

WITOLD SAWICZ
Doktorant Wydziału Prawa i Administracji
Uniwersytetu Adama Mickiewicza

Wokół problematyki definicji tzw. „wrogiego przejęcia” spółki akcyjnej

1. Uwagi wstępne

„Wrogie przejęcia” spółek akcyjnych mogą mieć wpływ nie tylko na funkcjonowanie rynku kapitałowego, ale także na bezpieczeństwo strategicznych interesów państwa. Otwartym pozostaje pytanie, co w istocie oznacza, stosowane w literaturze ekonomicznej i prawniczej, wyrażenie „wrogie przejęcie” spółki akcyjnej. Niniejsze opracowanie jest próbą uporządkowania poglądów dotyczących istoty instytucji „wrogich przejęć” i zdefiniowania tego zjawiska na płaszczyźnie terminologicznej.

2. Zagadnienia pojęciowe i terminologiczne

Od blisko osiemdziesięciu lat, tj. od momentu zaobserwowania pierwszych „wrogich przejęć” spółek akcyjnych, nie wypracowano żadnego normatywnego pojęcia definiującego tzw. wrogie przejęcie. Dlatego też pojęcie „wrogie przejęcie” jest w dalszym ciągu dość pojemnym zwrotem niedookreślonym i wieloznacznym, jako swoisty wytwór języka, praktyki i literatury ekonomicznej. Tym samym należy rozważyć, czy uprawniony jest pogląd, iż nie ma potrzeby definiowania zjawiska „wrogiego przejęcia” spółki akcyjnej. Za takim stwierdzeniem przemawia fakt, że w istocie „wrogie przejęcie” tworzy przede wszystkim konflikt interesów związany z kontrolą kapitałową, który to konflikt jest wpisany w naturę spółki akcyjnej, a problematyka natury spółki akcyjnej była wielokrotnie tematem rozważań dok-

tryalnych¹. Należy uznać, że taka teza jest jednak błędna. Pierwszym argumentem za jej odrzuceniem jest fakt, że tzw. wrogie przejęcia dotyczą jednych z najbardziej istotnych podmiotów uczestniczących w życiu każdego rozwiniętego kraju, jakim są spółki akcyjne. Spółki akcyjne, zwłaszcza spółki publiczne, dysponują istotnym potencjałem ekonomicznym i z punktu widzenia koncentracji kapitału i znaczenia w gospodarce stanowią współcześnie najważniejszy typ podmiotów w polskiej gospodarce. Dzięki koncentracji zasobów ludzkich i materialnych spółki te decydują o rozwoju gospodarczym w większości rozwiniętych krajów. Spółki akcyjne dysponują środkami umożliwiającymi rozwój technologiczny – ich strategiczne decyzje o umiejscowieniu inwestycji, poziomie produkcji, cenach towarów, cenach usług, płacach silnie oddziałują na gospodarkę zarówno w skali mikro-, jak i makroekonomicznej. Decyzje te wpływają bezpośrednio na zachowanie się inwestorów krajowych i zagranicznych, sytuację pracowników i konsumentów, przez co w ostatecznym rachunku oddziałują na sytuację całych społeczeństw². Zasady zarządzania spółkami akcyjnymi oraz nadzoru nad nimi, również w zakresie tzw. wrogich przejęć, mają istotne znaczenie społeczne, a stosowne regulacje pozostają w silnych relacjach z ekonomią i polityką. Zasady te stanowią zatem ważny element ustroju gospodarczego i powinny pozostawać z nim w niezbędnej harmonii³. Jak pokazały wydarzenia gospodarcze od początku XX w., braki w regulacji funkcjonowania spółek, w tym również w zakresie „wrogich przejęć”, mogą być samoistną przyczyną powstawania kryzysów gospodarczych, a w każdym razie mogą je pogłębiać.

Drugim argumentem za odrzuceniem poglądu o braku potrzeby definiowania „wrogich przejęć” jest wciąż zwiększające się znaczenie tego zjawiska w praktyce funkcjonowania spółek akcyjnych. System prawa zarówno w wymiarze krajowym, jak i międzynarodowym nie może zostać obojętny w obliczu tak wzrostowej tendencji procesów konsolidacyjnych, a w tym również przejęć o „wrogim” charakterze.

Trzecim z kolei argumentem jest fakt stale postępującej tendencji do objęcia regulacjami prawnymi zjawisk „wrogich przejęć” spółek akcyjnych. Warto

¹ J. Kaczkowski, *Zasady prawa akcyjnego*, Warszawa 1918; S. Janczewski, *Ochrona mniejszości w spółkach kapitałowych*, Warszawa 1930; J. Okolski, J. Modrzejewski, Ł. Gasiński, *Natura stosunku korporacyjnego spółki akcyjnej*, PPH 2000, nr 8 wraz z przytoczoną przez autorów literaturą.

² A. Opalski, *Rada nadzorcza*, Warszawa 2006, s. 6.

³ M. Becht, P. Bolton, A. Roell, *Corporate Governance and Control*, 2002; www.ecgi.org, s. 108; podobnie: B. Grossfeld, *Management and Control of Marketable Share Companies*, [w:] *International Encyclopedia of Comparative Law*, t. XIII, rozdz. IV, Tibinga 1973.

jednak wyraźnie podkreślić, iż unormowania prawne dotyczą najczęściej dopuszczalności stosowania środków obronnych, podejmowanych przez władze spółek, a nie „wrogich przejęć” jako takich⁴. Wypracowane w USA⁵, Wielkiej Brytanii⁶ oraz w Unii Europejskiej⁷ regulacje prawne wskazują, że zjawisko „wrogich przejęć” jest coraz bardziej istotnym procesem nie tylko w ujęciu ekonomicznym, ale także prawnym. Pozostawienie tych zjawisk bez stosownych unormowań może skutkować z jednej strony pozbawieniem zewnętrznego nadzoru nad jakością zarządzania spółkami (brak tzw. rynku przejęć), a z drugiej strony, mogą doprowadzić do czysto spekulacyjnych przejęć bez należytej ochrony interesów spółki, akcjonariuszy i interesariuszy. W świetle powyższego zasadne jest podejmowanie prób zdefiniowania i uchwycenia istoty tak niedookreślonych i nieostrych pojęć, jakimi wciąż w doktrynie pozostają „wrogie przejęcia”.

3. Analiza językowa pojęcia „wrogie przejęcie”

Ze względu na podjęty temat wyjaśnienie znaczenia tego wyrażenia należy rozpocząć od znaczenia językowego⁸. Znaczenie wyrażenia czy nazwy jest to sposób posługiwania się tym wyrażeniem lub nazwą przez ludzi. Znak, zdanie, słowo, zwrot, wyrażenie nie mają znaczenia, jeżeli nie odnoszą się do czegoś, co jest znane interpretującemu. Pojęcie jest abstrakcyjnym myślowym odpowiednikiem przedmiotu, a po zdefiniowaniu pojęcie staje się terminem⁹. W świetle literatury przedmiotu, zarówno ekonomicznej, jak i prawniczej, pojęcie „wrogie przejęcie” nie może być uznane za pojęcie klasyczne¹⁰, co oznacza, że nie jest oparte na ści-

⁴ Szerzej na ten temat: C. Podsiadlik, *Wrogie przejęcie spółki*, Warszawa 2003; I. Knurowska, *Obrona przed wrogim przejęciem spółki akcyjnej*, Kraków 2000; K. Oplustil, *Obrona przed wrogim przejęciem publicznej spółki akcyjnej w prawie europejskim i polskim*, PS 2006, nr 5 (cz. I), nr 6 (cz. II).

⁵ Szczególnie w stanie Delaware.

⁶ „The City Code on Takeovers and Mergers”.

⁷ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2004/25/WE w sprawie ofert przejęcia (Dz. Urz. UE z 30 kwietnia 2004 r., L 142/12) wraz z jej implementacją do krajowych systemów prawnych. W dalszej części pracy stosowany będzie skrót XIII Dyrektywa UE.

⁸ Badaniem znaczenia słów, interpretacją, zwrotów i wyrażen języka zajmuje się semantyka, która jest działem lingwistyki; lingwistyka definiowana jest tradycyjnie jako dziedzina zajmująca się znaczeniem słów, zwrotów, zdań i tekstów i może być uprawiana zarówno z punktu widzenia teoretycznego, jak i empirycznego.

⁹ Szerzej na temat słownictwa języka prawniczego i nazw występujących w wyrażeniach języka prawniczego patrz: A. Malinowski, *Polski język prawny*, Warszawa 2006, s. 61-67 oraz s. 123-152.

¹⁰ Tzw. matrycowe albo arystotelesowskie.

słej definicji zawierającej warunki konieczne i wystarczające, by można było to pojęcie jednoznacznie zakwalifikować. Z punktu widzenia semantycznego wyrażenie „wrogie przejęcie” można zakwalifikować do pojęć naturalnych, czyli zamiast definicji opartej na warunkach koniecznych i wystarczających stosować należy definicje oparte na podobieństwie do pewnych „typowych” egzemplarzy. Pojęcia naturalne pozwalają rozumieć i wyjaśniać rzeczywistość, umożliwiają komunikację i zapewniają ekonomiczne funkcjonowanie poznawcze¹¹.

Stosowane w literaturze przedmiotu wyrażenie „wrogie przejęcie” jest w zasadzie skrótem zwrotu „wrogie przejęcie kontroli”. Rdzeniem wyrażenia jest rzeczownik „przejęcie”, a raczej „przejęcie kontroli”. Pomijając inne znaczenia, a mając na uwadze kontekst tematyczny niniejszej pracy, słowo „przejęcie” znaczy tyle, co: „(...) branie w posiadanie tego, co wcześniej należało do kogoś innego (...)”¹². Podobnie, mając na uwadze kontekst tematyczny pracy, znaczenie słowa „kontrola” oznacza tyle, co: „(...) zajęcie dominującej pozycji w jakiejś dziedzinie (...)”¹³, przy czym „dominować” oznacza: „(...) panować, mieć przewagę, wyróżniać się, być najważniejszym, najistotniejszym (...)”¹⁴. Znaczenie przymiotnika „wrogie” należy wyprowadzić ze znaczenia słowa „wróg”. Słowniki języka polskiego podają następujące znaczenia słowa „wróg”: „(...) osoba, grupa osób usposobiona nieprzyjaźnie względem kogoś, działająca na czyjąś szkodę (...)”, „osoba zwalczająca coś, będąca przeciwnikiem czegoś, kogoś (...)”¹⁵. Znaczenie słowa „wrogość” wyjaśnia się natomiast jako: „(...) wrogi stosunek do kogoś, nieprzychylnie nastawienie wobec czegoś (...)”¹⁶. Podane słownikowe znaczenia wyrazów „wróg”, („wrogość”) nie odbiegają zatem od znaczenia powszechnie przyjętego w języku potocznym.

Konotacje językowe¹⁷ tego słowa są więc jednoznacznie negatywne i w najszerszym słowa tego znaczeniu oznaczają w subiektywnym lub obiektyw-

¹¹ T. Maruszewski, *Psychologia poznania*, Gdańsk 2001, s. 231.

¹² B. Dunaj, *Język polski. Współczesny słownik języka polskiego*, Warszawa 2007, s. 543; inne podane znaczenia, tj. „brać jako swój sposób postępowania; wzorować się na kimś” i „zatrzymać, przechwytywać kogoś lub coś w drodze” są niekompatybilne z kontekstem tematycznym pracy.

¹³ *Ibidem*, s. 241.

¹⁴ *Ibidem*, s. 99.

¹⁵ *Ibidem*, s. 794.

¹⁶ *Ibidem*, s. 794.

¹⁷ Konotacja dotyczy znaczeń, które powstają dzięki odniesieniu elementów znaczących do szerszych kontekstów kulturowych. Znaczenie wyrażenia obejmuje skojarzenie z innymi kulturowymi kodami znaczenia. Wyrażenie jest zestawiane z emocjami i wartościami kulturowymi jego użytkowników, a znaczenie przez niego budowane nabiera walo-

nym odczuciu osobę złą, nieprzychylnie nastawioną, osobę charakteryzującą się złymi zamiarami. W przypadku stosunków społecznych, określanych jako stosunki prawne, „wróg” staje się synonimem osoby działającej wbrew interesom majątkowym i niemajątkowym. Cechy semantyczne znaczenia danego wyrażenia w określonym języku można zrekonstruować na podstawie analizy użycia tej nazwy w realnych kontekstach socjolingwistycznych, a także analizy stałych zwrotów frazeologicznych z ich użyciem oraz do pewnego stopnia etymologii¹⁸. Trzeba zauważyć, że cechy semantyczne znaczenia „wrogie przejęcie” nie posiadają jednej rangi. Podobnie, jak w przypadku innych wyrażen, można je pogrupować w trzy strefy konotacyjne¹⁹. Do pierwszej strefy konotacyjnej zaliczyć należy tzw. kryterialne cechy semantyczne, czyli właściwe wszystkim desygnatom wyrażenia „wrogie przejęcie”. Cechy te służą do rozpoznania danego obiektu (wyrażenia), jako należącego do zbioru obiektów określanych tym wyrażeniem. Do kryterialnych cech semantycznych wyrażenia „wrogie przejęcie kontroli” należy: pozbawienie kogoś kontroli w sposób podstępny, pozbawienie kontroli wbrew jego woli, pozbawienie dominującego wpływu w sposób nieuzgodniony, siłowy, mający na celu wyłącznie własny interes z pokrzywdzeniem cudzych interesów, przejęcie kontroli w sposób bezwzględny, nieliczący się ze stratami i interesami pozbawionego i innych, uzyskanie kontroli w wyniku walki, rywalizacji, sporów, działanie skierowane przeciwko osobom lub podmiotom w sposób nieuzgodniony oraz wbrew ich interesom, działanie wywołujące niezadowolenie i reakcje obronne, działanie w intencji przejęcia kontroli wbrew woli dotychczas sprawującego kontrolę, mające na celu bezpośrednio lub pośrednio wyrządzenie komuś szkody lub narażenie na straty, zachowanie mające na celu zajęcie pozycji dominującej podejmowane we własnym interesie, prowadzące potencjalnie lub faktycznie do negatywnych dla innych konsekwencji itp. Na podstawie tych cech semantycznych identyfikowany jest dany obiekt, jako wchodzący w skład i w zakres znaczenia danego wyrażenia. Nie robi się tego na podstawie wszystkich dostrzegalnych cech obiektu, ponieważ nie ma dwóch obiektów identycznych w każdym detalu. Oznacza to, że wybierana jest pewna liczba dostrzegalnych cech wspólnych wszystkim obiektom określanych danym wyrażeniem, czyli wchodzących w skład denotacji tego wyrażenia.

rów subiektywnych; interpretant ulega wpływowi interpretującego i wpływowi wyrażenia, jako obiektu czy znaku.

¹⁸ Więcej na ten temat: J. Anusiewicz, *Lingwistyka kulturowa. Zarys problematyki*, Wydawnictwo Uniwersytetu Wrocławskiego, Wrocław 1994.

¹⁹ M. Brzozowska, *Etymologia a konotacja wybranych nazw*, [w:] *Etnolingwistyka. Problemy języka i kultury*, nr 11, Lublin; Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, s. 265-278.

Drugą strefę konotacyjną stanowią tzw. konotacje semantyczne, a więc cechy nie służące do identyfikacji obiektu, jako desygnatu nazwy, a stanowiące kulturową wiedzę na temat desygnatów. W przypadku znaczenia wyrażenia „wrogie przejęcie kontroli” zaliczają się tu takie cechy, jak: walka, wojna, spory, straty, zwycięzcy i przegrani, poczucie zagrożenia, potrzeba obrony, mobilizacji, ponoszenie strat, potrzeba poświęceń, świadomość kłopotów, działanie nieetyczne, działanie niemoralne, nieliczenie się z krzywdą innych, wbrew woli założycieli, dotychczasowych właścicieli, wbrew interesowi wierzących, społeczności lokalnych interesowi publicznemu, wbrew patriotyzmowi, poczuciu przyzwoitości, wbrew zasadom współżycia społecznego, wbrew dobrym obyczajom, nieliczenie się z pracownikami, rozwiązywanie konfliktów z uwzględnieniem wyłącznie własnych interesów i bez poszanowania cudzych interesów czy norm życia społecznego itp. Cechy te nie mogą być uznane za kryterialne, ponieważ nie można zakwalifikować danego obiektu na podstawie tych cech, a nawet nie jesteśmy w stanie rozpoznać tego obiektu, jeżeli te cechy występują.

Trzecia strefa konotacyjna obejmuje cechy indywidualne, łączone z danym wyrażeniem przez danego użytkownika języka²⁰. W przypadku „wrogiego przejęcia” cechy trzeciej strefy językowej dla różnych uczestników procesu „wrogiego przejęcia” będą przybierały zupełnie różny charakter. I tak, dla zwolenników liberalnej gospodarki „wrogie przejęcie kontroli” łączy się i kojarzy ze swobodą gospodarczą i konieczną formą kontroli nad źle zarządzanymi spółkami itp. Według niektórych inwestorów ta forma zdobywania wpływów w spółce jest efektywnym narzędziem do realizacji planów inwestycyjnych i korzystną formą zwiększania wartości swoich aktywów. Inni akcjonariusze z kolei „wrogie przejęcie” kojarzą przede wszystkim z możliwością zwiększenia swojego wpływu na funkcjonowanie spółki, a tym samym z racjonalizacją swojego portfela inwestycyjnego i zaangażowania finansowego itp. Dla tych tylko przykładowo wymienionych grup podmiotów, „wrogie przejęcie kontroli” ma zdecydowanie pozytywną konotację. Z drugiej strony, dla wielu członków zarządu, akcjonariuszy, urzędników, polityków, działaczy samorządowych wyrażenie „wrogie przejęcie kontroli” ma wręcz odwrotną konotację. Kojarzy się z utratą wpływów, startami materialnymi i niematerialnymi, zagrożeniem utraty pracy, obniżeniem wpływów z podatków, zagrożeniem interesu publicznego itp. Z kolei dla zwolenników koncepcji tzw. odpowiedzialnego biznesu (ang. *corporate social responsible*) „wrogie przejęcie” wręcz oznaczać może przejaw tzw. „dzikiego kapitalizmu” itp.

²⁰ Konotacje nazwy w danym idiolekcie.

Należy zwrócić uwagę, że można łączyć wyraz „wróg” z innym rzeczownikiem w dopełniaczu, uzyskując w ten sposób zwrot wyjaśniający w stosunku do czego lub kogo przejawiana jest wrogość, np.: wróg ludu, wróg państwa, wróg globalizacji, wróg neoliberalizmu itp. O tym, jakie konotacje obiektywne mają te zwroty decyduje konotacja drugiego rzeczownika. I tak, skoro konotacja słowa „imperializm” jest powszechnie negatywna, to konotacja wyrażenia „wróg imperializmu” ma konotację pozytywną, jeżeli wyraz „pokój” ma konotację pozytywną to znaczenie zwrotu „wróg pokoju” będzie miało konotację negatywną. W wielu przypadkach o konotacji zwrotu decydować będzie subiektywne znaczenie i konotacja drugiego członu dla indywidualnie oznaczonej osoby lub grupy osób. Tak też będzie w przypadku zwrotu „przejęcie kontroli”, co oznaczać będzie, że zwrot „wrogie przejęcie kontroli” nie ma jednoznacznej konotacji. Dla jednych będzie miało konotację negatywną, a dla innych pozytywną w zależności od subiektywnych ocen zjawiska „przejęcie kontroli”. W konstruowaniu rzeczywistości ważną staje się zatem subiektywna wartość nadawana poszczególnym wyrażeniom. Wiele z nich ma znaczenie neutralne, inne zaś pozytywne lub negatywne. To czy wyrażenie „wrogie przejęcie kontroli” dla indywidualnie oznaczonej osoby będzie miało negatywną konotację, czy też pozytywną, decydować będzie konotacja wyrażenia „przejęcie kontroli”.

Podkreślenia wymaga jednak fakt, że zwrot „wrogie przejęcie” w doktrynie i praktyce pojawił się w wyniku bezpośredniego tłumaczenia z języka angielskiego wyrażenia „*hostile takeover*”. W języku polskim, w odniesieniu do procesów gospodarczych, słowa o tak silnej ekspresji i negatywnych konotacjach, jak „wróg”, „wrogie”, „agresor”, „agresywne” itp. stosowane są bardzo rzadko i w zasadzie zastrzeżone do najbardziej spektakularnych procesów²¹, które – najczęściej zresztą – nie odpowiadają rzeczywistym znaczeniom przyjętym w literaturze ekonomicznej i prawniczej. Powodem tego stanu rzeczy jest brak jednoznacznych konotacji językowych wyrażenia „przejęcie kontroli”, co w zestawieniu z wyraźnie i jednoznacznie konotacją słowa „wrogie” implikuje negatywną konotację całego wyrażenia. Faktem jest też, że wobec braku jednoznacznych ocen procesów konsolidacyjnych, opartych o „wrogie przejęcia” kontroli w literaturze ekonomicznej wciąż stosuje się taką nomenklaturę. W języku polskim, dla przedstawienia konfliktogennych sytuacji gospodarczych, stosuje się raczej „bardziej miękkie” określenia, takie jak: konkurencja, rywalizacja, spór itp. System prawa gospodarczego powinien być tak skonstruowany, aby w zakresie stosunków handlowych w działalności gospo-

²¹ Np., przejęcie spółki KRUK S.A. przez spółkę VISTULA S.A.; próba przejęcia BIG Banku przez Deutsche Bank, zagrożenie przejęcia ORLENU przez jedną z rosyjskich koncernów naftowych, itp.

darczej absolutnie granicznymi relacjami były stosunki oparte na konkurencji i rywalizacji. Jak zauważa R.S. Robins: „(...) kiedy rywale stają się wrogami dochodzi do paranoi (...)”²². Dlatego też mechanizmy obrotu gospodarczego powinny uniemożliwiać powstawanie konfliktów cechujących się wrogością i agresywnością, jednocześnie pozostawiając stosowny obszar dla swobody gospodarczej w oparciu o konkurencję i rywalizację, a nie wrogość czy agresję.

Reasumując, należy stwierdzić, że w masowym i powszechnym odbiorze społecznym wyrażenie „wrogie przejęcie kontroli” ma najczęściej konotację negatywną. Uprawniona wydaje się jednak teza, iż analiza językowa nie udziela już tak jednoznacznej odpowiedzi. O konotacji przedmiotowego wyrażenia decydować będzie wyłącznie subiektywny stosunek do zjawiska „przejęcia kontroli” w procesach konsolidacyjnych, występujących w obrocie gospodarczym. O ile powyższa teza w literaturze ekonomicznej i finansowej jest w zasadzie powszechnie uznawana, o tyle w literaturze prawniczej zwrot „wrogie przejęcie” najczęściej ma konotację negatywną, o czym świadczą takie zwroty, jak: „obrona przed wrogim przejęciem”, „ochrona przed wrogim przejęciem”, „środki zapobiegające wrogiemu przejęciu”, „niebezpieczeństwo wrogiego przejęcia” itp.²³ Niestety, zbyt rzadko w prawniczej literaturze przedmiotu, w odróżnieniu od literatury ekonomicznej, wskazuje się na pozytywną rolę, jaką odgrywają w gospodarce tzw. „wrogie przejęcia”.

Być może w przyszłości, w wyniku przeprowadzenia kompleksowych badań nad zjawiskiem „wrogiego przejęcia” oraz zwiększenia świadomości ekonomicznej społeczeństwa, a w szczególności uczestników obrotu gospodarczego, ocena roli „wrogich przejęć” ulegnie jednak zmianie. Podobnie sądzić należy, iż językowe konotacje tego wyrażenia z czasem przestaną mieć negatywne skojarzenia.

²² R.S. Robins, J.M. Post, *Paranoja polityczna. Psychopatologia nienawiści*, Warszawa 1999, s. 123.

²³ Jedną z firm szkoleniowych z zakresu wywiadu gospodarczego, pojęcie „wrogich przejęć” sytuuje w tej samej kategorii, co podstępne zdobywanie informacji, podstępne zdobywanie rynku, przekupstwo pracowników, wynoszenie poufnych informacji; szkolenie pt.: „Ryzyko podsłuchu, inwigilacji przedsiębiorstwa przez konkurencję, celem przejęcia rynku zbytu”.

4. Terminologia i definicje „wrogich przejęć” w literaturze ekonomicznej

Wyróżnia się dwie zasadnicze ścieżki wzrostu przedsiębiorstwa (spółki): wzrost wewnętrzny i wzrost zewnętrzny²⁴. Pierwszy z nich (endogeniczny) jest oparty przede wszystkim na rozbudowie, w ramach dotychczasowej struktury przedsiębiorstwa, lub w nowo tworzonych jednostkach organizacyjnych (filiach) w następstwie inwestycji bezpośrednich (rzeczowych). Drugi rodzaj wzrostu, tj. wzrost zewnętrzny (egzogogeniczny) stanowi przeciwieństwo wzrostu wewnętrznego i polega na różnego rodzaju współdziałaniu z innymi przedsiębiorstwami. Może mieć charakter wyłącznie kooperacyjny lub bardziej ścisły poprzez połączenie spółek albo nabycie pakietu kontrolnego akcji lub udziałów innej spółki. Wzrost zewnętrzny uznaje się za atrakcyjny dla rozwoju spółki, gdyż umożliwia relatywnie szybki zwrot nakładów inwestycyjnych, co przy wzroście wewnętrznym trwa średnio do półtora raza dłużej²⁵. W. Frąckowiak stwierdza nawet, że: „(...) alternatywą dla inwestycji rzeczowych jest »kupowanie« wzrostu na rynku (...)”²⁶.

Słusznie zauważa się, że rozróżnienie między poszczególnymi formami działań podejmowanych dla wzrostu zewnętrznego jest często nieostre i trudno wskazać precyzyjnie kryteria ich klasyfikacji, co znajduje odzwierciedlenie w literaturze przedmiotu, w której wiele terminów stosuje się w sposób dość dowolny, przypisując im różne znaczeniowo konotacje²⁷. Zespół autorów monografii pt. *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*²⁸ fuzję traktuje jako połączenie dwóch lub więcej przedsiębiorstw, w wyniku którego powstaje nowe przedsiębiorstwo, a akcjonariusze (udziałowcy) łączących się spółek w zamian za posiadane akcje (udziały) otrzymują akcje (udziały) nowej spółki. Dla tego typu połączenia, zdaniem autorów, zarezerwowane jest pojęcie „konsolidacja”. W innym podejściu fuzja może oznaczać również sytuację, gdy dochodzi do połączenia dwóch lub więcej przedsiębiorstw w jedno, przy czym tylko przedsiębiorstwo-nabywca zachowuje tożsamość i podmiotowość. Autorzy poprzestają jednak jedynie na przedstawianiu mo-

²⁴ Poza standardowymi strategiami wzrostu wewnętrznego i zewnętrznego przedsiębiorstwa stosują sposoby rozwoju oparte na aliansach strategicznych, *joint-ventures*, *franchisingu* itp.

²⁵ P.J. Szczepankowski, *Fuzje i przejęcia*, Warszawa 2000, s. 23.

²⁶ W. Frąckowiak (red.), M. Kamiński, N. Kulpa, M. Lewandowski, K. Mencil, M. Michalski, M. Remlein, R. Sowiński, *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, Warszawa 1998, s. 18.

²⁷ *Ibidem*, s. 18.

²⁸ *Ibidem*, s. 19.

delowym, nie przesądając jednoznacznie o poprawności żadnej z przedstawionych propozycji. O ile z punktu widzenia zagadnień ekonomicznych taka niejednoznaczność jest dopuszczalna, o tyle stwierdzić należy zdecydowanie, że z punktu widzenia prawnego wymaga bardziej precyzyjnego rozróżnienia, także w obszarze terminologicznym²⁹.

Mimo całej złożoności zagadnienia systematyki i podziałów działań polegających na „nabywaniu” trudno w pełni zgodzić się z tezą Piotra J. Szczepankowskiego, iż: „(...) biorąc pod uwagę wielość i różnorodność tych procesów, trudno jest wskazać dokładne granice pomiędzy fuzją i przejęciem (...)”. Wydaje się, że i z punktu widzenia ekonomicznego, a tym bardziej prawnego, różnice są zasadnicze. Zgodzić się natomiast można ze stwierdzeniem, że trudno określić na ile decyzje o połączeniu są dobrowolne, a na ile wymuszone przez jednego z partnerów³⁰. Zjawisko „wrogich” czy „nieprzyjaznych” relacji między partnerami właśnie na rynku kontroli jest znacznie bardziej rozpowszechnione niż w przypadku połączeń spółek. Stwierdzić należy, że w literaturze przedmiotu, szczególnie ekonomicznej, wciąż panuje duża dowolność nie tylko w terminologii *sensu stricte*, ale i w pojmowaniu istoty przejęć i połączeń spółek. Piotr J. Szczepankowski stwierdza, że: „(...) przejęcia firm to zjawisko ekonomiczne, polegające na nabyciu ponad 50% wartości kapitału (lub aktywów) przedsiębiorstwa. Można za przejęcie uznać także nabycie firmy, w której osiąga się przewagę decyzyjną (...)”³¹. Z punktu widzenia prawnego stwierdzenie takie jest co najmniej dużym uproszczeniem, zawierającym wiele nieścisłości terminologicznych. Nawet, jeżeli uznać powyższe zdanie za prawdziwe, to dalszy wywód autora, na gruncie obowiązujących regulacji KSH, jest już raczej trudny do przyjęcia: „(...) Przejęcie jest często łączone z procesami fuzji przedsiębiorstw. Jednakże, w przypadku tej drugiej formy inwestowania najczęściej znikają z rynku podmioty gospodarcze ją tworzące, a na ich miejsce pojawia się nowe przedsiębiorstwo. Przejęcie powoduje natomiast zniknięcie jedynie nabywanego przedsiębiorstwa. Nabywca nadal funkcjonuje (...)”³². Zauważalna jest tu w najlepszym razie niekonsekwencja terminologiczna. Autor, jak się wydaje, zamiennie stosuje termin „przejęcie” – raz w znaczeniu przejęcia kapitałowego na rynku kontroli, a następnie używa go do określenia zjawiska przejęcia *per incorporationem* zgodnie z regulacjami KSH. Prawdopodobnie intencją autora było stwierdzenie, iż przejęcie kontroli nad spółką może skutkować następnie procesem

²⁹ Świadczą o tym regulacje KSH.

³⁰ P.J. Szczepankowski, *Fuzje...*, *op. cit.*, s. 27.

³¹ *Ibidem*, s. 84.

³² *Ibidem*.

połączenia spółek w formie *per unionem* lub *per incorporationem*. Z tezą taką nie sposób się nie zgodzić, ale nie wydaje się prawidłowe i merytorycznie uzasadniane stosowanie naprzemienne terminologii dotyczących innych jednak instytucji, zarówno w ujęciu prawnym, jak i ekonomicznym. Takie ujęcie przejęć spółek jest nie tylko nieprzydatne z punktu widzenia prawnego³³, ale i wydaje się nawet niezbyt poprawne z punktu widzenia problematyki zarządzania, finansów przedsiębiorstwa, a także i rachunkowości.

W literaturze przedmiotu spotka się również stwierdzenia, że przejęcia kontroli nad przedsiębiorstwem uznaje się za podstawowe działania konsolidacyjne, natomiast fuzje traktuje się jako szczególne formy przejęć³⁴. Podobne uproszczenia terminologiczne przyjmuje wielu autorów³⁵. W niektórych opracowaniach ekonomicznych rozróżnia się łączenie przedsiębiorstw o charakterze fuzji statutowej, zjednoczeniowej i łączenie przedmiotów zależnych finansowo³⁶. Ze względu na zakres niniejszego opracowania wszystkie podziały i klasyfikacje odbiegające zasadniczo od powszechnie przyjętych w literaturze przedmiotu pozostawione zostaną bez komentarza i polemiki³⁷.

Proces łączenia lub przejęcia przedsiębiorstw może przebiegać zasadniczo dwiema drogami. Najczęściej procesy te przebiegają w sposób zgodny i przyjazny (ang. *friendly takeover*, franc. *OPA/E amicale* lub *OPA/E concertree*, niem. *freun-*

³³ Niezgodność z KSH z pojęciem firma, przedsiębiorstwo, przedsiębiorca itp.

³⁴ S.F. Read, L.A. Read, *The Art of M.&A. A Merger and Aquisition Buyout Guide*, Irwin, New York 1995, s. 5.

³⁵ E.F. Brigham, *Podstawy zarządzania finansami*, t. 3, Warszawa 1996, s. 205 i n.; R. Dobbins, W. Frąckowiak, S.F. Witt, *Praktyczne zarządzanie kapitałami firmy*, Poznań 1992, s. 42 i n.

³⁶ A. Kicińska, *Motywy łączenia się przedsiębiorstw*, [w:] *Studia nad rozwojem przedsiębiorstw*, praca zbiorowa pod red. E. Kurtysa, Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu nr 225, Poznań 1995, s. 108.

³⁷ Mając na uwadze większość przedstawionych w literaturze przedmiotu definicji, poglądów i opinii, zgodzić się należy z W. Frąckowiakiem, że należy w sposób zdecydowany ujednoczyć terminologię dotyczącą działań przedsiębiorstw w zakresie fuzji i przejęć. W pełni zasadny jest zatem pogląd, iż podział poszczególnych pojęć powinien spełniać trzy podstawowe warunki: być rozłączny, znaczenie poszczególnych terminów winno wyrastać z ich odniesień semantyczno-etymologicznych, korespondować z polskim prawodawstwem, a w szczególności KSH i ustawą o rachunkowości. Według W. Frąckowiaka rozgraniczone znaczeniowo grupy działań polegających na połączeniach lub łączeniu przedsiębiorstw i przejmowaniu kontroli, dają się zagregować w jedną grupę działań zwanych nabyciem. Nabycie dzieli się na połączenia (fuzje i konsolidacje) oraz przejęcia (zakup akcji, zakup majątku, dzierżawa, pełnomocnictwo, prywatyzacja, wspólne przedsięwzięcie). Por.: W. Frąckowiak (red.), *Fuzje..., op. cit.*, s. 20 i n.

dliche Übernahme)³⁸ i określane są w literaturze zazwyczaj jako uzgodnione lub strategiczne³⁹. W takiej sytuacji połączenie następuje zgodnie ze wspólnie opracowanym przez zarządy spółek planem i harmonogramem oraz jasno określonymi warunkami transakcji⁴⁰. Według M. Lewandowskiego druga droga, określana jako „wrogie nabycie” (ang. *hostile takeover* lub *defended takeover*, ang. (USA) *defended takeover*, franc. OPA/E *unamicale* lub OPA/E *sauvage*, niem. *feindliche Übernahme*), polega na przeniesieniu własności przedsiębiorstwa i kontroli nad nim wbrew woli jego dotychczasowego zarządu⁴¹. Pomijając trudne do przyjęcia, z punktu widzenia doktryny prawniczej, uproszczenia terminologiczne, w stwierdzeniu tym na uwagę zasługuje fakt, iż autor, stosując terminologię „nabycie”, dopuszcza możliwość „wrogich przejęć” nie tylko w procesach przejęć kontroli, ale również w procesach połączeniowych, czyli fuzjach i inkorporacji. Należy przychylić się do tej tezy, choć w wielu przypadkach odróżnienie „wrogich” fuzji i inkorporacji od taktyk negocjacyjnych zarządów planujących połączenie jest bardzo trudne, jeżeli nie niemożliwe. Warto zauważyć również, iż ostatecznie jednak w przypadku fuzji i inkorporacji musi dojść do konsensusu pomiędzy zarządami spółek i/lub udziałowcami (akcjonariuszami), a w przypadku „wrogiego przejęcia” stanowiska stron mogą pozostać „wrogie” aż do zakończenia procesu przejęcia kontroli, co skutkuje najczęściej zmianą zarządu spółki, nad którą przejęto kontrolę. Mając na uwadze złożoność procesów połączeniowych i czas trwania negocjacji uzgadniających, oczywistym jest, że stopień i natężenie „wrogości” może zmieniać się zasadniczo w trakcie trwania całej procedury. Trudno jednak nie odnieść się krytycznie do definicji „wrogiego nabycia” zaproponowanej przez M. Lewandowskiego. Określenie „wrogiego nabycia”, jako nabycia wbrew woli dotychczasowego zarządu, jest ujęciem zdecydowanie zbyt wąskim i nie uwzględniającym możliwości konfliktu interesów innych zainteresowanych stron. Przyjmując tak wąskie ujęcie „wrogiego nabycia” można zgodzić się z M. Lewandowskim, że takie nabycia występują relatywnie rzadko⁴². Jednak za zbytne uproszczenie należy uznać stwierdzenie (szczególnie w zestawieniu z tak wąską definicją), że występują one zwykle w szczególnych stosunkach między właścicielami a zarządem, polegają-

³⁸ C. Podsiadlik, *Wrogie...*, *op. cit.*, s. 37 i n. wraz z przytoczoną przez autora literaturą.

³⁹ A. Szumański, *Regulacja prawna holdingu w polskim i europejskim prawie spółek*, PPH 1996, nr 8, s. 7.

⁴⁰ Proces przyjaznego nabycia przedstawił J.K. Solarz, *Holding finansowy*, s. 20, [w:] W. Frąckowiak (red.), *Fuzje...*, *op. cit.*, s. 78.

⁴¹ M. Lewandowski, [w:] W. Frąckowiak (red.), *Fuzje...*, *op. cit.*, s. 78.

⁴² *Ibidem*, s. 79.

cych na tym, że właściciele (akcjonariusze) nie włączają się w procesy decyzyjne spółki, pozostawiając swobodę w zarządzaniu i decydowaniu o nawet najistotniejszych dla spółki sprawach zarządowi⁴³. Taki rodzaj stosunków, określane zazwyczaj jako „rozszczerzenie kontroli i własności”, rzeczywiście sprzyja i znacząco ułatwia „wrogie przejęcie” kontroli, ale nie oznacza, że „wrogie przejęcie” dotyczy wyłącznie spółek o takiej właśnie relacji kontroli do własności. Zgodzić się należy z ogólną tezą, iż w takich warunkach, szczególnie gdy dodatkowo spada efektywność zarządzania, co skutkuje spadkiem wartości kapitalizacji spółki i wzrostem kosztów pozyskania kapitału, rośnie ekspozycja spółki na „wrogie przejęcie”. W obliczu spadającej wyceny rynkowej, a jednocześnie utraty zaufania i wiary dotychczasowych akcjonariuszy, spółka może stać się atrakcyjnym i łatwym celem. Uzyskanie kontroli nad taką spółką, wymiana zarządu i jej restrukturyzacja może prowadzić do wzrostu jej wartości. W takim kontekście, mimo złych konotacji semantycznych słowa „wrogie”, zjawisko „wrogich przejęć” kontroli można byłoby uznać za korzystne w skali mikro- i makroekonomicznej.

Zbliżoną definicję „wrogich przejęć” zaproponował P. Wróbel, który twierdzi, że według dominującego, wyrażanego w literaturze przedmiotu poglądu, za „wrogie przejęcie” uważa się uzyskanie kontroli zrealizowane wbrew lub z pominięciem organów przejmowanej spółki. Przejmujący zwraca się z ofertą do zarządu spółki, a rzadziej do rady nadzorczej. W przypadku nieprzychylnego stanowiska zarządu i/lub rady nadzorczej kieruje ofertę zakupu akcji bezpośrednio do akcjonariuszy. Taka definicja mogłaby oznaczać, że o zakwalifikowaniu danej transakcji do „wrogich przejęć” decyduje negatywna opinia co najmniej jednego organu przejmowanej spółki⁴⁴.

Przychylić się należy natomiast do tezy P. Wróbla, że w zasadzie każda transakcja różni się od siebie stopniem „wrogości”⁴⁵. I tak, wyodrębnić można cztery najbardziej charakterystyczne typy przejęć w oparciu o kryterium stopnia „wrogości”⁴⁶, umownie określane jako: „ratunek” (ang. *organizational rescue*), „współpraca” (ang. *collaboration*), „rywalizacja” (ang. *contested situation*) oraz „raid na firmę” (ang. *raid*). W pierwszym przypadku „wrogość” wyraża się raczej pewną przymusową sytuacją, w której zagrożona firma, w obliczu niebezpieczeństwa przejęcia, podejmuje procedurę połączenia z inną firmą, uznając taką sytuację

⁴³ *Ibidem*.

⁴⁴ P. Wróbel, *Wrogie przejęcia. Studium przypadków na polskim rynku przejęć*, Uniwersytet Gdański, Gdańsk 2004, s. 2.

⁴⁵ *Ibidem*, s. 4-6.

⁴⁶ P. Prichett, *After the Merger: Managing the Stockwaves*, Homewood III, Dow Jones-Irwin 1985, s. 33, [w:] P. Wróbel, *Wrogie... op. cit.*, s. 4-6.

za „mniejsze zło”. Drugi przypadek dotyczy sytuacji, gdy „wrogość” wyrażana jest jako element strategii i taktyki negocjacyjnej, a niekoniecznie przejaw rzeczywistego oporu. Takie stanowisko ma na celu zapewnienie nie tylko akcjonariuszom, ale także kadrze menedżerskiej lepszych warunków w procesie konsolidacji. Przedmiotem negocjacji mogą być również warunki utrzymania zatrudnienia, zapewnienia ciągłości umów itp. W trzecim przypadku proces negocjacyjny jest podejmowany mimo zdecydowanego oporu organów spółki zarządzającej, ale zmuszonych do podjęcia rozmów bardzo korzystną ofertą przejęcia. Przejęcie spółki w wyniku działań tzw. raiderów jest najbardziej agresywnym i najczęściej najbardziej „wrogim” rodzajem przejęcia spółki. Cechuje się największym stopniem oporu i niepewności. Oferta zazwyczaj w takich sytuacjach kierowana jest bezpośrednio do akcjonariuszy. W przypadku „wrogich przejęć” właśnie taka forma jest uznana za dominującą⁴⁷. Niektórzy autorzy wręcz uznają tylko takie przejęcia, czyli skierowane bezpośrednio do akcjonariuszy, za prawdziwie „wrogie”. W przypadku skierowania oferty bezpośrednio do akcjonariuszy zarząd spółki najczęściej wydaje komunikat czy komunikaty skierowane do wszystkich zainteresowanych interesariuszy i akcjonariuszy spółki, w których to wyrażają opinie dotyczące przedstawionych ofert skupu lub zamiany akcji⁴⁸. Opinie zarządu powinny uwzględniać interes spółki i akcjonariuszy. Jak słusznie zauważa P. Wróbel⁴⁹, nie zawsze tak jest, gdyż w wielu przypadkach istnieje poważna rozbieżność interesów spółki, akcjonariuszy, interesariuszy i członków zarządu⁵⁰. W takich sytuacjach często zdarza się, że zarządy spółek kierują się przede wszystkim własnym interesem. Przejęcie kontroli nad spółką wbrew woli zarządu najczęściej ostatecznie kończy się wymianą zarządów i rad nadzorczych. Z badań wynika, że w takich przypadkach w ciągu jednego roku od przejęcia 50% menedżerów najwyższego szczebla przestaje zarządzać przejętą spółką. Dla porównania – wskaźnik rotacji na tym szczeblu zarządzania w okresie trzech lat przed przejęciem wynosi zaledwie 9,5%⁵¹.

P.J. Szczepankowski problematykę „wrogich przejęć” przedstawia następująco: „(...) Zarządzający firmą stanowiącą cel przejęcia muszą zdecydować czy zaakceptować ofertę inwestora strategicznego jako przyjazną, czy też ją odrzucić.

⁴⁷ R. Sobel, *Dangerous Dreamers*, John Wiley & Sons, Inc. 1993, s. 123.

⁴⁸ W przypadku spółek publicznych jest to wręcz wymóg prawny.

⁴⁹ P. Wróbel, *Wrogie...*, *op. cit.*, s. 2.

⁵⁰ Teoria agencji, np.: Z. Sapijaska, *Restrukturyzacja przedsiębiorstw*, Warszawa 1996, s. 32.

⁵¹ J. Dahya, R. Powell, *Top management changes following hostile and friendly takeovers*, ACCA Research Raport No 1, [w:] P. Wróbel, *Wrogie...*, *op. cit.*, s. 3.

Zaakceptowanie oferty przejęcia przez kierownictwo może wynikać z przekonania, że w rezultacie takiej transakcji jego pozycja ulegnie poprawie. Managerowie przejmowanej spółki muszą wtedy uzyskać satysfakcjonujący zakres autonomii jak również zachować swoją kontrolę i przywileje (...). Do mniej »osobistych« motywów może należeć uznanie oferty za najlepszą z opcji dostępnych w danej chwili dla firmy stanowiącej cel przejęcia. Jeżeli nie, mamy do czynienia z wrogimi fuzjami i przejęciami (...)»⁵². Trudno oczywiście tego typu określenia traktować, jako definicje zarówno w znaczeniu definicji realnych, jak i nominalnych. Nawet uznając powyższe określenie „wrogiego przejęcia” za definicję nietrudno zauważyć, że obarczona jest ona zarówno błędem specyficzności (co oznacza, że wiele procesów przejęć będzie można uznać za „wrogie przejęcie”, mimo że w istocie takimi nie są), jak i błędem czułości (co oznacza, że wiele przejęć w istocie wrogich nie będzie zgodnie z tą definicją za takie uznane). Wydaje się, że krytyczna opinia powyższej definicji nie wymaga szczegółowego uzasadnienia. Wystarczy podkreślić, że jej największą wadą jest przedstawienie „wrogości” jedynie w aspekcie interesów zarządu bez próby nawet sygnalizacji konfliktów interesów spółki, akcjonariuszy, interesariuszy. Warto zauważyć, że autor dopuszcza możliwość występowania nie tylko „wrogich” przejęć, ale i „wrogich” fuzji. Należy przychylić się do tego poglądu. Stwierdzić należy jednak, że powyższa definicja jest raczej mało użyteczna do analizy prawnej zjawiska „wrogich przejęć”, ale również nie wydaje się zbyt przydatna dla zrozumienia istoty tego zjawiska w kategoriach mikro- i makroekonomicznych. Przedstawione przez autora techniki obrony przed „wrogim przejęciem”⁵³, już chociażby w kontekście bardzo uproszczonej definicji, niewiele wnoszą dla zrozumienia istoty „wrogich przejęć”.

Na uwagę zasługuje również raczej rzadko spotykany w literaturze przedmiotu podział technik obronnych na „techniki obrony zewnętrznej” i „techniki obrony wewnętrznej”⁵⁴. P.J. Szczepankowski definiuje pojęcie „obrony wewnętrznej” jako: „(...) decyzje lub działania przeciwdziałające wrogim przejęciom, które zmieniają wewnętrzną strukturę lub naturę działalności firmy (...)”⁵⁵. Można byłoby przyjąć *a contrario*, że „obroną zewnętrzną” będą zatem wszelkie inne działania przeciwdziałające „wrogiemu przejęciu”, które nie zmieniają wewnętrznej struktury ani natury firmy, cokolwiek oznacza „natura firmy”⁵⁶. Autor definiuje jednak

⁵² P.J. Szczepankowski, *Fuzje...*, *op. cit.*, s. 147.

⁵³ *Ibidem*, s. 147.

⁵⁴ *Ibidem*, s. 147.

⁵⁵ *Ibidem*, s. 153.

⁵⁶ *Ibidem*, s. 147-150; autor, jako wewnętrzne uznaje: zwiększenie efektywności operacyjnej i zmniejszenie kosztów, co zwiększa zysk netto na akcję, „trujące pigułki”,

techniki „obrony zewnętrznej” jako: „(...) działania podejmowane w celu zmiany sposobu postrzegania przedsiębiorstwa z zewnątrz oraz w celu uzyskania wczesnych sygnałów ostrzegających przed potencjalnym wrogim inwestorem (...)”. Wydaje się, że jeżeli przyjąć założenie, iż podział na techniki „obrony zewnętrznej” i „obrony wewnętrznej”⁵⁷ jest podziałem dychotomicznym w sensie logicznym, to przedstawione definicje nie są zbyt precyzyjne, gdyż nie obejmują wszystkich stosowanych technik obrony. Autor przedstawia inne jeszcze metody, jako narzędzia obrony stosowane po ogłoszeniu oferty konsolidacji⁵⁸. Pomijając, jak się wydaje, niezbyt fortunne z punktu widzenia prawnego określenie „ogłoszenie oferty konsolidacji”⁵⁹, trudno przyjąć bezkrytycznie logikę tych klasyfikacji, jeżeli nie przedstawia się, lub przynajmniej nie wspomina o istnieniu, tych technik, które stosowane są prewencyjnie, czyli przed powzięciem jakiegokolwiek informacji o zagrożeniu przejściem kontroli na spółkę. Reasumując, należy stwierdzić, że na gruncie prywatnoprawnych aspektów, zaproponowana przez P.J. Szczepankowskiego definicja oraz podane techniki obronne mają dość ograniczoną przydatność w analizie skuteczności instrumentów ograniczających konflikty w procesach „wrogich przejęć”.

W literaturze przedmiotu spotkać można wiele redakcyjnie inaczej sformułowanych, ale w istocie znaczeniowo podobnych definicji. Ramy ani cel niniejszego artykułu nie pozwalają na ich prezentację. Tytułem przykładu można przedstawić propozycję definicji sformułowaną przez I. Aranowicz i P. Kowalczyk: „(...) Wrogie przejęcie jest formą nabycia przedsiębiorstwa poprzez nabycie pakietu większościowego akcji przez oferenta (spółkę przejmującą) nad inną spółką, (...) w ten sposób, że oferta nie jest akceptowana lub odbywa się bez wiedzy zarządu spółki-celu (...)”⁶⁰. W definicji tej zupełnie pominięto zagadnienia konfliktu interesów czy też w ogóle interesu spółki w domyśle pozostawiając jedynie aspekt oporu zarządu.

„złote akcje”, „złote parasole”, zwiększenie zadłużenia, rekapitalizację firmy; za zewnętrzne natomiast uznaje: podtrzymywanie poparcia dla zarządu przez akcjonariuszy, *joint-venture*, blokowanie uzyskania kontroli przez napastnika itp.

⁵⁷ Terminologia zastosowana przez P.J. Szczepankowskiego.

⁵⁸ P.J. Szczepankowski, *Fuzje...*, *op. cit.*, s. 140; zapewne chodzi tutaj o wezwanie w znaczeniu ustawy OfertaPublU.

⁵⁹ Autor zapewne miał na myśli tzw. *pro-defensive tactics*, czyli te, które spółka podejmuje po mniej czy bardziej formalnej zapowiedzi podjęcia próby wrogiego przejęcia przez inną spółkę; w odróżnieniu od *pre-defensive tactics*.

⁶⁰ I. Aranowicz, P. Kowalczyk, *Wrogie przejęcie na rynku kapitałowym*, referat IKiSFP, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, s. 2-5.

Zwrócić należy również uwagę na fakt, iż nawet w literaturze poświęconej etyce biznesu także spotyka się komentarze dotyczące „wrogich przejęć”. Niestety i w tych opracowaniach nie udaje się uniknąć bardzo powierzchownego i często kontrfaktycznego pojmowania istoty „wrogich przejęć”. B. Klimczak w książce *Etyczne otoczenie rynku kapitałowego* wskazuje na złożoność przejęć na rynkach kapitałowych. Z jednej strony, autorka stawia tezę, że gospodarka rynkowa się rozwija, jeżeli jej uczestnicy są wolni, a zatem nie ma powodów, aby negatywnie oceniać przejęcia spółek, ponieważ rynek sam je zweryfikuje i być może korzystne efekty będą przeważać nad niekorzystnymi. Z drugiej strony, uznaje jednak istnienie przejęć określanych przez autorkę jako: „(...) wątpliwe pod względem moralnym (...)”⁶¹. Te właśnie przejęcia B. Klimczak nazywa „wrogimi”. Na niezrozumienie jednak istoty tego zjawiska wskazuje argumentacja przedstawiona przez autorkę: „(...) przejęcia takie określa się jako »wrogie«, ponieważ intencją osób je przeprowadzających jest zarabianie na szantażowaniu menedżerów danej firmy wykupieniem dużego pakietu akcji. Osoby to czyniące, nie chcą przejąć firmy, lecz jedynie skłonić menedżerów do odkupienia nabytego pakietu po wyższej cenie (...)”⁶². Taka próba definiowania wrogich przejęć nie może z oczywistych powodów zyskać aprobaty⁶³.

W kontekście przedstawionych powyżej definicji „wrogiego przejęcia” należy stwierdzić, że w literaturze ekonomicznej proponowane definicje ograniczają się najczęściej do aspektów zarządzania spółką. Pomijając trudne do zaakceptowania na gruncie nauki prawa uproszczenia terminologiczne („nabycie” a „przejęcie”, „przedsiębiorstwo a „spółka” itp.), w większości definicji przesłanką uznania przejęcia za „wrogie” jest brak akceptacji zarządu lub realizacja przejęcia bez powiadomienia zarządu spółki-celu i uzgodnienia warunków transakcji. Pomija się kwestie stanowiska innych podmiotów zaangażowanych w funkcjonowanie spółki w przedmiocie warunków przejęcia, a także faktu, czy spółka (zarząd) w istocie podejmuje działania mające na celu utrudnienie lub udaremnienie transakcji.

⁶¹ B. Klimczak, *Etyczne otoczenie rynku kapitałowego*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Wrocławiu, Warszawa 1998, s. 105.

⁶² *Ibidem*, s. 105.

⁶³ Zjawisko propozycji sprzedaży wcześniej zakupionych pakietów akcji najczęściej jest odpowiedzią na ofertę spółki-celu, która tego typu transakcję traktuje jako środek obronny. Zdarza się oczywiście, że w procesach wrogich przejęć arbitrażyści czy tzw. *raiders* wykorzystują określone sytuacje do szybkiego zwrotu z inwestycji, ale ani nie stanowi to istoty wrogich przejęć, ani też nie można zjawiska traktować jako „wątpliwego moralnie”, chyba że nabycie tych akcji nastąpiło w wyniku wykorzystania poufnych informacji, jest to jednak odrębny problem; szerzej na ten temat D.B. Levine w: D.B. Levine, W. Hoffer, *Wall Street od podszewki*, Sosnowiec 1994.

5. Terminologia i definicje „wrogich przejęć” w literaturze prawniczej

Ze względu na rozróżnienie w literaturze prawniczej koncentracji konsolidacyjnej i koncentracji unifikacyjnej, problematyka definiowania „wrogich przejęć” przedstawiona zostanie z uwzględnieniem powyższej klasyfikacji. Wyrażenie „wrogie przejęcie” nie jest pojęciem normatywnym ani tym bardziej nie posiada definicji legalnej⁶⁴. Faktem jest, że wyrażenie to stosowane jest nie tylko w piśmiennictwie z zakresu ekonomii i zarządzania, ale także w literaturze prawniczej. W doktrynie prawnej instytucja „wrogiego przejęcia” doczekała się, jak dotychczas, jednej obszernej monografii autorstwa C. Podsiadlika pt. *Wrogie przejęcie spółki*⁶⁵ oraz opracowanie autorstwa I. Knurowskiej pt. *Obrona spółki akcyjnej przed wrogim przejęciem spółki akcyjnej*⁶⁶. Problematyka „wrogich przejęć” sygnalizowana jest natomiast często w literaturze przy okazji omawiania procesów połączeniowych spółek, przedstawianiu poszczególnych instytucji związanych z funkcjonowaniem spółek akcyjnych oraz przy prezentowaniu prawnych zagadnień związanych z instytucją wezwań do sprzedaży lub zamiany akcji spółek publicznych⁶⁷. Jedną z pierwszych definicji „wrogiego przejęcia” w polskiej literaturze prawniczej podał A. Szumański, stwierdzając, iż: „(...) »wrogie przejęcie« to takie przejęcie kontroli nad spółką, które odbywa się wbrew woli zarządu i akcjonariuszy odgrywających dotychczas wiodącą rolę w spółce i oferta skierowana jest bezpośrednio do akcjonariuszy spółki przejmowanej, często bez uprzedzenia jej organów kierowniczych

⁶⁴ Definicją legalną jest każda definicja, która została sformułowana przez legislatora, umieszczona w tekście prawnym i dotyczy wyrazu/wyrażenia występującego w tekście prawnym. Jest to ta część tekstu prawnego, w której legislator wyznacza sposób rozumienia znaczenia wyrazu/wyrażenia. Proces wykładni nie obejmuje definicji legalnych, zawartych w tekstach prawnych, a definicje te stanowią jedynie wyjaśnienia legislatora, co do sposobu rozumienia określonych wyrazów występujących w tych tekstach, zaś dzięki ich zastosowaniu legislator unika niewłaściwego rozumienia wyrazów, tak: A. Malinowski, *Polski język prawny. Wybrane zagadnienia*, Warszawa 2007, s. 155 i n.

⁶⁵ C. Podsiadlik, *Wrogie...*, *op. cit.*, s. 124.

⁶⁶ I. Knurowska, *Obrona przed wrogim przejęciem spółki akcyjnej*, Warszawa 2000.

⁶⁷ A. Nowacki, *Umorzenie akcji*, Warszawa 2007, s. 72; Ł. Gasiński, *Umowy akcjonariuszy co do sposobu wykonywania prawa głosu w prawie polskim i amerykańskim*, Warszawa 2006, s. 64; A. Opalski, *Rada nadzorcza...*, *op. cit.*, s. 92; A. Radwan, *Prawo poboru w spółce akcyjnej*, Warszawa 2004, s. 303-305; A. Rachwał, [w:] K. Kohutek, A. Rachwał, M. Spyra, M. Wyrwiński, *Spółka akcyjna i spółka komandytowo-akcyjna*, Warszawa 2005, s. 43, 48.

(...)”⁶⁸. Niezbyt fortunate wydaje się użycie spójnika „i” sugerującego jakoby za „wrogie przejęcie” można uznać tylko takie, które odbywa się zarówno wbrew woli zarządu, jak i wbrew woli akcjonariusza wiodącego. Tak być nie musi choćby ze względu na fakt, iż takiego akcjonariusza w spółce w ogóle może nie być. Wątpliwości budzi również stwierdzenie „wbrew woli”. Wydaje się, że sama wola to za mało, aby uznawać przejęcie za wrogie, powinny być podjęte jednak jakieś celowe czynności czy to faktyczne, czy też prawne, utrudniające lub uniemożliwiające takie przejęcie. Największe jednak wątpliwości budzi zaprezentowane przez A. Szumańskiego stanowisko w kwestii celu „wrogiego przejęcia”. A. Szumański uważa, że „wrogie przejęcie” ma na celu uzyskanie przez jedną spółkę pakietu kontrolnego akcji drugiej spółki w celu: „(...) głównie wyeliminowania z rynku konkurencji lub znacznego ograniczenia jej wpływów (...)”. Autor stwierdza następnie, że: „(...) stąd wzięła się nazwa »wrogie przejęcie« (...)”. Podobne stanowisko w kwestii celu „wrogiego przejęcia”, jak wydaje się, przyjmuje W. Szpringer⁶⁹ oraz M. Klapczyńska⁷⁰. Tym samym należy uznać, iż taki pogląd nie jest niestety odosobniony w literaturze prawniczej.

Trudno zgodzić się, aby kryterium oceny „wrogości” opierało się na celu przejęcia. Takie założenie ograniczałoby za bardzo istotę pojmowania „wrogiego przejęcia”. W zasadzie o fakcie „wrogiego przejęcia” można byłoby mówić wyłącznie w czasie przeszłym, znając skutki przejęcia. Nie są znane przypadki, aby podmiot mający zamiar wyeliminowania z rynku konkurencję przez przejęcie nad nią kontroli, ogłaszał ten zamiar już w trakcie operacji przejęcia. Z dużym prawdopodobieństwem można byłoby przyjąć, że tego typu operacje skazane byłyby na fiasko. Znacznie częściej motywami przejęcia jest chęć przejęcia i wykorzystania, w dobrym tego słowa znaczeniu, aktywów materialnych i niematerialnych spółki oraz korzystając z efektu synergii tworzenie mocniejszego, bardziej konkurencyjnego podmiotu. Podstawową niedogodnością takiego ujęcia „wrogiego przejęcia” jest pytanie, kto jest decydem określa celu przejęcia. Jeżeli z prawdopodobieństwem graniczącym z pewnością można stwierdzić, że spółka przejmująca nie będzie tak definiowała celu przejęcia, to czy stwierdzenie spółki przejmowanej, że celem przejęcia jest wyeliminowanie jej z rynku, będzie wystarczającą przesłanką do uznania takiego przejęcia za „wrogie”? Jeżeli tak, to w rezultacie uznalibyśmy, że „wrogie przejęcie” zachodzi wtedy, gdy w istocie za takie uzna je spółka prze-

⁶⁸ A. Szumański, *Regulacja prawna...*, op. cit., s. 5.

⁶⁹ W. Szpringer, *Koncepcja „przyjaznych” i „wrogich” fuzji kapitałowych w prawie spółek i prawie rynku kapitałowego*, PPH 1993, nr 7, s. 13-15.

⁷⁰ M. Klapczyńska, *Przejęcie spółek kapitałowych w prawie polskim*, PS 1999, nr 6, s. 12-17.

mowana, a więc byłoby to działanie albo wbrew interesom tej spółki, albo wbrew interesom jakiejś grupy akcjonariuszy, albo wręcz wbrew interesom organów spółki – a przed takim ujmowaniem A. Szumański jednak przestrzega. Autor podkreśla wręcz, że pojęcie „wrogie przejęcie” jest bardzo często nadużywane. Jako przykład nadużywania podaje przypadek, kiedy przejęcie pakietu kontrolnego przez spółkę przejmującą leży w interesie akcjonariuszy pozostających w spółce przejmowanej, gdyż spółka nie zamierza przejąć rynku spółki przejętej i następnie doprowadzić ją do upadłości, ale wręcz zamierza dekapitalizować ją i restrukturyzować⁷¹. Oznacza to wzrost wartości akcji spółki przejętej, co niewątpliwie leży w interesie dotychczasowych akcjonariuszy, ale i spółki jako takiej. W podtekście rozumieć należy, że organy spółki przejmowanej podejmują działania uniemożliwiające zdobycie kontroli nad spółką, ale w obawie o swoje własne interesy, a nie interesy spółki. A. Szumański uważa, że takie przejęcie jest „wrogim przejęciem”, jednak wyłącznie w odniesieniu do menedżerów spółki przejmowanej. Słusznie natomiast autor podkreśla, że w przypadku „wrogiego przejęcia” jednej spółki przez drugą podejmowane są odmienne czynności prawne niż przy przejęciu „przyjaznym”⁷². W przypadku „wrogich przejęć” zgłaszana jest oferta nabycia akcji najczęściej bezpośrednio akcjonariuszom z pominięciem organów spółki przejmowanej. Warty podkreślenia jest fakt, że mimo kontrowersyjnego charakteru „wrogich przejęć” nie są znane żadne badania empiryczne wskazujące na to, że ich podstawowym celem jest eliminacja przejmowanej spółki. Jak się wydaje, także w kontekście historycznym, trudno zaakceptować zaproponowane przez A. Szumańskiego pojmowanie „wrogich przejęć”. Procesy konsolidacyjne, jakie zachodziły już w latach 30. ubiegłego wieku i później, określane w literaturze przedmiotu jako „wrogie przejęcia (ang. *hostile takeover*, niem. *feindliche Übernahmen*) z reguły dotyczyły procesów działania wbrew stanowisku zarządu i głównych akcjonariuszy. W większości przypadków nie prowadziły one do likwidacji czy upadłości firmy, a raczej do ich restrukturyzacji. W najgorszym wypadku miały na celu spekulacyjne wzrosty kapitalizacji spółki przejmowanej (rządziej przejmującej), a tym samym również wzrosty cen akcji. Jeżeli występowały jakieś straty w aktywach spółki przejmowanej to związane były najczęściej ze strategiami obronnymi nieuzasadnionymi interesem spółki ani akcjonariuszy. W literaturze prawniczej

⁷¹ A. Szumański, [w:] S. Soltysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz do artykułów 495-663*, Warszawa 2004, s. 212.

⁷² Za „przyjazne” autor uważa tu procesy połączeniowe, o których mowa w art. 491 i n. KSH.

raczej pod pojęciem „wrogie przejęcie” rozumie się zatem przejęcie kontroli nad spółką wbrew woli organów spółki i/lub dominującej grupy akcjonariuszy. W pewnym sensie w takim ujęciu zawiera się interes spółki. Jednak wobec trudności w określeniu interesu spółki, w przypadku tzw. rozszczępienia z interesem akcjonariuszy i zarządu, najczęściej decydem w określaniu i definiowaniu interesu spółki będzie albo zarząd, albo walne zgromadzenie akcjonariuszy. Zazwyczaj zarząd sprzeciwia się przejęciu w obawie o utratę własnych przywilejów i stanowisk, ale może również pozytywnie opiniować proces przejęcia, mając zapewnione własne korzyści, mimo że interes spółki jest zagrożony. C. Podsiadlik „wrogie przejęcie” definiuje, jako przejęcie kontroli wbrew woli zarządu i akcjonariuszy odgrywających dotychczas wiodącą rolę w spółce, przy czym przejmujący zwracają się wprost do akcjonariuszy spółki przejmowanej, czyniąc to często bez uprzedzenia jej organów kierowniczych⁷³. Jest to zatem definicja zbliżona do zaproponowanej wcześniej przez A. Szumańskiego. Autor ten słusznie podkreśla jednak, że w istocie jednym z najważniejszych wyróżników „wrogiego przejęcia” jest fakt podjęcia przez spółkę-cel działań obronnych⁷⁴. Uwaga ta jest szczególnie istotna w kontekście zaproponowanej w dalszej części niniejszej pracy definicji „wrogiego przejęcia”. Znamienne jest natomiast, że autor przyjmuje stanowisko, iż „wrogie przejęcie” odbywa się wyłącznie w drodze tzw. wezwania, czyli jest instytucją prawa publicznego, i dotyczyć może wyłącznie spółek akcyjnych publicznych. „Wrogie przejęcie” utożsamiane jest zatem z instytucjonalnym nabywaniem przez rywalizujących akcjonariuszy znacznych pakietów akcji⁷⁵. Wydaje się jednak, że jest to celowy zabieg dokonany przez autora na potrzeby przygotowywanej monografii. Nie ulega bowiem wątpliwości, że możliwe są również „wrogie przejęcia” spółek niepublicznych, mimo że zazwyczaj to spółki publiczne stanowią bardziej atrakcyjny cel dla „wrogich przejęć”. Na podkreślenie zasługuje również fakt, iż C. Podsiadlik wyraźnie przestrzega przed utożsamianiem wrogich przejęć ze: „(...) zmaganiem akcjonariuszy o uzyskanie kontroli nad obсадą stanowisk w zarządzie i radzie nadzorczej (...)”, czyli tzw. *proxy contest* lub *proxy fight*⁷⁶. Zgodzić się należy oczywiście z powyższą uwagą z zastrzeżeniem, że wymienione instytucje walki o kontrolę nad spółką stanowić mogą swoistego rodzaju narzędzia w złożonych jednak procedurach, jakimi są „wrogie przejęcia”. C. Podsiadlik dokonuje również umownego podziału na przejęcia „przyjazne”

⁷³ C. Podsiadlik, *Wrogie... op. cit.*, s. 39. Autor podaje cytowaną definicję za A. Szumańskim, [w:] A. Szumański, *Regulacja prawna... op. cit.*, s. 5.

⁷⁴ *Ibidem*, s. 40.

⁷⁵ C. Podsiadlik, *Wrogie... op. cit.*, s. 37.

⁷⁶ *Ibidem*, s. 37.

i „wrogie”, ale jak sam słusznie zauważa, w praktyce takie jednoznaczne rozgraniczenie jest trudne do przeprowadzenia. Głównym powodem jest złożoność i specyfika tych procesów, a w zasadzie każdy proces jest wieloetapowy. Relacje między spółkami na każdym z tych etapów mogą ulegać zmianie od bardzo „wrogich” do bardzo „przyjaznych” i odwrotnie. Na potwierdzenie tej tezy można wskazać brytyjski „*The City Code on Takeovers and Mergers*”, w którym to dokumencie nie ma rozróżnienia na przejęcia „przyjazne” i „wrogie”, a zarządy podejmują często obronę spółki wyłącznie w celu osiągnięcia jak najlepszej ceny za spółkę. W tym miejscu zgodzić się należy z poglądem C. Podsiadlika, iż należy zakwestionować popularną definicję „wrogiego przejęcia”, zgodnie z którą przejęcie ma charakter „wrogi”, jeżeli oferta przejęcia została wstępnie odrzucona przez zarząd spółki podlegającej przejęciu⁷⁷. A. Szymańczyk „wrogie przejęcie” definiuje, jako: „(...) przejęcie kontroli nad spółką wbrew woli zarządu i akcjonariuszy odgrywających dotychczas wiodącą rolę w spółce (...)”⁷⁸. I znów nie wydaje się trafnym zabiegiem użycie spójnika „i” pomiędzy zarządem i akcjonariuszami odgrywającymi dotychczas wiodącą rolę w spółce. Do uznania za „wrogie przejęcie” nie jest konieczny jednoczesny brak zgody na nie i zarządu, i określonych akcjonariuszy. Słusznie natomiast A. Szymańczyk podkreśla, że „wrogie przejęcie” w wyniku porozumienia między stronami może przekształcić się w „przyjazne przejęcie”. Co prawda trudno początkowo „wrogą” ofertę uznać za „przyjazną” tylko dlatego, że strony uzgodniły satysfakcjonującą cenę przejęcia, gdyż taka sytuacja to tylko efekt kompromisu i negocjacji. Na tej podstawie jednak A. Szymańczyk stwierdza, że „wrogie przejęcie” należy raczej pojmować jako: „(...) przejęcie spółki-celu, w którym to spółka-cel podejmuje działania obronne celem zarzucenia przez przejmującego jego planów (...)”. Wydaje się, że takie definiowanie „wrogiego przejęcia” jest zbyt mało precyzyjne i obciążone zarówno błędem specyficzności, jak i błędem czułości definiowania. Trudno zgodzić się też z tezą, że: „(...) co do zasady wrogie przejęcie skierowane jest nie tyle w stosunku do spółki-celu, ale przeciwko jej aktualnemu zarządowi, któremu zarzuca się nieskuteczność (...)”. „Wrogie przejęcie” bowiem zawsze, co do zasady, ma na celu przejęcie kontroli nad spółką, bez względu na intencje i motywy, a zarząd co najwyżej jest oponentem i przeciwnikiem dążącym do uniemożliwienia realizacji tego celu. Autorka podaje również synonimy „wro-

⁷⁷ Takie ujęcie wrogiego przejęcia zaproponowane zostało przez T. Jenkinsona i C. Mayera [w:] T. Jenkinson, C. Mayer, *Wrogie przejęcia na rynku kapitałowym*, Warszawa 1998, s. 4.

⁷⁸ A. Szymańczyk, *Przyczyny przejęć kapitałowych i prawne sposoby ich zapobiegania*, Instytut Prawa Cywilnego Wydział Prawa i Administracji UW; www.e-finanse.com, s. 1-2.

giego przejęcia”, tj. „dzikie przejęcie” i „finansowe przejęcie”. Trudno znaleźć nawet językowe uzasadnienie pierwszego zaproponowanego synonimu, tym bardziej że „wrogie przejęcia”, jak wskazuje praktyka, poprzedzane są wielomiesięcznymi analizami i planami, więc określenie „dzikie” wydaje się jednak mało trafne. Drugi zaproponowany synonim służy raczej do rozróżniania „przejęcia” w znaczeniu koncentracji unifikacyjnych⁷⁹, od przejęcia pakietu kontrolnego spółki w koncentracjach konsolidacyjnych.

D. Wajda „wrogie przejęcie” definiuje jako nabycie akcji spółki przez nowego inwestora strategicznego wbrew woli zarządu oraz rady nadzorczej, wskazując jednocześnie na fakt podejmowania przez nich określonych działań prawnych i faktycznych, mających na celu utrudnienie lub udaremnienie przejęcia kontroli nad spółką⁸⁰. Definicja ta jest obciążona błędem czułości i specyficzności. Po pierwsze, ogranicza podmiot przejmujący do nowego inwestora strategicznego. Tymczasem, jak wskazuje praktyka, podmiotem przejmującym kontrolę nad spółką nie musi być inwestor strategiczny, a tym bardziej nie musi to być nowy inwestor strategiczny. Po drugie, użycie spójnika „oraz” wskazuje na przesłankę nieakceptowania przejęcia kontroli przez nowego inwestora strategicznego zarówno przez zarząd, jak i radę nadzorczą spółki. Taki wymóg, mimo że zasada neutralności określona w XIII Dyrektywie UE adresowana jest do zarządu i rady nadzorczej spółki, nie jest uzasadniony. Nie można wykluczyć braku porozumienia i zgody między tymi organami w kwestii warunków i zasad przejęcia kontroli nad spółką. Zgodnie z zaproponowaną definicją nie można byłoby też za „wrogie przejęcie” uznać przejęcia wbrew woli określonej grupy akcjonariuszy, mimo że podjęliby oni działania zmierzające do utrudnienia lub udaremnienia przejęcia. Ta sama uwaga dotyczy interesariuszy spółki.

K. Oplustil natomiast proponuje, w odniesieniu do spółki publicznej, przez „wrogie przejęcie” rozumieć wezwanie akcjonariuszy do sprzedaży lub zamiany akcji, którego celem jest przejęcie kontroli nad spółką wbrew woli aktualnych członków jej organów kierowniczych⁸¹. Autor, precyzując podaną przez siebie definicję, stwierdza dalej: „(...) podmiot przejmujący chce przejąć taką ilość akcji, która zapewni mu prawo głosu w rozmiarze umożliwiającym realizację strategii zarządzania spółką poprzez wywieranie decydującego wpływu na skład personalny organów: tj. nadzorczego i zarządzającego, a także na treść uchwał walnego zgromadzenia (...)”. K. Oplustil słusznie podkreśla, że wbrew swojej nazwie operacja ta

⁷⁹ To jest „łączenia przez przejęcie”, zgodnie z art. 492 KSH.

⁸⁰ D. Wajda, *Obowiązek lojalności w spółkach kapitałowych*, Warszawa 2009, s. 147.

⁸¹ K. Oplustil, *Obrona...*, (cz. I), *op. cit.*, s. 10-19.

nie musi być sprzeczna z interesem spółki, a motywem i impulsem może być niewłaściwe zarządzanie spółką przez jej dotychczasowych menedżerów. Jako przykłady takich niekorzystnych działań dotychczasowych menedżerów autor podaje: nadmierną tauryzację gotówki, nierespektowanie interesów inwestorów, tworzenie tzw. imperiów gospodarczych (ang. *empire building*) itp., co negatywnie oceniane jest przez rynek kapitałowy i znajduje odzwierciedlenie w niskim kursie akcji spółki przejmowanej⁸².

R. Sasiak definiuje „wrogie przejęcie” jako: „(...) przejęcie kontroli na skutek nabycia akcji wprost od jej akcjonariuszy bez wiedzy, a najczęściej wbrew woli organów przejmowanej spółki (...)”⁸³. Autor zauważa, iż podział przejęć na przejęcia „przyjazne,” i „wrogie” opiera się na kryteriach pozaprawnych, wskazując przede wszystkim na stopień współdziałania podmiotu nabywającego akcje z organami spółki podlegającej przejęciu. R. Sasiak trafnie zauważa, że o „wrogich przejęciach” można mówić zarówno w stosunku do spółek akcyjnych publicznych, jak i niepublicznych, aczkolwiek większą rolę w praktyce odgrywać będą przejęcia spółek publicznych⁸⁴. Warunkiem koniecznym podjęcia skutecznej próby „wrogiego przejęcia” jest bowiem, co do zasady, wysoka liczba wyemitowanych akcji i odpowiedni stopień ich rozproszenia. Zgodzić się należy z tezą autora, że „wrogie przejęcia” należy rozpatrywać przede wszystkim jako odmiany procesów koncentracji gospodarczej związanej z rynkiem kapitałowym, a ściślej z najważniejszym jego fragmentem, jakim jest publiczny rynek papierów wartościowych, a zwłaszcza rynek giełdowy⁸⁵. Na podkreślenie zasługuje jednak fakt, że R. Sasiak, podobnie jak A. Szumański, uznaje możliwość przyjęcia podziału przejęć na „wrogie” i „przyjazne” w zależności od motywów przeprowadzenia tych procesów. I tak, za „przyjazne” można uznać te przejęcia, które służą wzmocnieniu pozycji rynkowej obu uczestników procesu przejęcia, a za „wrogie” te, które dążą do wzmocnienia pozycji rynkowej podmiotu przejmującego kontrolę. Takie definiowanie „wrogich przejęć” nie może zyskać pełnej aprobaty przede wszystkim ze względu na trudne do zdefiniowania kryteria, ale również dlatego, że o „wrogim przejęciu” można mówić również, gdy przejmującym jest osoba fizyczna, którą trudno postrzegać w kategoriach „pozycji rynkowej”. W każdym razie autor podział na przejęcia

⁸² Celem przejęć są nie tylko spółki charakteryzujące się niedowartościowanymi akcjami.

⁸³ R. Sasiak, *Fuzje i przejęcia spółek publicznych*, Kraków 2000, s. 27.

⁸⁴ *Ibidem*, s. 28

⁸⁵ *Ibidem*.

„przyjazne” i „wrogie” opiera na różnym stopniu współdziałania podmiotu nabywającego akcje z organami spółki podlegającej przejęciu i jako „wrogie” uznaje te przejęcia, które odbywają się bez wiedzy, a najczęściej wbrew woli zarządu przejmowanej spółki poprzez nabywanie akcji wprost od jej akcjonariuszy.

Pewne zaskoczenie stanowi konotacyjnie negatywne określenie „wrogiego przejęcia” w opracowaniu Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Autorzy tego dokumentu w punkcie pt. Ograniczenia i koszty, czyli w części przedstawiającej pewne wady wprowadzania akcji do obrotu publicznego na rynku wtórnym, ostrzegają niejako potencjalnych emitentów przed możliwością „wrogiego przejęcia”. I tak, punkt 3.2.2. cytowanego dokumentu ma następujące brzmienie: „(...) Okolicznością, którą należy wziąć pod uwagę przy wprowadzeniu akcji do obrotu na publicznym rynku wtórnym jest możliwość wrogiego przejęcia spółki. Notowanie akcji w obrocie na rynku regulowanym oznacza, iż nie jest możliwe kontrolowanie na bieżąco struktury akcjonariatu. Wrogiego przejęcia dokonują z reguły konkurenci spółki, a ich głównym celem jest likwidacja spółki, przejęcie jej rynków zbytu, pozyskanie nowych unikalnych technologii. Niebezpieczeństwo można jednak istotnie ograniczyć, na przykład: wprowadzając do statutu odpowiednie zapisy chroniące dotychczasowych właścicieli, konstruując publiczną ofertę nabycia akcji w taki sposób, aby nie doprowadzić do nadmiernego rozwodnienia kapitału i zapewnić zachowanie kontroli nad spółką, pozyskując stabilnego i przyjaznego inwestora strategicznego (...)”. Sformułowanie punktu 3.2.2. wymaga krótkiego komentarza. Po pierwsze, „wrogie przejęcie” może nastąpić także w spółkach akcyjnych niepublicznych. Oczywiście upublicznienie zwiększa możliwości podmiotu, który zamierza przejąć kontrolę, ale pozwala jednocześnie, dzięki między innymi tej świadomości, na prewencyjne przygotowanie się do obrony. Pamiętać jedynie należy, że każde środki obrony, wprowadzone przed zagrożeniem, jak i po zagrożeniu, wpływają najczęściej na obniżenie atrakcyjności spółki w oczach inwestorów, a więc i kapitalizację spółki. Po drugie, dla akcjonariuszy możliwość przejęcia spółki, o czym wielokrotnie będzie jeszcze mowa, najczęściej działa mobilizująco na zarządy spółek. W literaturze jest określana, jako kontrola zewnętrzna spółki przez rynek kontroli spółki. W przypadku oferty przejęcia dotychczasowi akcjonariusze będą mieli okazję pozbycia się akcji spółki najczęściej z wysoką premią. Po trzecie, nie jest prawdziwa teza, jakoby „wrogich przejęć” dokonywali najczęściej konkurenci spółki w celu jej likwidacji, przejęcia rynku zbytu itp.⁸⁶ Po

⁸⁶ Uzasadnienia ekonomiczne i motywy wrogich przejęć przedstawione są w literaturze ekonomicznej i z zakresu zarządzania.

czwarte, zarówno ustawa o ofercie publicznej⁸⁷, jak i przepisy Kodeksu spółek handlowych dają określone i dość skuteczne sposoby monitorowania struktury akcjonariatu. Poza tym, zawsze możliwe jest powołanie stosownych komórek organizacyjnych, mających na celu utrzymywanie relacji z akcjonariuszami spółki, co pośrednio daje pewien wgląd w aktualną strukturę akcjonariatu. Po piąte wreszcie, w komentarzach i opiniach osób bezpośrednio zaangażowanych w rozwój rynku kapitałowego w Polsce, w kontekście konieczności implementacji XIII Dyrektywy UE, dominował pogląd o konieczności ograniczenia możliwości stosowania środków obronnych przez zarządy spółek. Zaproponowane natomiast w tym punkcie propozycje obrony przed „wrogim przejęciem” stawiają pod znakiem zapytania sens implementacji wspólnotowych regulacji, mających na celu zniesienie barier w przejęciach spółek.

Za zdecydowanie odosobnione należy natomiast uznać, określenie „wrogich przejęć”, jakie zaproponowała B. Klimczak w pracy pt. *„Etyczne otoczenie rynku kapitałowego”*. Autorka uważa, że przejęcia są określane jako „wrogie”, gdy: „(...) intencją osób je przeprowadzających jest zarobienie na szantażowaniu menedżerów danej spółki wykupieniem dużego pakietu akcji. Osoby to czyniące nie chcą przejąć firmy, lecz jedynie skłonić menedżerów do odkupienia nabytego pakietu po wyższej cenie (...)”⁸⁸. Wydaje się, że tak mało trafna definicja i świadcząca jednocześnie o niezrozumieniu istoty „wrogich przejęć” nie wymaga komentarza. Oczywiście kwestia etycznych aspektów procesów „wrogich przejęć” jest istotna, ale raczej nie dotyczy przeprowadzających taką operację tzw. „raiderów” (ang. *raiders*), którzy są po prostu graczami na rynku kapitałowym, ale raczej członków władz spółek. To oni, a w zasadzie ich postawy w procesach „wrogich przejęć” powinny być przedmiotem zainteresowania etyków. Przedstawiony przez autorkę proceder określany jest w literaturze i praktyce angielskojęzycznym wyrażeniem „*greenmail*”, i w istocie zaliczany jest do środków obrony spółki przed „wrogim przejęciem”. B. Klimczak postuluje też, aby prawo gwarantowało, że przejęcia odbywać się będą w dobrej wierze, co wydaje się być postulatem nierealnym, choć faktem jest, że po fali „wrogich przejęć” w latach 80., postulaty zmniejszenia natężenia spekulacyjności w transakcjach „wrogich przejęć” były uwzględniane przez ustawodawstwo USA.

W świetle przedstawionych powyżej propozycji definicji wyrażenia „wrogie przejęcie” należy stwierdzić, iż przedstawiciele doktryny w różny sposób okre-

⁸⁷ Art. 10 OfertaPublU.

⁸⁸ B. Klimczak, *Etyczne..., op. cit.*, s. 105. W istocie przedstawiony przez autorkę proceder to jedna z metod zaliczanych do obrony przed „wrogim przejęciem”, tzn. ang. *greenmail*.

ślają istotę tego zjawiska. W nauce prawa nie wypracowano w tym zakresie jednolitego stanowiska. Wspólną przesłanką uznania przejęcia za „wrogie” jest zazwyczaj brak akceptacji zarządu spółki, przy czym niektórzy przedstawiciele doktryny wskazują dodatkowo na fakt możliwości braku zgody ze strony rady nadzorczej lub dominującego akcjonariusza. Słusznie w kilku definicjach wskazuje się również na fakt, iż sam brak akceptacji nie uprawnia jeszcze do uznania przejęcia za „wrogie” – konieczne jest jeszcze podjęcie działań mających na celu utrudnienie lub udaremnienie zamiarów podmiotu przejmującego. Takie stanowisko przedstawicieli doktryny jest uzasadnione faktem, iż większość tych działań w istocie polega na wykorzystaniu określonych instytucji prawnych, które to instytucje stanowią przedmiot rozważań dogmatyczno-prawnych. Charakterystyczny jest również fakt, że w literaturze prawniczej dominuje negatywny kontekst pojęcia „wrogie przejęcie”. Wciąż niestety, jak się wydaje, aktualna jest opinia A. Szumańskiego, iż „wrogie przejęcie” jest niebezpieczeństwem i groźbą dla spółki, gdyż prowadzi do jej eliminacji z rynku⁸⁹. Zarówno negatywny kontekst językowy, jak i pogląd utrzymywany przez niektórych przedstawicieli doktryny, iż „wrogie przejęcia” prowadzą do wyeliminowania spółki z rynku, a nawet utraty jej bytu prawnego, są trudno wytłumaczalne i wskazują na nadmierne eksponowanie bardzo rzadkiego motywu „wrogich przejęć” przy jednoczesnym pomijaniu aspektów pozytywnych dla rynku kapitałowego i zasad funkcjonowania spółek akcyjnych.

6. Propozycja własnej definicji „wrogich przejęć”

Fakt, że „wrogie przejęcie” nie posiada legalnej definicji, ani nawet nie jest zwrotem ustawowym, wymaga przyjęć taką definicję, aby możliwa była analiza zasad wykonywania mandatu członka zarządu i rady nadzorczej w warunkach „wrogiego przejęcia” spółki akcyjnej. W przypadku tak niedookreślonych wyrażen istnieje jednak poważna obawa przed popełnieniem zasadniczych błędów logicznych w definiowaniu. Szczególnie istotny, z punktu widzenia poprawności logicznej, byłby tzw. błąd specyficzności – wtedy za „wrogie przejęcie” uznać można byłoby zbyt wiele, mniej czy bardziej „nieprzyjaznych”, przejęć na rynku kapitałowym. Wydaje się również, iż tzw. błąd czułości mógłby powodować niezakwalifikowanie wielu procesów konsolidacyjnych do „wrogich przejęć”, mimo że w istocie nimi

⁸⁹ Na przykład zdaniem A. Rachwała: „(...) klauzula chroni spółkę przed wrogim przejęciem (...)” oraz „(...) klauzula ogranicza możliwość wrogiego przejęcia danej spółki, co jest zabiegiem służącym do wyeliminowania konkurencji w branży, w której spółka prowadzi działalność gospodarczą (...)” [w:] K. Kohutek, A. Rachwał, M. Spyra, M. Wywiński, *Spółka akcyjna...*, *op. cit.*, odpowiednio s. 43, 48.

były, a w każdym razie miały taki charakter. Zagrożenia te wynikają jednak przede wszystkim z publicznoprawnych aspektów „wrogich przejęć”. Nie bez znaczenia są również aspekty prywatnoprawne, choćby ze względu na zagadnienia problematyki celów i interesów spółki, działania na szkodę spółki itp., a tym samym zabezpieczenia interesów akcjonariuszy i interesariuszy, co pośrednio również wpływa na ogólne postrzeganie i zaufanie do rynków kapitałowych Polski. Mniejsze znaczenie będą miały niewątpliwie błędy definiowania, polegające na definicjach *idem per idem* lub *ignotum per ignotum*.

Na konieczność ponownego podjęcia próby zdefiniowania zjawiska „wrogich przejęć” wskazała analiza przebiegu kilkunastu transakcji, a w szczególności prób przejęć: Bank PKO S.A. przez Bank Handlowy S.A., BOŚ S.A. przez Kredyt Bank S.A., BIG Bank S.A. przez Deutsche Bank, Polifarb Cieszyn-Wrocław S.A. przez Kalon S.A., Polfa Kutno S.A. przez Recordati, Media Styl S.A. przez BRE Bank S.A., Kruk S.A. przez Vistula S.A.⁹⁰ Na gruncie przedstawionych w literaturze przedmiotu propozycji definicji „wrogich przejęć” w zasadzie żadną z analizowanych transakcji nie można byłoby zakwalifikować jako próbę „wrogiego przejęcia”. Wydaje się więc, że istotą „wrogich przejęć” nie są wyłącznie kwestie proceduralne czy motywami jakimi kieruje się podmiot przejmujący.

Logika, jako nauka, rozróżnia wiele rodzajów definicji w zależności od rodzajów kryteriów⁹¹. Nie wdając się w szczegóły teorii logiki, wydaje się, że próby formułowania definicji, na potrzeby niniejszego opracowania należy pozostawić na poziomie podstawowego podziału logicznego, czyli podziału na definicje realne i nominalne. Zaproponowana zostanie zatem definicja nominalna, czyli podająca sposób rozumienia, w formie definicji równościowej. Wydaje się, że trafną definicję „wrogiego przejęcia” można sformułować, przyjmując za punkt wyjścia podstawowe, najbardziej ogólne stwierdzenie, że „wrogie przejęcie” to transakcja udziałowa, mająca pewne cechy konstytutywne (gatunek), odróżniające ją od innych transakcji udziałowych (rodzaj)⁹². Wykorzystany zostanie zatem podstawowy

⁹⁰ Por. M. Lewandowski, [w:] K.A. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór korporacyjny*, Warszawa 2005, s. 260.

⁹¹ Podstawowy podział rozróżnia definicje realne i nominalne. Ze względu na budowę, definicje dzielą się na równościowe (klasyczne i nieklasyczne) i nierównościowe (indukcyjne i aksjomatyczne), a ze względu na rolę, jaką mogą pełnić w języku, rozróżnia się definicje sprawozdawcze i projektujące, por.: J. Przybyłowski, *Logika z ogólną metodologią nauk*, Gdańsk 2003, s. 35-42.

⁹² Według tradycyjnej terminologii stosunek podporządkowania zakresów dwóch nazw ogólnych wyrażano w ten sposób, że zakres nazwy nadrzędnej nazywano rodzajem, a podrzędnej gatunkiem. Natomiast cechą lub zespół cech konstytutywnych wyróżniających gatunek z danego rodzaju nazywano różnicą gatunkową, tak: J. Przybyłowski, *Logi-*

model definicji nominalnej, klasycznej, iż A to jest B o cechach C⁹³. Przedstawiając cechy i dodając je kolejno do poprzednich, możliwe będzie sformułowanie propozycji definicji „wrogich przejęć” o charakterze definicji projektującej konstrukcyjnej. Zabieg taki można przeprowadzić w kilku etapach:

- etap I: transakcja udziałowa, mająca na celu przejęcie kontroli nad spółką akcyjną,
- etap II: transakcja udziałowa, mająca na celu przejęcie kontroli nad spółką akcyjną – wbrew woli choćby jednego z podmiotów zaangażowanych kapitałowo lub osobowo w działalność spółki,
- etap III: transakcja udziałowa, mająca na celu przejęcie kontroli nad spółką akcyjną wbrew woli choćby jednego z podmiotów zaangażowanych kapitałowo lub osobowo w działalność spółki – który to podmiot nie tylko ma możliwość podjęcia skutecznych środków prawnych lub faktycznych w celu uniemożliwienia przejęcia kontroli, ale także czynności takie podejmuje.

W wyniku takiego zabiegu uzyskuje się dość szeroką pod względem podmiotowym i przedmiotowym definicję w stylizacji semantycznej⁹⁴: wyrażenie „wrogie przejęcie” spółki akcyjnej oznacza transakcję udziałową, mającą na celu przejęcie kontroli nad spółką, wbrew woli choćby jednego z podmiotów zaangażowanych kapitałowo lub osobowo w działalność spółki (mającego interes w realizacji celów spółki), który to podmiot nie tylko ma możliwość podjęcia skutecznych czynności prawnych lub faktycznych w celu utrudnienia lub zapobieżenia przejęcia kontroli spółki, ale czynności takie faktycznie podejmuje. W stylizacji przedmiotowej brzmiałaby⁹⁵: wrogie przejęcie spółki akcyjnej jest to transakcja udziałowa, mająca na celu przejęcie kontroli nad spółką, wbrew woli choćby jednego z podmiotów zaangażowanych kapitałowo lub osobowo w działalność spółki (mającego interes w realizacji celów spółki), który to podmiot nie tylko ma możliwość podję-

ka..., *op. cit.*, s. 38. Definicja klasyczna, zwana także Arystotelesowską, w świetle dokonań nauki na polu metodologii nauk prawnych jest uznawana już niekiedy jako relik, tak: W. Patryas, *Definiowanie pojęć prawnych*, Poznań 1998. Wydaje się jednak, że na potrzeby niniejszej pracy i jako przyczynek do dyskusji nad istotą wrogich przejęć jest wystarczająca. Zastosowanie tego rodzaju definicji uzasadnione jest dodatkowo faktem, iż nie jest to definicja legalna i w istocie rzeczy nie definiuje żadnego pojęcia prawnego, a jedynie faktyczne zjawisko ekonomiczne w ujęciu prawnym.

⁹³ J. Przybyłowski, *Logika...*, *op. cit.*, s. 36.

⁹⁴ W stylizacji semantycznej jedynie *definiendum* występuje w metajęzyku, *definiens* natomiast ujęty jest w języku przedmiotowym. Łącznikiem definicyjnym jest zazwyczaj wyraz „oznacza” lub zwrot „nazywa się”.

⁹⁵ W stylizacji przedmiotowej zarówno *definiendum*, jak i *definiens* występuje w języku przedmiotowym, a łącznikiem definicyjnym jest zwrot „jest to”.

cia skutecznych czynności prawnych lub faktycznych w celu utrudnienia lub zapobieżenia przejęcia kontroli spółki, ale czynności takie faktycznie podejmuje.

On the issues concerning the definition of “hostile takeover” of a joint-stock company

S u m m a r y

A “hostile takeover” is an element of free market economy. Economic and legal literature as well as studies devoted to the ethics of business provide various comments on and definitions of “hostile takeovers”. The greatest problem is the very definition of the institution of “hostile takeover”. This article constitutes an attempt at sorting out terminology issues and presenting the author’s own definition of hostile takeover. The article’s main aim is to create the point of departure for further discussion in the doctrine on the need of legal regulations concerning “hostile takeovers”, especially in the context of implementing the XIII Directive of the European Parliament and the Council of Europe concerning offers of takeover (2004/25/WE). Defining the essence of a “hostile takeover” constitutes a key issue in defining the principle of performing the mandate of functionaries of a joint-stock company in the situation of a “hostile takeover” and defining the notion of “company’s interest”.

Zur Problematik der sog. „feindlichen Übernahme“ einer Aktiengesellschaft

Z u s a m m e n f a s s u n g

In der freien Marktwirtschaft stellen die „feindlichen Übernahmen“ der Aktiengesellschaften einen festen Bestandteil der ökonomischen Realität. In der ökonomischen und juristischen Literatur sowie in den Bearbeitungen zum Thema der Businessethik sind diverse Kommentare und Definitionen der „feindlichen Übernahme“ zu finden. Mit den meisten Problemen haben wir bei der Definierung dieser Institution zu tun. Dieser Artikel ist eine Probe, die terminologischen Fragen zu ordnen und eine eigene Bestimmung des Begriffs der feindlichen Übernahme einer Aktiengesellschaft zu präsentieren. Sein Hauptziel liegt darin, den Ausgangspunkt für die weitere Diskussion in der Lehre über die erforderliche rechtliche Regelung der

„feindlichen Übernahme“, insbesondere vor dem Hintergrund der Umsetzung der 13. Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Übernahmeangebote (2004/25/EG), zu schaffen. Das Wesen einer „feindlichen Übernahme“ zu bestimmen, gilt auch als Grundanliegen bei der Definierung der Grundsätze, nach denen das Mandat der Amtsträger einer Aktiengesellschaft unter den Umständen einer „feindlichen Übernahme“ ausgeübt wird und bei der Bestimmung des Begriffs der „Interessen der Gesellschaft“.