraz powtarza lub rozwija wiele rekomendacji zawartych już w zasadach opublikowanych wcześniej przez DVFA.

W Polsce brakuje jakichkolwiek regulacji (czy to ustawowych, czy w zakresie dobrych praktyk) zobowiązujących organy spółek do zamówienia fairness opinion w przypadku transakcji fuzji i przejęć. Jednak art. 80 ust. 1 Ustawy z 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych zobowiązuje zarząd spółki publicznej, której akcje są objęte wezwaniem do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji, do przygotowania i upublicznienia stanowiska dotyczącego ogłoszonego wezwania. Artykuł 80 ust. 3 daje zarządowi spółki, której akcje są przedmiotem publicznego wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji, możliwość zasięgnięcia opinii zewnętrznego podmiotu (biegłego) na temat ceny akcji w wezwaniu. Jeżeli zarząd z tej możliwości skorzysta, to

⁹ Trzeba jednak zauważyć, że mimo braku obowiązku korzystania z fairness opinions w związku z publicznymi wezwaniami do sprzedaży akcji w Niemczech w okresie 2005–2012 aż w 58,4% wezwań organ spółki przejmowanej (zarząd lub rada nadzorcza) zlecił sporządzenie opinii tego typu. Zob. Aders i in. (2013).

zobowiązany jest podać do publicznej wiadomości treść opinii wraz ze swoim stanowiskiem w sprawie ceny i innych warunków wezwania¹⁰.

Zbliżone do polskich rozwiązania prawne w odniesieniu do fairness opinion przyjęto w Szwajcarii. Zgodnie z art. 29 Ustawy federalnej w sprawie giełd i handlu papierami wartościowymi z 24 marca 1995 roku (Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel) w przypadku pojawienia się publicznej oferty nabycia akcji spółki-celu jej rada nadzorcza jest obowiązana zająć w tej sprawie stanowisko, a następnie opublikować je. Przy opracowywaniu stanowiska rada może skorzystać z fairness opinion, ale wówczas, zgodnie z art. 30 ust. 5 Rozporządzenia Komisji ds. Przejęć w sprawie publicznych ofert nabycia z 21 sierpnia 2008 roku (Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote), opinia niezależnego eksperta musi być integralną częścią stanowiska. W opinii należy ujawnić podstawy wyceny, metody wyceny oraz zastosowane parametry.

Wycinkowy przegląd regulacji dotyczących fairness opinion stosowanych w transakcjach fuzji i przejęć w sześciu krajach wskazał na silne zróżnicowanie przyjętych rozwiązań systemowych. Uzyskanie opinii tego typu jest obowiązkowe we Francji i w Wielkiej Brytanii oraz, nawiązując do wcześniejszych rozważań, w stanie Delaware (USA). Natomiast nie ma takiego obowiązku w Niemczech, Polsce i Szwajcarii. Podanie do publicznej informacji uzyskanej fairness opinion jest obligatoryjne w USA, we Francji, w Polsce i Szwajcarii, a tylko częściowo w Wielkiej Brytanii. Nie jest to natomiast wymagane w Niemczech. Najpełniej jest regulowana sama opinia we Francji, nieco skromniej w USA, Wielkiej Brytanii i Szwajcarii. Brakuje natomiast takiej regulacji w Polsce i na poziomie ustawowym w Niemczech, ale z kolei tam rozbudowana jest regulacja pozaustawowa w formie zbioru dobrych praktyk. Niezależnie jednak od przyjętych rozwiązań – we wszystkich narodowych systemach zwraca się szczególną uwagę na niezależność, bezstronność i profesjonalizm wystawców fairness opinion, a obszarem szczególnego zainteresowania regulatorów i instytucji nadzorczych są publiczne oferty kupna.

Uwagi końcowe

Fairness opinion jest dodatkową opinią zamawianą najczęściej przez organy spółek w związku z przeprowadzaniem transakcji fuzji i przejęć w celu stwierdzenia, czy warunki transakcji są godziwe z finansowego punktu widzenia. Fairness opinion przygotowują zewnętrzni doradcy, wśród których dominują renomowane banki inwestycyjne. Mimo ograniczonego zakresu badania przeprowadzonego przez profesjonalnego doradcę w celu wydania opinii efektem fairness opinion jest jednak ograniczenie asymetrii informacji w transakcjach fuzji i przejęć oraz wsparcie analityczne organu zarządzającego spółką w procesie podejmowania ważkich decyzji na rynku przejmowania kontroli nad przedsiębiorstwami. Fairness opinions najsilniej rozpowszechniły się w Stanach Zjednoczonych,

¹⁰ W okresie 2008 – trzy kwartały 2014 na 152 wezwania tylko w 19 przypadkach zarządy spółek przejmowanych skorzystały z fairness opinion, a łącznie wystawiono 21 opinii. Pogłębioną analizę stosowania fairness opinions w publicznych wezwaniach do sprzedaży akcji spółek giełdowych w Polsce w okresie 2008–I kwartał 2014 zawiera artykuł mojego autorstwa. Zob. Puławski (2014).

ale od kilkunastu lat zaczynają być intensywniej wykorzystywane przez przedsiębiorstwa z Europy i Azji. Choć powoli, jednak coraz więcej przedsiębiorców dostrzega w fairness opinion użyteczny element ładu korporacyjnego, zwiększający transparentność funkcjonowania przedsiębiorstw oraz poprawiający komunikację między organem zarządzającym a interesariuszami przedsiębiorstwa.

Literatura

- Aders Ch., Arnold S., Schwetzler B. (2013), *Duff&Phelps/HHL Fairness Opinion Monitor 2013*, Summary 2005–2012.
- Bowers H.M., Latham III W.R. (2004), *Value of Fairness Opinions in US Mergers and Acquisitions*, 1980–2003, University Delaware.
- Davidoff S.M. (2006), *Fairness Opinions*, „American University Law Review”, vol. 55, iss. 6, article 2.
- Dyrektywa nr 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia, DzUrz. WE L 142 z 30 kwietnia 2004.
- Kisgen D.J., Qian J. „QJ”, Song W. (2009), *Are fairness opinions fair? The case of mergers and acquisitions*, „Journal of Financial Economics”, Elsevier.
- Levinsohn A. (2004), *Power by Proxy*, „Trends in Financial Management”, vol. 85, nr 12.
- Lobe S. Essler W., Röder K. (2007), *Welche Anforderungen stellen deutsche Vorstände und Aufsichtsratsvorsitzende an Fairness Opinions*, „Wirtschaftsprüfung”, R. 60, z. 11.
- Thomson Reuters (2010), *Mergers & Acquisitions Review. Financial Advisors*, Thomson Reuters, Full Year.
- Thomson Reuters (2011), *Mergers & Acquisitions Review. Financial Advisors*, Thomson Reuters, Full Year.
- Thomson Reuters (2012), *Mergers & Acquisitions Review. Financial Advisors*, Thomson Reuters, Full Year.
- Thomson Reuters (2013), *Mergers & Acquisitions Review. Financial Advisors*, Thomson Reuters, Full Year.
- Thomson Reuters (2014), *Mergers & Acquisitions Review. Financial Advisors*, Thomson Reuters, First Nine Months.
- Parijs S. (2005), *Fairness Opinions and Liability: A Legal and Economic Analysis of Fairness Opinions in the United States and the Netherlands*, Kluwer, Putten.
- 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.
- Roberts T.M. (2001) *Financial Advisors and Fairness Opinions in Corporate Control Transactions*, Directorship, vol. 27, iss. 9.
- Schönefelder L. (2007), *Unternehmensbewertungen im Rahmen von Fairness Opinions – eine adressatenbezogene Untersuchung*, Gutenberg Druck, Schaan.
- Ustawa z 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych, DzU 2000, nr 94, poz. 1037 z późn. zm.
- Ustawa z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, DzU 2005 nr 184, poz. 1539 z późn. zm.

FAIRNESS OPINIONS IN MERGERS AND ACQUISITIONS

Abstract: The article presents the substance of fairness opinions and their use in mergers and acquisitions. Entities ordering the issue of such opinions have been broadly characterised along with the issuers of fairness opinions – investment banks in particular. The importance of their independence and impartiality in relation to the preparation of such opinions has been highlighted. The Author has concentrated on the form and the contents of fairness opinions as well as the role they play on the market of mergers and acquisitions. The articles also constitutes the review of regulations governing fairness opinions in six selected countries, namely USA, Great Britain, France, Germany, Poland and Switzerland.

Keywords: fairness opinion, mergers and acquisitions, investment bank, conflict of interests