

# ***Fairness opinion* jako instrument wsparcia zarządów spółek w przygotowaniu stanowiska w sprawie publicznych wezwań do sprzedaży akcji spółek giełdowych w Polsce**

**Mieczysław Puławski\***

**Streszczenie:** *Cel* – Celem artykułu jest przedstawienie roli i znaczenia *fairness opinions* jako instrumentu wspierającego zarządy spółek notowanych na GPW w Warszawie w przygotowaniu stanowiska w sprawie publicznych wezwań do sprzedaży akcji tych spółek.

*Metodologia badania* – Dokonano analizy 287 przypadków publicznych wezwań do zapisywania się na sprzedaż akcji spółek giełdowych w Polsce w okresie 24.10.2005–30.05.2016, wyodrębniając i poddając szczegółowej analizie te wezwania, w związku z którymi doszło do wystawienia *fairness opinion*.

*Wynik* – Badanie dowodzi słabego zainteresowania zarządów spółek giełdowych szczególnymi opiniami określanymi jako *fairness opinions*. W analizowanym okresie podmioty zewnętrzne wystawiły na zlecenie zarządów jedynie 34 takie opinie. Oznacza to, że jedynie w związku z co dziesiątym wezwaniem miała zastosowanie *fairness opinion*.

*Oryginalność/wartość* – Oryginalnym wkładem autora jest zbadanie zakresu stosowania *fairness opinions* przez zarządy spółek notowanych na GPW w okresie 24.10.2005–30.05.2016.

**Słowa kluczowe:** publiczne wezwanie do sprzedaży akcji, *fairness opinion*, spółki giełdowe, podmiot wzywający, doradca finansowy

## **Wprowadzenie**

Nabywanie znacznych pakietów akcji spółek giełdowych w Polsce, prowadzące – w przypadku jego skutecznego sfinalizowania – do przekształcenia struktury właścicielskiej spółek przeprowadzane jest zwykle w formie publicznych wezwań do zapisywania się na sprzedaż ich akcji. Skomplikowanie prawne i faktyczne wezwań rodzi szereg obowiązków zarówno dla podmiotów wzywających, jak i zarządów spółek, których akcje są przedmiotem publicznego wezwania.

Szczególna odpowiedzialność ciąży na zarządach spółek „wezwanym”, które w określonych sytuacjach muszą przedstawić akcjonariuszom tych spółek, zwłaszcza akcjonariuszom mniejszościowym, stanowisko w sprawie wpływu wezwania na funkcjonowanie

---

\* dr hab. Mieczysław Puławski prof. SGH, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Katedra Rynków Kapitałowych, e-mail: mpulaw@sgh.waw.pl.

spółek oraz dokonać oceny, czy cena proponowana w wezwaniu odpowiada wartości godziwej spółki.

Wsparciem dla zarządów mogą być wówczas opinie niezależnych doradców, którzy stwierdzą, czy cena wezwania jest godziwa z finansowego punktu widzenia.

Zamiarem autora jest przybliżenie istoty *fairness opinions* oraz zakresu ich stosowania na giełdowym rynku akcji w Polsce w związku z publicznymi wezwaniami do sprzedaży akcji w okresie od 24 października 2005 roku 30 maja 2016 roku.

## 1. Istota publicznych wezwań do sprzedaży akcji

Szczególną formą nabywania i zbywania akcji spółek giełdowych są publiczne wezwania do sprzedaży akcji. Dotyczą one – co do zasady – znacznych pakietów notowanych na giełdzie papierów wartościowych akcji, dlatego zrozumiałe jest, że podlegają specjalnym przepisom ze względu na istotność skutków ich przeprowadzenia dla spółki i jej akcjonariuszy. Bezpośrednią konsekwencją sfinalizowanych z powodzeniem wezwań są bowiem zmiany w stanie posiadania akcji i głosów na walnym zgromadzeniu spółki przez dotychczasowych akcjonariuszy lub wejście do spółki nowych udziałowców, ale konsekwencją dalszą może być nawet wycofanie spółki z obrotu giełdowego.

W Polsce ze skomplikowaną materią wezwań zmierzyła się już „historyczna” Ustawa z dnia 22 marca 1991 roku Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych. W Rozdziale siódmym pt. *Nabycie znacznych pakietów akcji* w artykułach 73–78 wprowadziła ona m.in. akceptowane później pojęcie publicznych wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji (dalej: publiczne wezwania).

Kolejnym aktem prawnym regulującym wspomniane wyżej wezwania stała się Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 roku Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, poświęcając im artykuły 151–158 z Rozdziału dziewiątego pt. *Znaczne pakiety akcji*. Porządkowała ona przepisy prawa dotyczące publicznych wezwań po zebraniu doświadczeń z kilkuletniego okresu obowiązywania poprzedniej ustawy.

Bardzo istotne zmiany w zakresie regulacji publicznych wezwań należy wiązać natomiast z wejściem Polski do Unii Europejskiej i koniecznością dostosowania prawa polskiego do prawa unijnego. Stosowne przepisy znalazły się zasadniczo w Oddziale drugim pt. *Wezwania* Rozdziału czwartego zatytułowanego *Znaczne pakiety akcji spółek publicznych* (art. 72–81), choć częściowo również w Rozdziale piątym pt. *Zniesienie dematerializacji* (art. 91 ust. 6), a w odniesieniu do tzw. wezwań przymusowych w Oddziale trzecim Rozdziału czwartego pt. *Szczególne uprawnienia i obowiązki akcjonariuszy spółki publicznej* (art. 82–83) Ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (dalej: Ustawa o ofercie).

Obowiązek ogłaszania publicznych wezwań powstawał w ściśle określonych w Ustawie o ofercie przypadkach:

1. Nabycia akcji spółki publicznej w liczbie powodującej zwiększenie udziału w ogólnej liczbie głosów o więcej niż 10% w okresie krótszym niż 60 dni lub więcej niż 5% w okresie krótszym niż 12 miesięcy przez podmiot, którego udział w ogólnej liczbie głosów wynosi odpowiednio mniej lub co najmniej 33%; jest to tzw. wezwanie małe, nawiązujące do regulacji zawartych w wymienionych wcześniej ustawach z lat 90. ubiegłego wieku (art. 72 ust. 1 Ustawy o ofercie).
2. Osiągnięcia lub przekroczenia 33% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu spółki publicznej, czego dalszą konsekwencją stawała się konieczność ogłoszenia publicznego wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji zapewniającego osiągnięcie 66% ogólnej liczby głosów, choć możliwe było również ogłoszenie wezwania na wszystkie pozostałe akcje spółki; obowiązek ten powstawał również, gdy akcjonariusz (lub inny podmiot) nabył akcje spółki publicznej w zróżnicowany sposób pośredni, mając najwyżej trzy miesiące na ogłoszenie publicznego wezwania od momentu przekroczenia progu 33% ogólnej liczby głosów (art. 73 Ustawy o ofercie), jest to wariant pierwszy tzw. dużych wezwań.
3. Osiągnięcia lub przekroczenia 66% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu spółki publicznej, co rodziło obowiązek ogłoszenia publicznego wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji tej spółki; obowiązek ten powstawał również po przekroczeniu przez akcjonariusza (lub inny podmiot) progu 66% ogólnej liczby głosów spółki publicznej w wyniku nabycia jej akcji w zróżnicowany sposób pośredni, przy zachowaniu terminu najwyżej trzech miesięcy na ogłoszenie publicznego wezwania (art. 74 Ustawy o ofercie), jest to wariant drugi tzw. dużych wezwań.
4. Żądania przez akcjonariusza lub akcjonariuszy umieszczenia w porządku obrad walnego zgromadzenia spółki publicznej sprawy podjęcia uchwały o zniesieniu dematerializacji akcji (art. 91 ust. 6 Ustawy o ofercie).

Oprócz wskazanych wyżej przypadków publicznych wezwań, w Ustawie o ofercie uregulowano w art. 82–83 przymusowy wykup akcji spółki publicznej. Prawo do takiego właśnie wykupu przysługuje akcjonariuszowi samodzielnie lub wspólnie z uprawnionymi podmiotami, który osiągnął lub przekroczył 90% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu spółki, co oznacza, że ma on prawo żądania od pozostałych akcjonariuszy sprzedaży wszystkich posiadanych przez nich akcji. Tak zwane wyciśnięcie (*squeeze out*) akcjonariuszy mniejszościowych ze spółki kończy najczęściej jej giełdowy byt.

Skomplikowanie prawne publicznych wezwań na poziomie ustawowym spowodowało konieczność wydania przepisów wykonawczych do Ustawy o ofercie. Stanowią je: Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, szczegółowego sposobu ich ogłaszania oraz warunków nabywania akcji w wyniku tych wezwań oraz Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 14 listopada 2005 roku w sprawie nabywania akcji spółki publicznej w drodze przymusowego wykupu. W Rozporządzeniu Ministra Finansów

z 19 października 2005 roku w załącznikach 2, 3 i 4 określono wzory wezwań publicznych zależnie od ich charakteru, zaś w samym tekście Rozporządzenia – warunki nabywania akcji w wyniku tego wezwania oraz szczegółowy sposób jego ogłaszania.

Z kolei w Rozporządzeniu Ministra Finansów z 14 listopada 2005 roku określono szczegółowo sposób ogłaszania informacji o zamiarze nabycia akcji spółki publicznej w drodze przymusowego wykupu oraz warunki nabywania akcji objętych przymusowym wykupem.

Na wezwania publiczne funkcjonujące w realiach polskich można patrzeć wielopłaszczyznowo. Wydaje się jednak, że dwie ich cechy trzeba zdecydowanie podkreślić. Pierwszą z nich jest obowiązek ogłoszenia wezwania w ściśle określonych okolicznościach. Warto tylko zwrócić uwagę na to, że w Polsce przyjęto jako zasadę model wezwań uprzednich, czyli zawierających zamiar nabycia akcji określonej spółki. Natomiast wezwania następcze są traktowane jako dopuszczalny wyjątek w ściśle określonych stanach faktycznych. Jest to rozwiązanie odmienne od przyjętego w prawie europejskim, w którym normatywną zasadą są wezwania następcze, a wyjątkiem od niej – wezwania uprzednie. Drugą istotną cechą jest ustalenie godziwej ceny akcji zaproponowanej w wezwaniu. Jest to o tyle ważne, że do kwestii godziwości ceny w określonych przypadkach wezwań musi się odnieść zarząd spółki, której akcje są objęte wezwaniem.

## **2. Stanowisko zarządu spółki w sprawie publicznego wezwania**

Nowym przepisem prawnym, nieobecnym w ustawach z 1991 oraz 1997 roku, stał się art. 80 ust. 1 Ustawy o ofercie zobowiązujący zarząd spółki publicznej, której akcje są objęte wezwaniem w trybie art. 73 lub art. 74 wspomnianej Ustawy, czyli w przypadku tzw. wezwań dużych, do przekazania Komisji Nadzoru Finansowego oraz podania do wiadomości publicznej, nie później niż na dwa dni robocze przed dniem rozpoczęcia przyjmowania zapisów na akcje, stanowiska w sprawie ogłoszonego wezwania wraz z podaniem podstaw tego stanowiska<sup>1</sup>. Opiera się ono w części na informacjach zamieszczonych w wezwaniu przez podmiot wzywający, a powinno co najmniej zawierać opinię dotyczącą wpływu wezwania na interes spółki, w tym na zatrudnienie w spółce, plany strategiczne podmiotu wzywającego wobec spółki oraz ich prawdopodobny wpływ na zatrudnienie w spółce oraz na lokalizację prowadzenia jej działalności. Kluczową sprawą jest jednak stwierdzenie, czy – zdaniem zarządu – cena akcji spółki zaoferowana w wezwaniu odpowiada wartości godziwej spółki. Dowolność wzywających przy ustalaniu wysokości ceny akcji zaproponowanej w wezwaniu ograniczono przez określenie jej minimalnego poziomu, równego co najmniej (art. 79 Ustawy o ofercie):

- średniej cenie rynkowej akcji z okresu 6-miesięcznego poprzedzającego datę ogłoszenia wezwania,

---

<sup>1</sup> Art. 80 w ust. 1 i 2 Ustawy o ofercie nawiązuje wprost do art. 9 ust. 5 Dyrektywy 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 roku w sprawie ofert przejęcia (Dz.Urz. UE L. 142/12 z 30.04.2004 r.)

- najwyższej cenie zapłaconej za akcje przez wzywającego i podmioty z nim powiązane w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania albo najwyższej wartości rzeczy lub praw, które wzywający lub podmioty z nim powiązane wydały w zamian za akcje objęte wezwaniem w okresie 12 miesięcy przed jego ogłoszeniem,
- średniej cenie rynkowej akcji z okresu 3-miesięcznego poprzedzającego datę ogłoszenia wezwania powodującego przekroczenie 66% ogólnej liczby głosów w spółce.

Oznacza to, w konsekwencji, że przy różnych poziomach cen akcji wyznaczanych odrębnie na podstawie wymienionych wyżej kryteriów, cena wezwania nie może być niższa niż najwyższa cena będąca wynikiem nakazanych oddzielnych wyliczeń.

Obowiązkiem zarządu spółki, której akcje są przedmiotem publicznego wezwania, jest zatem zweryfikowanie poprawności owych wyliczeń. Jeżeli nawet cena akcji proponowana w wezwaniu została wyznaczona prawidłowo, to nie musi to oznaczać, że odpowiada ona wartości godziwej akcji spółki, ponieważ notowania giełdowe nie mogą być wyłączną podstawą do jej określenia<sup>2</sup>.

Dlatego też zarząd, kierując się interesem spółki i jej akcjonariuszy, powinien w związku z wezwaniem dokonać wyceny spółki i na tej podstawie oszacować wartość godziwą jej akcji, by móc stwierdzić, czy cena proponowana w wezwaniu tej wartości godziwej odpowiada. W przygotowaniu opinii zarządu pomocne mogą okazać się raporty analityczne oraz rekomendacje firm inwestycyjnych poświęcone spółce, a również prozaiczne spojrzenie na wartość księgową spółki przypadającą na jedną akcję zwyczajną.

Trudno jednak oprzeć się wrażeniu, że niektóre zarządy mają pewien problem z interpretacją kategorii rachunkowej wartości godziwej zdefiniowanej na potrzeby uczestników obrotu gospodarczego w Polsce w art. 28 ust. 6 Ustawy z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości<sup>3</sup> oraz zawartej w Międzynarodowym Standardzie Sprawozdawczości Finansowej nr 13<sup>4</sup>. Jak bowiem rozumieć przykładowe stwierdzenie zarządu pewnej spółki

---

<sup>2</sup> Zostało to potwierdzone postanowieniem wydanym 7.05.2015 r. w ramach postępowania zabezpieczającego przez Sąd Apelacyjny w Warszawie, który wstrzymał wykonanie uchwały o zniesieniu dematerializacji akcji spółki Hutmen SA. Sąd uznał, że cena wezwania ogłoszonego przez spółki z Grupy Kapitałowej Boryszew SA jest wprawdzie wyższa niż minimalna cena sprzedaży akcji określona na podstawie art. 79 Ustawy o ofercie, ale nie oznacza to, że tak ustalona wartość jest godziwa. Zdaniem Sądu, nie zostały uwzględnione rzeczywisty potencjał i walory spółki, wskutek czego cena wezwania stała się wartością niegodziwą (takiego właśnie określenia użył Sąd) i nieekwiwalentną. Zaskarżona przez akcjonariuszy mniejszościowych uchwała była więc sprzeczna z dobrym obyczajem i miała w istocie na celu pokrzywdzenie tej grupy akcjonariuszy spółki Hutmen SA.

<sup>3</sup> Art. 28 ust. 6 Ustawy z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości 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 rynkową aktywów finansowych, które jednostka zamierza nabyć, oraz zaciągniętych zobowiązań finansowych, stanowi zgłoszona na rynek bieżąca oferta sprzedaży.

<sup>4</sup> Wartość godziwa jest ceną, którą otrzymano by za zbycie składnika aktywów lub zapłacono by za przeniesienie zobowiązania w transakcji przeprowadzonej na zwykłych warunkach na głównym (lub najkorzystniejszym) rynku na dzień wyceny w aktualnych warunkach rynkowych (tj. ceną wyjścia) bez względu na to, czy cena ta jest

giełdowej, że zaproponowana cena (wezwania) nie uwzględnia wartości spółki i nie odpowiada ona wartości godziwej spółki?

Dalsza uważna lektura raportów bieżących spółek giełdowych w Polsce prezentujących stanowiska ich zarządów w sprawie wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji tych spółek nie nastroja również optymistycznie. Zbyt dużo jest przypadków ogłaszania stanowiska zarządu na przysłowiową „wiarę”, przy przyjęciu *a priori* założenia „dogmatu nieomyślności”, że po przeanalizowaniu treści wezwania i po dokonaniu przeglądów notowań giełdowych zarząd spółki uważa, iż cena oferowana w wezwaniu odpowiada (rzadziej – nie odpowiada) wartości godziwej spółki.

Zdarzają się też przypadki daleko bardziej osobliwe. Przede wszystkim musi działać zarząd spółki, by móc zająć stanowisko w sprawie wezwania. A z tym bywa różnie. Przykładowo, prokurent spółki Hyperion SA w raporcie bieżącym nr 1/2010 z 2 stycznia 2010 roku stwierdza, że w spółce nie dokonano wyboru członków nowego zarządu, nie jest więc możliwe wywiązanie się przez spółkę z obowiązku zajęcia stanowiska w sprawie wezwania MNI Telecom SA z 9 grudnia 2009 roku.

Daleko ciekawszy jest przypadek wezwania „technicznego” ogłoszonego 13 lipca 2015 roku przez Grzegorza Hajdarowicza wraz z podmiotami zależnymi GREMI sp. z o.o. oraz KCI Park Technologiczny Krowodrza SA do zapisywania się na sprzedaż akcji spółki KCI SA. Zarząd tej ostatniej spółki wyraził opinię, że cena ogłoszona w wezwaniu jest ustalona wprawdzie zgodnie z obowiązującymi przepisami, ale nie w pełni odzwierciedla wartość godziwą spółki. Wypada tylko dodać, że stanowisko KCI SA w sprawie wezwania podpisał Grzegorz Hajdarowicz.

I jeszcze jeden, ostatni już osobliwy przypadek. 1 kwietnia 2016 roku Grupa Kapitałowa Immobile SA ogłosiła wezwanie do zapisywania się na sprzedaż akcji spółki Projprzem SA, co spotkało się ze zdecydowaną reakcją zarządu spółki „wezwaney”. W raporcie bieżącym 32/2016 z 13 kwietnia 2016 roku zarząd spółki Projprzem SA stwierdził, że zaoferowana przez wzywającego cena znacznie odbiega od wartości godziwej spółki – jest wyraźnie niższa od wartości księgowej spółki przypadającej na jedną akcję. Dlatego też zarząd wyraża uzasadnione obawy, że wezwania dokonano z naruszeniem prawa, w związku z czym wystosował do KNF wniosek o szczegółowe zbadanie sprawy. Tak to bywa z 1 kwietnia (w końcu *prima aprilis*).

Porzucając ten żartobliwy ton, należy jeszcze raz podkreślić, że zarząd przy prezentowaniu stanowiska dotyczącego wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji spółki przedstawia wprawdzie własną ocenę oferty wzywającego, jednak nie powinien kierować się interesem własnym, lecz interesem spółki i jej akcjonariuszy, w tym akcjonariuszy mniejszościowych.

Zarząd spółki „wezwaney” może przygotować stanowisko w sprawie poziomu ceny zaproponowanej w wezwaniu wyłącznie samodzielnie, korzystając z informacji zawartych

---

bezpośrednio obserwowalna lub oszacowana przy użyciu innej techniki wyceny między uczestnikami rynku na dzień wyceny.

w wezwaniu, dokumentów wytworzonych w spółce oraz publicznie dostępnych innych informacji, w tym zwłaszcza rekomendacji i raportów analitycznych firm inwestycyjnych. Może też zlecić zewnętrznemu podmiotowi sporządzenie niezależnej opinii dotyczącej ceny akcji w wezwaniu, wykorzystując ją następnie do wsparcia stanowiska zarządu w odpowiedzi na wezwanie. Taka opinia, wywodząca się z praktyki amerykańskiej, jest określana idiomatycznie mianem *fairness opinion*. Spełnia ona w wypadku nabywania znacznych pakietów akcji spółek giełdowych z wykorzystaniem publicznych wezwań dwie podstawowe funkcje: informacyjną i ochronną. Z treści opinii sporządzonej przez niezależnego, profesjonalnego doradcę wynika przede wszystkim jednoznacznie, czy cena zaoferowana w wezwaniu mieści się w oszacowanym przez doradcę przedziale wartości godziwej z finansowego punktu widzenia. Oprócz informacji o godziwości warunków wezwania zarząd spółki uzyskuje materialny dowód tego, że działał z należytą starannością, w dobrej wierze i bezstronnie, zlecając wystawienie *fairness opinion*. Może to mieć istotne znaczenie w przypadku zgłaszanych w przyszłości przez akcjonariuszy zarzutów wobec zarządu o działanie na szkodę spółki.

Zarząd spółki musi mieć jednak świadomość tego, że *fairness opinion* nie jest panaceum na wszystkie jego dylematy decyzyjne. Wprawdzie jest to opinia niezależnego doradcy o godziwości ceny wezwania, lecz jedynie z finansowego punktu widzenia. Przy sporządzaniu opinii nie są brane pod uwagę kwestie prawne, podatkowe, księgowo, środowniskowe i wszelkie inne mogące znacząco wpływać na funkcjonowanie spółki, chyba że ich uwzględnienie jest niezbędne do wydania opinii np. z racji obowiązku stosowania przepisów prawa czy norm zawodowych.

*Fairness opinion* nie jest też raportem z wyceny akcji spółki, analizą *due diligence*, formą weryfikacji czy audytu działań zarządu ani też rekomendacją inwestycyjną dla akcjonariuszy. Nadto, opinia jest ważna na dzień jej sporządzenia przez wystawcę.

Mimo wspomnianych wyżej funkcjonalnych ograniczeń *fairness opinion* zarząd spółki, na akcje której zostało ogłoszone publiczne wezwanie, powinien poważnie rozważyć zamówienie jej wystawienia.

### **3. *Fairness opinions* w związku z publicznymi wezwaniami do sprzedaży akcji spółek giełdowych w Polsce**

Podstawę prawną do stosowania *fairness opinion* na rynku giełdowym w Polsce stworzyła Ustawa o ofercie. Zgodnie z jej art. 80 ust. 3 zarząd spółki, której akcje są przedmiotem publicznego wezwania może zasięgnąć opinii zewnętrznego podmiotu (biegłego), czy cena proponowana przez wzywającego odpowiada wartości godziwej spółki. Jeżeli zarząd zleci wystawienie *fairness opinion*, to zgodnie z art. 56 ust. 1 Ustawy o ofercie zobowiązany jest do podania do publicznej wiadomości treści opinii wraz ze swoim stanowiskiem w sprawie ceny i innych warunków wezwania.

Warto więc zbadać, czy i jak często zarządy spółek giełdowych z tej możliwości skorzystały. Badanie dotyczy okresu od 24 października 2005 roku do 30 maja 2016 roku. Pierwszy dzień okresu wyznacza data wejścia w życie przepisów Ustawy o ofercie. Natomiast ostatni dzień okresu związany jest z najpóźniejszą możliwą datą aktualizacji tekstu artykułu.

W tabeli 1 zamieszczono informacje dotyczące liczby ogłoszonych wezwań do sprzedaży akcji spółek notowanych na GPW, liczby wezwań, w związku z którymi zarządy spółek zleciły wystawienie *fairness opinion*, liczby sporządzonych tego typu opinii oraz czy była to opinia pozytywna czy negatywna.

**Tabela 1**

Liczba wezwań do sprzedaży akcji spółek notowanych na GPW oraz liczba i charakterystyka *fairness opinions* w okresie 24.10.2015–30.05.2016

Rok	Liczba wezwań	Liczba wezwań z <i>fairness opinion</i>	Liczba <i>fairness opinions</i>	Pozytywna opinia w sprawie ceny	Negatywna opinia w sprawie ceny
2005 (24.10–31.12)	6	1	1	1	0
2006	42	2	2	1	1
2007	34	0	0	0	0
2008	13	1	2	2	0
2009	28	1	1	1	0
2010	26	5	5	3	2
2011	20	1	1	1	0
2012	29	8	9	5	4
2013	19	1	1	0	1
2014	31	3	3	3	0
2015	25	5	5	4	1
2016 (do 30 maja)	14	4	4	1	3
Suma	287	32	34	22	12

Źródło: opracowanie własne.

Dane zawarte w tabeli 1 wskazują wyraźnie na relatywnie słabe zainteresowanie *fairness opinions* ze strony zarządów spółek, których akcje stały się przedmiotem publicznych wezwań.

W analizowanym okresie ogłoszono 287 publicznych wezwań do zapisywania się na sprzedaż akcji spółek notowanych na GPW, ale tylko w związku z 32 wezwaniem zarząd zdecydował się zamówić sporządzenie *fairness opinion*. Jedynie więc w związku z co dziewiątym wezwaniem doszło do wystawienia opinii. Tylko w trzech latach badanego okresu liczba wystawionych opinii była zauważalnie większa: w 2012 roku – 9, w 2010 roku – 5 i 2015 roku – 5. Również w pierwszych pięciu miesiącach 2016 roku zarejestrowano już 4 przypadki ogłoszenia *fairness opinion*. W dwóch przypadkach wezwań pojawiły się po



2 opinie. Przeważały opinie pozytywne (22 na 34 – ok. 65%), jednak opinii negatywnych było ponad 35% (12 na 34).

W tabeli 2 przedstawiono natomiast szczegółowo wszystkie przypadki publicznych wezwań i wystawionych w związku z nimi *fairness opinions* w analizowanym okresie.

**Tabela 2**

Spółki notowane na GPW będące celem wezwania, podmioty wzywające oraz wystawiający *fairness opinion* w okresie 24.10.2005–30.05.2016

Spółka cel	Data wezwania	Podmiot wzywający	Wystawca <i>fairness opinion</i> i stanowisko
1	2	3	4
2005			
Netia SA	19.12.2005	Novator Telecom Poland II S.a.r.l.	Rothschild Polska sp. z o.o. opinia pozytywna
2006			
Opoczno SA	25.09.2006	Cersanit SA	Ernst&Young Corporate Finance sp. z o.o. opinia negatywna
Broker FM SA	27.10.2006	Bauer Media Invest GmbH	Rothschild Polska sp. z o.o. opinia pozytywna
2007			
–			
2008			
WSiP SA	19.03.2008 (przekazanie do PAP) 21.03.2008 (publikacja w Gazecie Giełdy Parkiet)	WSiP SA	Bilans Investment sp. z o.o. PKF Consult sp. z o.o. opinie pozytywne
2009			
Firma Oponiarska Dębica SA	22.09.2009	Goodyear SA	KPMG Advisory sp. z o.o. sp. k. opinia pozytywna
2010			
Atlas Estates Limited	16.04.2010	Fragiolig Holdings Limited	Fairfax I.S. PLC, zarejestrowana w Anglii pod numerem 5496355 opinia pozytywna
RUCH SA	23.07.2010	Lurena Investments BV	Deloitte Advisory sp. z o.o. opinia pozytywna
Lubelski Węgiel „Bogdanka” SA	5.10.2010	New World Resources N.V.	Rothschild sp. z o.o. opinia negatywna
Zakłady Urządzeń Komputerowych ELZAB SA	12.10.2010	NOVITUS SA	Grant Thornton Frackowiak sp. z o.o. opinia negatywna
INERFERIE SA	25.10.2010	Fundusz Hotele 01 sp. z o.o. spółka komandytowo-akcyjna	SJOS sp. z o.o. opinia pozytywna

1	2	3	4
2011			
Bank Zachodni WBK SA	7.02.2011	Banco Santander SA	Deutsche Bank AG London Branch opinia pozytywna
2012			
Mondi Świecie SA	16.02.2012	Mondi International Holdings B.V. i Framondi N.V.	KPMG Advisory sp. z o. o. sp. k. opinia pozytywna
Sygnity SA	22.02.2012	Asseco Poland SA	KPMG Advisory sp. z o. o. sp. k. opinia negatywna
Bank Gospodarki Żywnościowej SA	11.04.2012	Coöperatieve Centrale Raiffeisen – Boerenleenbank B.A. oraz Rabobank International Holding B.V.	KPMG sp. z o. o. sp. k. opinia pozytywna
Zakłady Azotowe w Tarnowie – Mościcach SA	16.05.2012	Norica Holding SARl	Société Générale SA J.P. Morgan Limited opinie negatywne
Narodowy Fundusz Inwestycyjny Empik Media&Fashion SA	6.06.2012	Penta Investments Limited oraz Xandora Holdings Limited	Ernst&Young Corporate Finance sp. z o. o. opinia pozytywna
Zakłady Azotowe „Puławy” SA	18.06.2012	Synthos SA	Rothschild Polska sp. z o. o. opinia negatywna
Zakłady Urządzeń Komputerowych ELZAB SA	29.06.2012	COMP SA	Dom Maklerski IDM SA opinia pozytywna
EKO Holding SA	10.09.2012	Ecorse Investments sp. z o. o.	Grant Thornton Frąckowiak sp. z o. o. sp. k. opinia pozytywna
2013			
Zakłady Azotowe „Puławy” SA	19.02.2013	Zakłady Azotowe w Tarnowie-Mościcach SA	Rothschild Polska sp. z o. o. opinia negatywna
2014			
CIECH SA	5.03.2014	KI Chemistry SARl.	Banco Espririto Santo de Investimento SA Spółka Akcyjna Oddział w Polsce opinia pozytywna
NOVITA SA	29.04.2014	Zakłady LENTEX SA	Kancelaria Porad Finansowo-Księgowych dr Piotr Rojek sp. z o.o. Opinia pozytywna
Bank Gospodarki Żywnościowej SA	25.08.2014	BNP PARIBAS SA	PwC Polska sp. z o.o. opinia pozytywna
2015			
Polski Koncern Mięсны Duda SA	14.05.2015	Cedrob SA	Grant Thornton Frąckowiak sp. z o. o. sp. k. opinia pozytywna
TVN SA	6.07.2015	Southbank Media Limited	Nomura International plc opinia pozytywna

1	2	3	4
Lubelski Węgiel „BOGDANKA” SA	14.09.2015	Enea SA	KPMG Advisory sp. z o. o. sp. k. opinia pozytywna
TORPOL SA	19.10.2015	Projekt 03 sp. z o.o.	Deloitte Advisory sp. z o.o. opinia negatywna
Automotive Components Europe SA	27.10.2015	Grupo Industrial Saltillo, SAB. de C.V.	IPOPEMA Securities SA opinia pozytywna
2016 (do 30 maja)			
Magellan SA	8.01.2016	Mediona sp. z o.o.	Pekao Investment Banking SA opinia negatywna
Grupa DUON SA	8.01.2016	Fortum Holding B.V.	Rothschild Polska sp. z o.o. opinia pozytywna
FERRO SA	4.02.2016	PALMYRA Sp. z o.o.	Trigon Investment Banking sp. z o.o. i Wspólnicy sp. k. opinia negatywna
Empik Media&Fashion SA	3.03.2016	Penta Investments Limited, Bookz Holdings Limited, EMF Holding 2 B.V., Marek Ondrejka, Krockella Limited, Krockella s.r.o., EMF Holding 4 B.V.	Bank Zachodni WBK SA opinia negatywna

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

Z informacji zamieszczonych w tabeli 2 wynika, że w analizowanym okresie 5 firm doradczych wystawiło co najmniej 2 opinie o godziwości ceny wezwania z finansowego punktu widzenia. Były to: Rothschild Polska sp. z o.o. (5 opinii), KPMG Advisory sp. z o.o. sp. k. (5 opinii), Grant Thornton Frąckowiak sp. z o.o. (3 opinie), Deloitte Advisory sp. z o.o. (2 opinie) oraz Ernst&Young Corporate Finance sp. z o.o. (2 opinie). Wymienione firmy sporządziły więc łącznie połowę z przygotowanych w całym okresie *fairness opinions*. 17 pozostałych opinii wystawiło 17 podmiotów, w tym banki inwestycyjne, firmy inwestycyjne, banki uniwersalne i firmy doradztwa finansowego.

W dwóch przypadkach *fairness opinion* została zamówiona zarazem u dwóch wystawców w sprawie tego samego wezwania. W 2008 roku uczynił tak zarząd WSiP SA, angażując do wystawienia opinii Bilans Investment sp. z o.o. oraz PKF Consult sp. z o.o. Natomiast w roku 2012 z dwóch opinii Société Générale SA i J.P. Morgan Limited skorzystał zarząd spółki Zakłady Azotowe w Tarnowie-Mościcach SA. Upubliczniono w badanym okresie 31 *fairness opinions*, zaś 3 nie zostały przekazane do wiadomości publicznej. Dwie z nich (z 2008 r.) dotyczyły znów spółki WSiP S., a jedna (z 2010 r.) – spółki Atlas Estates Limited.

Zróżnicowane były również zamiary podmiotów wzywających w wezwaniach do sprzedaży akcji spółek giełdowych, w związku z którymi zarządy spółek zamówiły sporządzenie *fairness opinion*. Najwięcej było, bo 20, wezwań z zamiarem osiągnięcia 100% głosów na walnym zgromadzeniu spółki (art. 74 ust. 1 oraz art. 90a ust.2 Ustawy o ofercie). W dwóch wypadkach wzywający po zdobyciu 100% głosów zapowiadał wycofanie spółki z obrotu

na GPW (art. 74 ust. 1 i art. 91 ust. 6 Ustawy o ofercie). Osiągnięcie 66% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu spółki deklarowało 7 wzywających (art. 73 ust. 1 Ustawy o ofercie). W dwóch wypadkach zarządy spółek giełdowych przedstawiły stanowisko i zamówiły *fairness opinion*, mimo że takiego obowiązku nie miały (art. 72 ust. 1 Ustawy o ofercie). Odrębny jest przypadek spółki WSiP SA, która ogłosiła wezwanie w sprawie nabycia pakietu 6,24% akcji własnych, zlecając doradcom finansowym sporządzenie dwóch niezależnych wycen.

Mimo silnego zróżnicowania wystawców *fairness opinion*, zastosowane przez nich metody oszacowania wartości godziwej spółki były zbliżone. Zwykle stosowano metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodę porównawczą, z zastosowaniem techniki porównywalnych spółek oraz porównywalnych transakcji. Co było szczególnie ważne, zarządy spółek zlecających sporządzenie *fairness opinion* nie zakwestionowały ich konstatacji. Okazały się więc one cennym wsparciem dla zarządów spółek przygotowujących stanowiska w sprawie publicznych wezwań do zapisywania się na sprzedaż akcji tych spółek. Generalnie jednak można stwierdzić, że zarządy spółek giełdowych w Polsce są raczej wstrzemięźliwe w zatrudnianiu zewnętrznych doradców do przygotowywania tego typu opinii w przypadku pojawienia się wezwań do sprzedaży akcji.

## **Uwagi końcowe**

Nabywanie znacznych pakietów akcji spółek notowanych na GPW wymaga zazwyczaj ogłoszenia publicznego wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji określonych spółek.

Musi ono nastąpić w ściśle nakazany prawem sposób, by formalnie mogło być skutecznie przeprowadzone. Ogłoszenie wezwania nakłada jednak także określone powinności na zarząd spółki, której akcje są przedmiotem wezwania. Szczególnie ważne jest przedstawienie przez zarząd stanowiska w sprawie wezwania zawierającego ocenę godziwości zaproponowanej ceny wezwania. Chcąc należycie wywiązać się z obowiązku, zarząd spółki może zlecić wystawienie tzw. *fairness opinion* przez niezależnego, profesjonalnego doradcę, który stwierdzi, czy zaproponowana cena jest godziwa z finansowego punktu widzenia i wesprze tym samym zarząd w sformułowaniu jego stanowiska. Analiza *fairness opinions* wystawionych w związku z publicznymi wezwaniami w Polsce w okresie od 24 października 2005 roku do 30 maja 2016 roku dowodzi jednak raczej słabego zainteresowania nimi ze strony zarządów spółek giełdowych.

## Literatura

- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, szczegółowego sposobu ich ogłaszania oraz warunków nabywania akcji w wyniku tych wezwań. Dz.U. nr 207, poz. 1729.
- Ustawa z dnia 22 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych. Dz.U. nr 35, poz. 155.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 14 listopada 2005 r. w sprawie nabywania akcji spółki publicznej w drodze przymusowego wykupu. Dz.U. nr 229, poz. 1948.
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości. Tekst jednolity Dz.U. z 2013 r., poz. 330 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Dz.U. nr 118, poz. 754 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Dz.U. nr 184, poz. 1539 z późn. zm.

### FAIRNESS OPINION AS AN INSTRUMENT OF SUPPORT FOR THE COMPANIES MANAGEMENT BOARDS IN THE PREPARATION OF THEIR STATEMENT REGARDING PUBLIC TAKEOVER BIDS FOR SHARES OF STOCK LISTED COMPANIES IN POLAND

**Abstract:** *Purpose* – The purpose of this article is to present the role and importance of fairness opinions as a tool of support for the management boards of companies listed on the Warsaw Stock Exchange in the preparation of their position with regard to public takeover bids for shares of these companies.

*Methodology* – The analysis of 287 cases of public takeover bids for shares of stock-listed companies in Poland in the period between 24<sup>th</sup> October, 2005 and 30<sup>th</sup> May, 2016 has been carried out, with particular focus and a detailed analysis of those bids with regard to which fairness opinions were drafted.

*Findings* – The study testifies to a weak interest in fairness opinions by the management boards of stock-listed companies. In the analyzed period, only 34 fairness opinions were drafted by outsourced entities upon order from the management boards. This means that fairness opinions were used with every ninth takeover bid.

*Originality/value* – The author's original contribution is the investigation of the scope of use of fairness opinions by the management boards of stock-listed companies in Poland in the period between 24<sup>th</sup> October, 2005 and 30<sup>th</sup> May, 2016.

**Keywords:** public tender offer, fairness opinion, listed companies, offeror, financial adviser

## Cytowanie

- Puławski M. (2016). *Fairness opinion* jako instrument wsparcia zarządów spółek w przygotowaniu stanowiska w sprawie publicznych wezwań do sprzedaży akcji spółek giełdowych w Polsce. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (82/1), 447–459. DOI: 10.18276/frfu.2016.4.82/1-38.

