

MONIKA KLOCEK

GENEZA I STRATEGIE REALIZACJI WROGICH PRZEJĘĆ

1. WSTĘP

Procesy przejęć są jednymi z bardziej spektakularnych i budzących emocje wśród sposobów tworzenia grup przedsiębiorstw. Z jednej strony niosą one wielkie możliwości, z drugiej jednak mogą stwarzać zagrożenie. Kupno innej firmy to rozpowszechniony sposób podnoszenia obrotów, wchodzenia na nowe rynki lub zdobywania dodatkowych umiejętności. Niektóre przedsiębiorstwa weszły do światowej czołówki w swoich branżach przede wszystkim dzięki udanej strategii przejęć. Najwięcej kontrowersji wśród mechanizmów tworzenia grup przedsiębiorstw wzbudzają tzw. wrogie przejęcia. Nie ma jednak wątpliwości co do tego, iż są one nierozzerwalnie wpisane w charakter dzisiejszych gospodarek rynkowych.

Problematyka wrogich przejęć nie należy do najbardziej popularnych ani w praktyce procesów łączeniowych, ani tym bardziej w teoretycznych rozważaniach w kontekście prowadzonych badań naukowych. Pozostaje w cieniu innych mechanizmów tworzenia grup przedsiębiorstw, a zauważana często podlega redukcji lub nieprawidłowej interpretacji. Pomimo coraz większej ilości opracowań dotyczących problematyki połączeń przedsiębiorstw stosunkowo niewielką wagę przywiązuje się do zagadnienia wrogich przejęć. Szczególnie w Polsce brakuje publikacji przedstawiających w sposób usystematyzowany mechanizm wrogich przejęć. Są one traktowane pobocznie i odrobinę „po macoszemu”, co może wynikać z przekonania, iż na polskim rynku tego typu transakcje są mało prawdopodobne. Tymczasem przedsiębiorstwa działające

Mgr MONIKA KLOCEK – asystent Katedry Zarządzania Przedsiębiorstwem w Instytucie Ekonomii i Zarządzania na Wydziale Nauk Społecznych Katolickiego Uniwersytetu Lubelskiego Jana Pawła II; adres do korespondencji: Al. Raławickie 14, 20-950 Lublin.

na naszym rynku podlegają zasadniczo takim samym regułom „gry”, jak firmy działające w rozwiniętych gospodarkach rynkowych, z tego też powodu nie można wykluczyć pojawiania się tych procesów w polskich realiach.

I. DEFINICJA WROGIEGO PRZEJĘCIA

Przejęcia wrogie ze względu na swój charakter są zwykle definiowane w porównaniu do tzw. przejęć przyjaznych. Oba są dla siebie niejako antonimami, wyróżnionymi ze względu na pewne kryteria różnicujące, do których możemy zaliczyć¹: dywersyfikację stopnia współdziałania podmiotu nabywającego akcje z organami spółki podlegającej przejęciu, wyróżnienie podmiotu, od którego nabywane są akcje, a także motywy połączenia.

Pojęcie „wrogiego przejęcia” nie należy do języka prawnego, lecz stanowi kategorię z zakresu szeroko rozumianego businessu. Termin ten ukształtował się w Stanach Zjednoczonych². Przejęcie wrogie (ang. *hostile takeover*), zwane czasem przejęciem dzikim lub finansowym (ang. *financial takeover*), jest przeprowadzane wbrew woli zarządu spółki, przedsiębiorca wzywający zwraca się z ofertą przejęcia wprost do akcjonariuszy spółki przejmowanej, bez uprzedzenia jej organów kierowniczych³. W wypadku wrogiego przejęcia przedsiębiorstwo kupuje inne przedsiębiorstwo wbrew formalnie wyrażonej woli jego prawnych przedstawicieli, czyli zarządu lub dyrekcji naczelnej. Przejęcie klasyfikujemy więc jako wrogie, jeżeli kierownictwo firmy-celu sprzeciwiło się początkowej ofercie w konkursie przejęcia⁴. Nabywca zwraca się w takiej sytuacji bezpośrednio do akcjonariuszy kupowanej firmy. Według P. Buda-Pawlusa i Ł. Radkowskiego o wrogim przejęciu mówimy wtedy, gdy kontrola nad przedsiębiorstwem zmienia się przy sprzeciwie zarządu tej firmy lub jej rady nadzorczej⁵. W podobny sposób definiuje je Z. Rogowski, który mówi, że polega ono na nabyciu znacznego pakietu udziałów lub akcji wbrew

¹ R. Sasiak, *Fuzje i przejęcia spółek publicznych*, Kraków: Zakamycze 2000, s. 27.

² W. Olejnik, *Wrogie przejęcia spółek publicznych – strategie działań obronnych na gruncie prawa polskiego*, „Palestra” 2003, nr 9-10, s. 64-71.

³ C. Podsiadlik, *Wrogie przejęcie spółki*, Warszawa: LexisNexis 2003, s. 39-41.

⁴ Por. O. Kini, W. Kracaw, S. Mian, *The Nature of Discipline by Corporate Takeovers*, „The Journal of Finance” 59(2004), No. 4, s. 1511-1552.

⁵ www.ey.com/global/content.nsf/Poland/TAS_-Library_-_Tajniki_fuzji_i_przejec_-_Wrogie_przejecie (dostęp: 16.01.2008).

woli zarządu spółki i wiodących dotychczas udziałowców/akcjonariuszy⁶. I. Knurowska mówi o wrogim przejęciu, iż: „Oznacza ono nabycie tzw. pakietu kontrolnego od akcjonariuszy spółki przejmowanej przez spółkę przejmującą, nie dokonującą jakichkolwiek uzgodnień z organami spółki przejmowanej (zarządem, radą nadzorczą). Ten ostatni element różni „wrogie przejęcie” od tzw. przyjaznego przejęcia, które ma na celu dokapitalizowanie spółki przez inwestora zewnętrznego przejmującego kontrolę w tej spółce za przyzwoleniem jej organów”⁷. Przejęcie wrogie polega więc na tym, iż oferent zwraca się wprost do akcjonariuszy spółki podlegającej przejęciu, czyniąc to bez wiedzy (a nawet wbrew woli) jej organów. Oferent zmierza do uczestnictwa większościowego lub nabycia większości praw głosu z akcji⁸.

Wrogie przejęcie spółek jest *de facto* transakcją nabycia udziałów lub akcji i nie jest formą łączenia się majątków spółek. Dotyczy zasadniczo spółek publicznych i giełdowych, przy których duża liczba wyemitowanych akcji i ich rozproszenie umożliwia skuteczne przeprowadzenie procesu przejęcia⁹. Odbywa się wyłącznie w ramach obrotu wtórnego. Na płaszczyźnie prawa spółek „wrogie przejęcie” stanowi transakcje z zakresu obrotu akcjami (ang. *acquisition*), a więc transakcję udziałową, zaś „przyjazne przejęcie” oznacza łączenie się spółek (ang. *mergers*), a więc transakcję dotyczącą majątków tych spółek¹⁰. Cechą charakterystyczną wrogich przejęć jest z reguły dążenie do wzmocnienia pozycji rynkowej wyłącznie jednego (przejmującego) podmiotu poprzez kontrolę, a czasem nawet likwidację spółki przejmowanej¹¹. Dokonywane jest w celu osiągnięcia spekulacyjnych zysków z zamiarem restrukturyzacji w celu poprawy osiąganych wyników lub w celu sprzedaży firmy „na części”¹². W większości wrogich przejęć firma wysuwająca ofertę funkcjonuje w tym samym biznesie albo w biznesie blisko związanym z firmą-celem¹³. Aby oferta była skuteczna, musi zwykle zaproponować cenę przewyższającą

⁶ *O ile pozna się istotę tych transakcji*, www.pulsbiznesu.pl (dostęp: 16.01.2008).

⁷ *Ochrona przed wrogim przejęciem spółki akcyjnej*, Kraków: Ostoja 2000, s. 9.

⁸ W. Szpringer, *Koncepcja „przyjaznych” i „wrogich” fuzji kapitałowych w prawie spółek i prawie rynku kapitałowego*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1993, nr 7, s. 13-15.

⁹ M. Borkowski, *Łączenie się spółek akcyjnych*, Warszawa: C.H.Beck 2001, s. 4.

¹⁰ A. Szymańczyk, *Przyczyny przejęć kapitałowych i prawne sposoby ich zapobieganiu*, www.e-finance.com (dostęp: 28.12.2007).

¹¹ A. Witosz, *Łączenie się i podział spółek w kodeksie spółek handlowych*, Bydgoszcz–Katowice: Branta 2002, s. 16.

¹² C. Podsiadlik, *Wrogie przejęcie spółki*, Warszawa: LexisNexis 2003, s. 40.

¹³ Por. S. Bhagat, A. Shleifer, R. Vishny, *Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization*, „Brookings Papers on Economic Activity” 1990, s. 1-84.

bieżący kurs giełdowy¹⁴. Często jednak tego rodzaju transakcja połączenia przedsiębiorstw nie pociąga za sobą negatywnych następstw. Wynika to z tego, iż wrogie przejęcia są na ogół wrogie wyłącznie wobec członków zarządu i rady nadzorczej, którzy po finalizacji przejęcia mogą spodziewać się utraty zajmowanych przez nich stanowisk. Dla akcjonariuszy często stanowi okazję do szybkiego zysku (oferta może zostać przez nich odrzucona głównie ze względu na jej zbyt małą atrakcyjność finansową), dla pracowników przejmowanego przedsiębiorstwa nie przynosi ono z zasady gorszych skutków niż w wypadku przejęcia przyjaznego (chyba, że zostało przejęte w celu likwidacji)¹⁵.

W porównaniu do zaprezentowanej powyżej istoty wrogiego przejęcia przejęcie przyjazne możemy określić jako nabycie pakietu kontrolnego akcji, umożliwiającego sprawowanie kontroli nad spółką, poprzez objęcie akcji emitowanych w trybie podwyższonego kapitału akcyjnego, a więc dokonywane za zgodą lub też bez wyraźnego sprzeciwu organów (zarządu) spółki¹⁶. Plan połączenia lub przejęcia przedsiębiorstwa jest rozważany przez zarządy obydwu spółek, które w porozumieniu określają warunki transakcji i jeżeli dojdą do ugody, to wówczas propozycja przedkładana jest akcjonariuszom (udziałowcom) obydwu przedsiębiorstw do aprobaty¹⁷. W tym wypadku to organ spółki przejmowanej wzywa akcjonariuszy do zbycia akcji, a więc do wyjścia naprzeciw ofercie kupna¹⁸, a nie jak to było w wypadku przejęć o charakterze wrogim, kiedy to zarząd spółki przejmowanej zajmował stanowisko przeciwne wezwaniu, a nawet podejmował działania obronne w celu pokrzyżowania planów wzywającego¹⁹.

Możliwa jest sytuacja, w której pierwotne przejęcie wrogie zostanie w konsekwencji wezwania przekształcone w przyjazne, gdy kluczowi akcjonariusze uważają cenę za atrakcyjną i przekonują zarząd oraz radę nadzorczą do zaniechania oporu²⁰, a także akceptacji warunków oferty. Tym samym określenie „wrogie przejęcie” należy raczej pojmować jako przejęcie spółki-celu, w którym to spółka-cel podejmuje działania obronne celem zarzucenia przez przejmującego jego planów.

¹⁴ Olejnik, *Wrogie przejęcia*, s. 64-71.

¹⁵ *O wrogich przejęciach*, „Zarządzanie na Świecie” 2000, nr 3, s. 7-10.

¹⁶ R. Sasiak, *Fuzje i przejęcia spółek publicznych*, Kraków: Zakamycze 2000, s. 27.

¹⁷ *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, red. W. Frąckowiak, Warszawa: PWN 1998, s. 78.

¹⁸ W. Szpringer, *Koncepcja „przyjaznych” i „wrogich” fuzji kapitałowych w prawie spółek i prawie rynku kapitałowego*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1993, nr 7, s. 13-15.

¹⁹ Podsiadlik, *Wrogie przejęcie*, s. 40.

²⁰ *Rosnące zainteresowanie łączeniem firm*, „Zarządzanie na Świecie” 2006, nr 3, s. 14-18.

II. GENEZA WROGICH PRZEJĘĆ

Transakcje zmierzające do stwarzania podmiotów o silnej pozycji na poszczególnych rynkach, a mianowicie fuzje i przejęcia (inaczej M&A), mają swoją stosunkowo bogatą tradycję, wyrosłą w głównej mierze z rynku amerykańskiego²¹. Obecnie, ze względu na postępującą globalizację, procesy te znalazły swoje zastosowanie również na innych rynkach. Przejęcie kontroli nad spółką, nawet jeśli niechciane, będąc instrumentem tzw. procesu internalizacji rynku, stwarza możliwość szybkiej ekspansji przedsiębiorstwa.

Wrogie przejęcia wykształciły się w latach 50. XX w. w Wielkiej Brytanii, skąd zostały w późniejszym okresie przeszczepione do Stanów Zjednoczonych²². Na rynkach kapitałowych tych państw są one najlepiej rozwinięte i występują na największą skalę. Wynika to z długiej tradycji kapitałowej i ze stabilnego systemu funkcjonowania giełd papierów wartościowych. W latach 80. XX w. w Stanach Zjednoczonych mówiono o prawdziwym fenomenie wrogich przejęć, który był efektem zbiegu dwóch czynników: wykazującej małą aktywność w stosowaniu regulacji antymonopolowych i skłonnej do ograniczania kontroli państwowej nad rynkiem kapitałowym polityki ekonomicznej administracji Reagana oraz niedowartościowania akcji wielu spółek, co stworzyło atmosferę faworyzującą rozwój zewnętrzny. Zasadnicze znaczenie miał również rozwój bankowości oraz powstanie nowych instrumentów finansowych, takich jak tzw. obligacje śmieciowe, zwane oficjalnie obligacjami wysokiego ryzyka, które pojawiły się w 1983 r. i dzięki nim przejęcia stały się bardziej zyskowne (można było bowiem dużo ryzykować narażając się na stosunkowo niewielkie straty)²³. Jedną z głównych przyczyn późnego pojawienia się wrogich przejęć na rynkach światowych (po II wojnie światowej) w stosunku do przejęć przyjaznych (pierwszych dokonano już pod koniec XIX w.) był brak możliwości poznania prawdziwej sytuacji finansowej spółki będącej celem przejęcia. Przed II wojną światową zasady prowadzenia rachunkowości przedsiębiorstw powodowały, że jedynym wiarygodnym źródłem informacji o spółce przejmowanej był zarząd lub jej właściciel²⁴.

²¹ A. S z y m a ń c z y k, *Przyczyny przejęć kapitałowych i prawne sposoby ich zapobieganiu*, www.e-finance.com (dostęp: 28.12.2007).

²² P o d s i a d l i k, *Wrogie przejęcie*, s. 51-54.

²³ Tamże, s. 52.

²⁴ A. S o b o l, *Wrogie przejęcia w świetle postanowień XIII dyrektywy w sprawie publicznych ofert nabycia akcji*, „Monitor Prawniczy” 2005, nr 7, s. 336-342.

„Początkowo wrogie przejęcia uznawano za nieetyczne i nie dające powodu do chluby, toteż znaczenie tego typu operacji było marginalne i duże banki nie brały w nich udziału, a już na pewno nie po stronie atakującego. Jednakże wzrost konkurencji w ramach sektora bankowego, presja ze strony inwestorów oraz milcząca aprobata władz giełdowych zdecydowały o zmianie stanowiska banków, które coraz częściej i coraz chętniej uczestniczyły w organizowaniu i przeprowadzaniu wrogich przejęć²⁵. Było to przyczyną znacznego nasilenia się występowania transakcji tego typu, często określanego mianem *takeover-manii*.

W Europie wrogie przejęcia najczęściej spotykane były w Wielkiej Brytanii, gdzie rynek kapitałowy był zbliżony do rynku amerykańskiego. „W pozostałych krajach wrogie przejęcia nigdy nie przybrały rozmiarów amerykańskich, czy brytyjskich. We Francji największy wzrost wrogich przejęć wystąpił w II poł. lat 80. oraz w końcu lat 90. XX w., natomiast w innych krajach są one sporadyczne (np. Niemcy) lub wręcz niespotykane (np. Japonia lub Szwajcaria)²⁶. Wiąże się to z poziomem liberalizmu, jakim cechuje się dana gospodarka. Różnice w wielkości aktywności działań oraz strukturze poszczególnych rynków kontroli wnikają z wielu czynników. Najistotniejszymi z nich są prawdopodobnie różnice w motywacji podejmowania i prowadzenia działalności gospodarczej, a co za tym idzie hierarchia celów przedsiębiorstw²⁷. Dlatego wyróżnia się najczęściej dwa modele: anglosaski i niemiecko-japoński²⁸:

– W systemie anglosaskim bardzo często dochodzi do różnego rodzaju transakcji łączeniowych pomiędzy przedsiębiorstwami. Często są to przejęcia spółek o charakterze wrogim, dokonywane przy opozycji ze strony firmy przejmowanej. Przedsiębiorstwa traktowane są tu w sposób instrumentalny jako majątek, który można sprzedać, kupić lub podzielić. Dodatkowym ułatwieniem procesów przejęć w tych krajach jest fakt, że niemal wszystkie liczące się przedsiębiorstwa mają tam charakter publiczny. Taka sytuacja powoduje rozproszenie akcjonariatu, co ułatwia przejęcia i zapewnia szeroki dostęp do informacji.

²⁵ Podsiadlik, *Wrogie przejęcie*, s. 53.

²⁶ Tamże, s. 53-54.

²⁷ M. Lewandowski, B. Sikora, *Międzynarodowe fuzje i przejęcia*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 1999, nr 6, s. 42-46.

²⁸ Tamże.

– W Europie stosunkowo rzadziej, ze względu na uwarunkowania prawne i kulturowe, dochodzi do wrogich przejęć. Dominują tu przejęcia przyjazne, w których dużą rolę odgrywają banki, nierzadko będące akcjonariuszami łączących się spółek. Jest to po części związane z mniejszą płynnością rynku oraz mniejszym rozproszeniem akcjonariatu. Przejęcia są utrudnione również z tego powodu, iż w Europie, m.in. w Niemczech, podkreśla się rolę średniego biznesu, który jest uważany za kluczową tkankę gospodarki. Zaliczyć tu można firmy rodzinne, które są bardzo niechętnie nastawione do przejęć. Cena nie jest w tych warunkach jedynym kryterium, ponieważ do głosu dochodzą również racje emocjonalne.

– Zbliżona sytuacja zachodzi w Japonii, gdzie typowe przejęcia właściwie nie występują. Japończycy poprzez wymianę wzajemną pakietów akcji i długoletnie stosunki osobiste menedżerów wykluczyli praktycznie groźbę przejęć ich firm. Jeżeli natomiast dochodzi już do połączeń, to mają one najczęściej charakter przyjaznych fuzji dwóch podmiotów. Przejęcia natomiast są stosowane w inwestycjach zagranicznych jako sposób wchodzenia na nowe rynki lub w nowe obszary działalności. Takie przedsięwzięcia były szczególnie widoczne w latach 80., kiedy celem zakupów były przede wszystkim aktywa amerykańskie.

Po 2000 r. w Europie dochodzi nawet do większej ilości wrogich przejęć niż w Stanach Zjednoczonych. Dawniej takie operacje wzbudzały w Europie powszechna niechęć, a odpowiednie próby były rzadkością. W 2006 r. wiele przedsiębiorstw wystąpiło z ofertami kupna bez żadnego uprzedzenia. Zmieniły się również zwyczaje po stronie „zaatakowanych” przedsiębiorstw. Dawniej ich akcjonariusze czekali najpierw na rekomendacje rady nadzorczej i zarządu, teraz często gotowi są od razu do rozmów z „agresorem”²⁹.

III. PROCES ŁĄCZENIA PRZEDSIĘBIORSTW

Połączenia przedsiębiorstw są transakcjami niezwykle skomplikowanymi i złożonymi. Samo podjęcie przez przedsiębiorstwo decyzji o przejęciu innego podmiotu jest zaledwie początkiem często długiego i złożonego procesu. Warunkiem powodzenia jest więc właściwa organizacja oraz obranie odpowiedniej taktyki realizacji. Oczywiście, każde połączenie przedsiębiorstw powinno być analizowane oddzielnie ze względu na niepowtarzalność tych me-

²⁹ *Rosnące zainteresowanie łączeniem firm*, s. 14-18.

chanizmów. Nie istnieją bowiem ściśle wytyczne co do sposobu realizacji przejścia innej spółki, które zapewniałyby stuprocentową skuteczność. Pomimo to w większości procesów łączeniowych można zauważyć pewne elementy stałe, które są jedynie modyfikowane w zależności od konkretnego przypadku.

Proces połączenia przedsiębiorstw składa się zazwyczaj z kilku etapów, zwanych też fazami przejść. W literaturze można napotkać wiele różnych ujęć strukturalizacji tego procesu. Niektórzy autorzy dzielą proces łączenia na wiele szczegółowych etapów bądź też w ogóle nie grupują wymienianych przez siebie etapów w większą całość³⁰, zasadniczo jednak zgadzają się co do rozróżnienia na fazę przed połączeniem (zwaną też czasem przygotowawczą, przedakwizycyjną, projekcyjną lub preparacyjną), fazę połączenia (wdrożeńową lub też negocjacyjną) oraz fazę po połączeniu (integracyjną, poakwizycyjną lub realizacyjną).

Pierwsza z nich, czyli faza przed połączeniem, obejmuje określenie powodów połączenia, utworzenie zespołu odpowiedzialnego za przeprowadzenie przejścia, poszukiwanie potencjalnych partnerów „mariażu organizacyjnego”, wybór kandydata³¹, zaplanowanie procesu zarządzania całym przedsięwzięciem oraz zaplanowanie efektów w obszarze uczenia się³². Podczas tej fazy rozpatrywane są również możliwości finansowe firmy, które warunkują wy stosowanie oferty przejścia. Bardzo często przeprowadzana jest analiza *due diligence*, która jest przeprowadzanym z należytą starannością badaniem mającym na celu identyfikację ryzyka związanego z transakcjami kapitałowymi oraz identyfikację potencjalnych efektów synergicznych³³.

Faza połączenia polega na wyborze menedżera odpowiedzialnego za integrację, utworzenie zespołu do wprowadzania zmian, stworzenie nowej strategii i struktury, utrzymanie kluczowych pracowników, wdrażanie zmian, włączanie grup zawodowych i poszczególnych osób w proces zmian oraz

³⁰ H. Chwiścicka-Dudek, *Fuzje i przejścia – faza przygotowawcza*, „Przegląd Organizacji” 2003, nr 6, s. 27-29.

³¹ Profil spółki do przejścia zależy od strategii realizowanej przez przedsiębiorstwo i tak: strategia penetracji rynku wymaga przejścia firmy sprzedającej taki sam produkt, w strategii rozszerzania rynku spółka-cel ma spełniać rolę kanału dystrybucyjnego, w strategii rozszerzania asortymentu spółka będąca celem przejścia powinna sprzedawać dobra komplementarne, natomiast realizując strategię dywersyfikacji, spółka-cel powinna prowadzić zupełnie inny rodzaj działalności. Por. S. Sudarsanam, *Fuzje i przejścia*, Warszawa: WIG Press 1998, s. 36.

³² C. Zając, *Spoleczne i organizacyjne problemy przejść i fuzji przedsiębiorstw*, Wrocław: Wyd. Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego 2006, s. 56.

³³ E. Maćczyńska, *Due diligence w ocenie wartości przedsiębiorstw*, „Nasz Runek Kapitałowy” 1999, nr 12, s. 62-66.

kształtowanie nowych praktyk w zakresie zarządzania zasobami ludzkimi³⁴. To na tym etapie następuje wystosowanie oferty przejęcia oraz negocjacje mające na celu ustalenie warunków połączenia z innym przedsiębiorstwem. Dopiero po ustaleniu warunków łączące się podmioty wchodzi w decydującą fazę połączenia, która obejmuje wiele czynności formalnych, typu³⁵: złożenie do sądu podania o zmianę danych w rejestrze spółek, zgłoszenie ewentualnych zmian w rejestracji podatkowej i statystycznej, poinformowanie o przejęciu banków i pożyczkodawców.

W czasie fazy po połączeniu następuje integracja pracowników i menedżerów wokół zadań wynikających z wprowadzonych zmian, a także ocena strategii, struktury, kultury, wpływu przejęcia na interesariuszy przedsiębiorstwa³⁶. Obok wyceny ta faza traktowana jest jako jedna z najtrudniejszych w całym procesie, ponieważ dopiero po dokonaniu transakcji zaczynają być realizowane działania, od których zależy powodzenie transakcji i osiągnięcie efektów synergii³⁷. Dopiero tutaj są wprowadzane zmiany we wszystkich dziedzinach działalności funkcjonalnej oraz w strukturze organizacyjnej przedsiębiorstw, od których trafności zależy uniknięcie negatywnych skutków połączenia.

Do skutecznego przeprowadzenia transakcji przejęcia konieczne jest więc, aby wszystkie etapy przejęcia były postrzegane jako wzajemnie ze sobą powiązane elementy, z których żaden nie może zostać pominięty ani zbagatelizowany.

IV. PRZEJĘCIE PRZYJAZNE A PRZEJĘCIE WROGIE Z PUNKTU WIDZENIA STRATEGII REALIZACJI

„Strategia oferty przejęcia to plan nabycia innej firmy dla osiągnięcia określonych wcześniej celów strategicznych firmy dokonującej przejęcia”³⁸. Jak już wcześniej było wspomniane, przejęcie może mieć charakter przyjazny lub wrogi i w zależności od tego wiele elementów procesu przejęcia będzie się znacząco różnić.

³⁴ Zając, *Spoleczne i organizacyjne problemy*, s. 56-57.

³⁵ A. Herdan, L. Antolak, *Połączenia przedsiębiorstw teoria i praktyka*, Kraków: Instytut Ekonomii i Zarządzania UJ 2005, s. 55.

³⁶ Zając, *Spoleczne i organizacyjne problemy*, s. 57.

³⁷ Chwistek-Dudek, *Fuzje i przejęcia*, s. 27-29.

³⁸ Sudarsanam, *Fuzje i przejęcia*, s. 123.

W wypadku przyjaznego przejęcia przejmujący zyskuje poparcie kierownictwa przejmowanej spółki w postaci rekomendacji przyjęcia oferty przez akcjonariuszy, natomiast w wypadku przejęcia wrogiego nie ma takiej rekomendacji i obie firmy muszą ze sobą walczyć. Przejęcie przyjazne jest mniej kosztowne, ponieważ może być dokonane szybciej ze względu na to, iż spółka-cel dostrzega korzyści płynące z połączenia, przez co negocjacje przebiegają sprawniej i nie ma potrzeby podbijania oferowanej ceny przejęcia. Oprócz tego w wypadku przyjaznego przejęcia nie występuje konieczność angażowania środków finansowych do pokonywania technik obronnych, gdyż nie są one podejmowane przez przedsiębiorstwo zagrożone przejęciem. Poza tym przejęcia o przyjaznym charakterze są mniej ryzykowne ze względu na lepszy dostęp do informacji na temat przejmowanej spółki, a to powoduje, że jest ono również łatwiejsze do przeprowadzenia niż wrogie przejęcie. Przejęcie wrogie wymaga natomiast od oferenta znacznie większej zręczności taktycznej i wytrwałości, ponieważ proces ten będzie prawdopodobnie trwać dłużej. W wypadku wrogiego przejęcia oferent musi polegać na doradcach zewnętrznych w znacznie większym stopniu niż w wypadku przejęcia przyjaznego. W szczególności niezbędne są usługi banków inwestycyjnych, mających doświadczenie we wrogich przejęciach, prawników, specjalistów od *public relations* oraz maklerów, którzy mogą wpłynąć na odczucia rynku z korzyścią dla oferty³⁹. Wrogie przejęcia są bardziej problematyczne, ponieważ kupujący nie ma wglądu w wiele dokumentów firmy, która go interesuje, i musi zdecydować się na ryzykowną, niekiedy mocno wygórowaną ofertę⁴⁰.

Zasadnicze różnice występują także w samej realizacji procesu przejęcia. I tak proces przyjaznego przejęcia obejmuje⁴¹:

- przygotowanie programu nabycia;
- podpisanie wstępnych ustaleń i porozumień co do warunków finansowych oraz organizacyjnych nabycia praw własnościowych
- ogłoszenie zamiaru nabycia i wyjaśnienie jego powodów środowisku gospodarczemu, w tym również mniejszościowym akcjonariuszom obu przedsiębiorstw
- realizację połączenia lub przejęcia oraz podjęcie decyzji kadrowych o składzie nowego kierownictwa w zarządzie

³⁹ Tamże, s. 132-133.

⁴⁰ *Rosnące zainteresowanie łączeniem firm*, s. 14-18.

⁴¹ M. Lewandowski, *Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych*, Warszawa: WIG Press 2001, s. 73-74.

- opracowanie programu restrukturyzacji odpowiednio do zmienionych warunków funkcjonowania
- weryfikację pracowników wykonawczych z punktu widzenia ich przydatności do realizacji programu restrukturyzacji nabytej firmy
- opracowanie i wdrożenie długoterminowych programów wykorzystania efektu synergicznego, wynikającego z połączenia potencjałów ekonomicznych obu przedsiębiorstw
- ocenę efektów fuzji lub nabycia kontrolnego pakietu akcji lub udziałów.

Strategia realizacji przejścia wrogiego zawiera niektóre z tych elementów, jednakże ze względu na ukrywane (wrogie) zamiary bądź też sprzeciw i stosowane przez spółkę-cel środki obronne musi opierać się na specyficznych taktykach.

V. TAKTYKI WROGICH PRZEJĘĆ

Wrogość zwykle jest spostrzegana, kiedy ogłoszona oferta jest agresywnie odrzucona przez firmę-cel. W konsekwencji postrzeganie wrogości jest dołądnie łączone z negocjacjami przejścia, które są dalekie od zakończenia⁴². Nabranie takiego charakteru stało się niezbędne do sfinalizowania transakcji ze względu na coraz wyższe zabezpieczenia wnoszone przez potencjalne obiekty przejścia. Przed tym okresem stosunkowo proste taktyki były wystarczające do zmuszenia zaskoczone i oszołomione zwykle spółki-cele do uległości. W tym okresie przejścia dotarły na nowy poziom intensywności, potencjalne spółki-cele stały się bardziej ostrożne, a oferenci byli zmuszani do zwiększania wyrafinowania taktyk przejścia, by były one skuteczne⁴³.

W praktyce nieprzyjaznych prób nabycia kontroli wyróżnia się dwa typy strategii. Pierwszą możliwością jest sytuacja, gdy dwie firmy prowadzą rozmowy o fuzji, jednak nie udaje im się porozumieć co do konkretnych warunków. Jedna z firm może wtedy złożyć ofertę przejścia drugiej. Takie działanie spotyka się z oporem ze strony dotychczasowego zarządu spółki, na którą złożono ofertę przejścia, mimo iż potencjalne zasady połączenia dwóch spółek mogły zostać już ustalone. Drugą możliwością jest wystąpienie z ofertą prze-

⁴² Por. W. S c h w e r t, *Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder?*, "The Journal of Finance" 55(2000), No. 6, s. 2599-2640.

⁴³ Por. P. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, New York: Wiley 2002, s. 238.

jęcia innej spółki bez prowadzenia wcześniejszych rozmów lub negocjacji⁴⁴. Może to zostać dokonane na dwa sposoby. Pierwszy polega na stopniowym wykupie akcji (udziałów) kandydata. Gdy nabywca jest spółką publiczną, wykup ten może być nieujawniony do progu wyznaczonego w ustawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Udział w kapitale właścicielskim, który musi być ujawniony, wynosi najczęściej 5%. Ten warunek powoduje, że uzyskanie w ten sposób kontroli nad firmą jest utrudnione. Ominięciem tego ograniczenia może być, przynajmniej potencjalnie, powołanie syndykatu kilku firm, formalnie działających niezależnie, skupiających akcje (udziały) na własny rachunek. Drugim sposobem jest skierowanie oferty bezpośrednio do akcjonariuszy spółki-celu. Oferta (*tender offer* lub *takeover bid*) określa warunki nabycia akcji znajdujących się w rękach dotychczasowych akcjonariuszy przez spółkę nabywającą. W praktyce rynków kontroli spotykane są oferty jedno- i dwufazowe. W jednofazowej oferent podaje jedną cenę za nabycie dowolnej liczby akcji/udziałów. Natomiast w ofercie dwufazowej oferuje się wyższą cenę za 51% akcji, jednak ich nabycie musi nastąpić przed określonym z góry terminem, a zapłata realizowana jest w gotówce. Po upływie wyznaczonego terminu oferuje się nabycie akcji po niższej cenie, opłacanych gotówką, a nader często akcjami lub obligacjami firmy nabywającej. Zróżnicowanie warunków nabycia akcji i formy płatności w obu fazach ma wywołać szybką reakcję dotychczasowych akcjonariuszy. Umożliwia też przejęcie kontroli za relatywnie niższą cenę⁴⁵. Ta forma jest zwykle stosowana wówczas, gdy nabywca z góry odrzuca możliwość osiągnięcia porozumienia z zarządem firmy-celu na drodze przyjaznych negocjacji⁴⁶.

Literatura zagraniczna podaje bardziej szczegółowe taktyki ataku, stosowane w dziedzinie wrogich przejęć, do których można zaliczyć⁴⁷:

- ofertę przejęcia (*tender offer*)
- najazd o świcie (*dawn raid*)
- walkę pełnomocników (*proxy fight*)
- niedźwiedzi uścisk (*bear hug*).

⁴⁴ K n u r o w s k a, *Ochrona przed wrogim przejęciem spółki akcyjnej*, s. 28.

⁴⁵ L e w a n d o w s k i, *Fuzje i przejęcia*, s. 74-75.

⁴⁶ *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, s. 79.

⁴⁷ J. S t e i n b ä c h e r, *Defense strategies against hostile takeover*, München: GRIN Verlag 2007, s. 6.

Każda z nich ma swoje silne i słabe strony. W dodatku wszystkie mogą być stosowane w zmieniających się warunkach, zwiększając prawdopodobieństwo sukcesu⁴⁸.

Wśród głównych taktyk przejęć *bear hug* jest najmniej agresywną formą i zwykle następuje na początku wrogiego przejęcia. Kiedy cel przejęcia nie jest zbyt przeciwnie nastawiony do przejęcia, *bear hug* może być wystarczający. Jednakże w wypadku zdeterminowanych i mocno okopanych oferentów jest mało prawdopodobne aby *bear hug* był wystarczający do finalizacji przejęcia⁴⁹. Niedźwiedzi uścisk (*bear hug*) jest to taktyka przejęcia, w której inwestor nie składa formalnej oferty zakupu akcji spółki przejmowanej, ale kieruje list do jej zarządu⁵⁰, w którym deklaruje gotowość przejęcia kontroli, z żądaniem natychmiastowej decyzji⁵¹. Ta strategia jest stosowana, gdy niepewne jest to, czy zarząd spółki-celu będzie skłonny do sprzedaży⁵². Nabywca oferuje tu wyjątkowo dużą premię, przekraczającą wartość rynkową akcji, tak jakby w celu przyciśnięcia („przytulenia”) spółki-celu do akceptacji. Zapłata za akcje jest zbyt wysoka, by zarząd przedsiębiorstwa-celu mógł ją odrzucić (w sytuacji, gdy spółka-cel zgadza się na fuzję, ale żąda wyższej ceny, jest to nazywane – *teddy bear hug*)⁵³. Mógłby się wtedy narazić na utratę poparcia ze strony akcjonariuszy, dla których oferta ta jest bardzo atrakcyjna⁵⁴. *Bear hug* ta jest „nie do odrzucenia” nie tylko dlatego, że oferuje cenę znacząco ponad wartość rynkową akcji spółki-celu, ale prawdopodobnie także ze względu na płatność w gotówce⁵⁵.

Często stosowaną metodą w realizacji wrogich przejęć jest *tender offer*, czyli publiczne wezwanie zapraszające dotychczasowych akcjonariuszy do sprzedania akcji po atrakcyjnej cenie⁵⁶. Jest zwykle realizowane, gdy kupujący nabył wystarczającą ilość akcji na giełdzie i wtedy wystosowuje ofertę (ograniczoną w czasie) do pozostałych akcjonariuszy, by zyskać większość udzia-

⁴⁸ Por. G a u g h a n, *Mergers*, s. 238.

⁴⁹ Tamże, s. 238-239.

⁵⁰ K. L e g u t k o, *Słowniczek fuzji i przejęć*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2004, nr 3, s. 50-51.

⁵¹ Por. D. D e P a m p h i l i s, *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*, San Diego: Academic Press 2002, s. 114.

⁵² S t e i n b ä c h e r, *Defense strategies*, s. 7.

⁵³ <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Bear+Hug> (dostęp: 30.04.2008).

⁵⁴ Tamże; S t e i n b ä c h e r, *Defense strategies*, s. 7.

⁵⁵ <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Bear+Hug> (dostęp: 30.04.2008).

⁵⁶ A. H e l i n, K. Z o r d e, *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, Warszawa: Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce 1998, s. 91-92.

łów⁵⁷. Jest to więc połączenie dwóch warunków: oferent posiada udziały mniej niż 50% z docelowej firmy przed ofertą przetargową i jako skutek oferty przetargowej, oferent szuka powiększenia jego posiadanych udziałów celu o przynajmniej 15%⁵⁸. Zmodyfikowana wersja polega na ofercie nie dotyczącej wszystkich akcji, lecz ograniczonej tylko do pakietu kontrolnego (*partial tender offer*). Jest to metoda szczególnie nieprzyjemna dla akcjonariuszy mniejszościowych w sytuacji, gdzie dominujący akcjonariusz może użyć kontrolującego głosu w celu „wygłodzenia” akcjonariuszy mniejszościowych poprzez wstrzymanie dywidendy. Jeszcze inną metodą jest tzw. dwustopniowa oferta (*two-tiered tender offer*). Polega ona na zgłoszeniu propozycji wykupienia pakietu kontrolnego po zawyżonym kursie z jednoczesnym przedłożeniem planów o przyszłej fuzji i związanym z tym przymusowym wykupieniem pozostałych akcjonariuszy po dużo mniej korzystnym kursie⁵⁹. Zróżnicowanie warunków nabycia ma na celu przyspieszenie reakcji akcjonariuszy na publiczne wezwanie⁶⁰. Technika ta jest więc zaprojektowana do wywierania presji na akcjonariuszy, którzy są zaniepokojeni, że mogą zostać zaliczeni do drugiej fazy i dostać niższe wynagrodzenie, jeśli nie zaakceptują oferty wystarczająco wcześniej, by stać się częścią pierwszej fazy⁶¹. *Two-tier tender offer* może doprowadzić akcjonariusza do zmierzania się z „dylematem więźnia”⁶². Podobna w działaniu jest metoda podwójnej ceny *two price bid*, gdzie inwestor oferuje korzystną cenę pod warunkiem, że spółka przejmowana współpracuje przy przejściu akcji. W przeciwnym wypadku inwestor oferuje dużo niższą cenę. O ile w wypadku *two-tender offer* inwestor stosował presję na dotychczasowych akcjonariuszy, o tyle w wypadku *two price bid* presja jest skierowana na zarząd przejmowanego przedsiębiorstwa. Uznaną techniką przejścia jest również tzw. *sweeping the street*, gdzie inwestor najpierw stosuje publiczne zaproszenie do sprzedaży akcji, a następnie wycofuje się pod pretekstem, że nie wszystkie warunki oferty zostały spełnione. W krótkim czasie po wycofaniu publicznej oferty inwestor przedkłada nową ofertę, tym razem tylko do wybranych akcjonariuszy. Uzasadnieniem takiego postępowania jest

⁵⁷ Legutko, *Słowniczek*, s. 50-51.

⁵⁸ O. Kini, W. Kracaw, S. Mian, *The Nature of Discipline by Corporate Takeovers*, „The Journal of Finance” 59(2004), No. 4, s. 1511-1552.

⁵⁹ Helin, Zorde, *Fuzje*, s. 91-92.

⁶⁰ Legutko, *Słowniczek*, s. 50-51.

⁶¹ Por. Gaughan, *Merger*, s. 252.

⁶² Por. B. Lauterbach, I. Malitz, J. Vu, *Takeovers Threats, Antitakeover Amendments and Stock Price Reaction*, „Managerial and Decision Economics” 12(1991), No. 6, s. 499-510.

chęć uniknięcia przepisów dotyczących publicznych wezwań z jednej strony, a z drugiej – możliwość osiągnięcia kontroli bez skupowania małych pakietów akcji od tysięcy akcjonariuszy⁶³. *Tender offers* różnią się od fuzji, ponieważ w takich ofertach możliwe dla oferenta jest wyłączenie kierownictwa spółki-celu od negocjacji i umawianie się bezpośrednio z akcjonariuszami spółki-celu. Natomiast fuzja jest procesem negocjacji, w którym kierownictwa obu spółek są bezpośrednio zaangażowane⁶⁴. We wrogiej transakcji oferent staje wobec olbrzymich kosztów, podczas gdy urzędujące kierownictwo może użyć pieniędzy akcjonariusza, by utworzyć własną obronę⁶⁵.

W przeciwieństwie do poprzednio opisanej formy ataku, stosując „atak o świcie” (*dawn raid*), atakujący próbuje zgromadzić akcje „po cichu”. Jest to nabycie akcji spółki, która później ma stać się adresatem oferty, na długo przed publicznym ogłoszeniem takiego zamiaru⁶⁶. Atakujący chce zmienić kontrolę interesów na swoją korzyść poprzez nabycie dużej ilości pakietów akcji⁶⁷.

Technika *proxy contest* lub *consent solicitation* (rywalizacja przedstawicieli lub zgoda na nabywanie) jest próbą zdobycia przez przedstawicieli reprezentacji w zarządzie lub próbą zmiany przepisów wewnętrznych spółki (statutu)⁶⁸, w czasie głosowania na walnym zgromadzeniu. Współdziałanie przedstawicieli jest politycznym procesem, w którym urzędnicy o odpowiednich stanowiskach (członkowie zarządu) lub przeciwnicy zbierają głosy akcjonariuszy na różne sposoby, np.: wysyłanie poczty, ogłoszenia w gazetach lub telefoniczne prośby. W technice *proxy* oferent może usiłować używać przywilejów głosowych i zbierać poparcie od innych akcjonariuszy, aby usunąć członków zarządu lub kierownictwo⁶⁹. *Proxy contest* mogą przypominać kampanię wyborów politycznych, przeprowadzane są przez bankierów inwestycyjnych i pełnomocników nagabywanych firm, którzy zawierają umowę bezpośrednio z akcjonariuszami. Niektóre statuty firm i przepisy wewnętrzne zezwalają na zmiany wśród członków zarządu poprzez pisemną zgodę wybranych akcjonariuszy, w ten sposób omijając zgromadzenie akcjonariuszy.

⁶³ Helin, Zorde, *Fuzje*, s. 91-92.

⁶⁴ C. Lewis, *An Explanation for Recapitalization in Corporate Control Contest*, „Managerial and Decision Economics” 12(1991), No. 6, s. 489-498.

⁶⁵ M. Arzac, *Takeovers and Equity Derivatives*, „American Economist” 42(1998), No. 1, s. 101-107.

⁶⁶ Sudarsanam, *Fuzje i przejęcia*, s. 305.

⁶⁷ Steinbacher, *Defense strategie*, s.7.

⁶⁸ DePamphilis, *Mergers*, s. 114-115.

⁶⁹ Gaughan, *Mergers*, s. 265.

Często szybsze rozwiązanie oferty jest osiągnięte poprzez *consent solicitation* (zwrócenie się o zgodę) niż przez zgodę pełnomocników. Główna różnica pomiędzy *proxy contest* a *consent solicitation* leży w podstawie określającej zwycięską większość: dla *proxy contest* jest rozstrzygane w stosunku do ilości głosujących akcji na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, dla *consent solicitation* jest rozstrzygane w stosunku do wszystkich akcji. Wydanie niektórym akcjonariuszom akcji niemych może bardziej utrudnić najeźdźcy zwycięstwo poprzez *consent solicitation* niż przez *proxy contest*⁷⁰.

PODSUMOWANIE

Znaczenie instytucji wrogiego przejęcia czy też – ogólnie rzecz biorąc – koncentracji przedsiębiorstw może być różnie postrzegane. Z jednej strony są one utożsamiane z rozwojem gospodarczym, powstawaniem dużych, silnych podmiotów posiadających odpowiednie zasoby, aby sprostać konkurencji w skali światowej, z drugiej zaś – koncentracje przedsiębiorstw, w tym wrogie przejęcia, stanowią potencjalne zagrożenie efektywnej konkurencji na rynku. Wrogie przejęcia są niewątpliwie zjawiskiem kontrowersyjnym i niejednoznacznym, mającym tylu zwolenników co przeciwników. Pierwsi z nich argumentują, iż wrogie transakcje wykupu niosą wiele korzystnych zmian z punktu widzenia akcjonariuszy przejmowanej firmy, poprzez usprawnienie zarządzania oraz zwiększenie stopnia efektywności alokacji zasobów. Przeciwnicy wrogich przejęć widzą w nich natomiast zagrożenie dla gospodarki i twierdzą, że są one korzystne jedynie dla doradców i spekulantów uczestniczących w procesie przejęcia. Bez względu jednak na to, jakie emocje wzbudzają, są coraz częstszym zjawiskiem współczesnych gospodarek rynkowych. Z tego powodu poznanie istoty tego zjawiska oraz podstawowych metod dokonywania przejęć o charakterze wrogim staje się niezwykle istotne, ponieważ pozwoli je lepiej zrozumieć i należycie przygotować się do nich.

⁷⁰ R. Bruner, J. Perella, *Applied Mergers and Acquisitions*, New York: Wiley 2004, s. 832.

BIBLIOGRAFIA

- Arzac M.: Takeovers and Equity Derivatives, „American Economist” 42(1998), No. 1, s. 101-107.
- Bhagat S., Shleifer A., Vishny R.: Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization, „Brookings Papers on Economic Activity” 1990, s. 1-84.
- Borkowski M.: Łączenie się spółek akcyjnych, Warszawa: C.H.Beck 2001.
- Brunner R., Perella J.: Applied Mergers and Acquisitions, New York: Wiley 2004.
- Chwistecka-Dudek H.: Fuzje i przejęcia – faza przygotowawcza, „Przegląd Organizacji” 2003, nr 6, s. 27-29.
- DePamphilis D.: Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities, San Diego: Academic Press 2002.
- Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw, red. Frąckowiak, Warszawa: PWN 1998.
- Gaughan P.: Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, New York: Wiley 2002.
- Helin A., Zordeck K.: Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw, Warszawa: Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce 1998.
- Herdan A., Antolak L.: Połączenia przedsiębiorstw teoria i praktyka, Kraków: Instytut Ekonomii i Zarządzania UJ 2005.
- <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Bear+Hug> (dostęp: 30.04.2008).
- Kini O., Kracaw W., Mian S.: The Nature of Discipline by Corporate Takeovers, „The Journal of Finance” 59(2004), No. 4, s. 1511-1552.
- Knurowska I.: Ochrona przed wrogim przejęciem spółki akcyjnej, Kraków: Ostoja 2000.
- Lauterbach B., Malitz I., Vu J.: Takeovers Threats, Antitakeover Amendments and Stock Price Reaction, „Managerial and Decision Economics” 12(1991), No. 6, s. 499-510.
- Legutko K.: Słowniczek fuzji i przejęć, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2004, nr 3, s. 50-51.
- Lewandowski M.: Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych, Warszawa: WIG Press 2001.
- Lewandowski M., Sikora B.: Międzynarodowe fuzje i przejęcia, „Nasz Rynek Kapitałowy” 1999, nr 6, s. 42-46.
- Lewis C.: An Explanation for Recapitalization in Corporate Control Contest, „Managerial and Decision Economics” 12(1991), No. 6, s. 489-498.
- Mączyńska E.: Due diligence w ocenie wartości przedsiębiorstw, „Nasz Rynek Kapitałowy” 1999, nr 12, s. 62-66.
- O wrogich przejęciach, „Zarządzanie na Świecie” 2000, nr 3, s. 7-10.
- Olejnik W.: Wrogie przejęcia spółek publicznych – strategie działań obronnych na gruncie prawa polskiego, „Palestra” 2003, nr 9-10, s. 64-71.
- Podsiadlik C.: Wrogie przejęcie spółki, Warszawa: LexisNexis 2003.
- Rogowski Z.: O ile pozna się istotę tych transakcji, www.pulsbiznesu.pl (dostęp: 16.01.2008).
- Rosnące zainteresowanie łączeniem firm, „Zarządzanie na Świecie” 2006, nr 3, s. 14-18.
- Sasiak R.: Fuzje i przejęcia spółek publicznych, Kraków: Zakamycze 2000.
- Schwert W.: Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder?, „The Journal of Finance” 55(2000), No. 6, s. 2599-2640.
- Sobol A.: Wrogie przejęcia w świetle postanowień XIII dyrektywy w sprawie publicznych ofert nabycia akcji, „Monitor Prawniczy” 2005, nr 7, s. 336-342.
- Steinbacher J.: Defense strategies against hostile takeover, München: GRIN Verlag 2007.
- Sudarsanam S.: Fuzje i przejęcia, Warszawa: WIG Press 1998.
- Szpringer W.: Koncepcja „przyjaznych” i „wrogich” fuzji kapitałowych w prawie spółek i prawie rynku kapitałowego, „Przegląd Prawa Handlowego” 1993, nr 7, s. 13-15.

Szymańczyk A.: Przyczyny przejęć kapitałowych i prawne sposoby ich zapobieganiu, www.e-finance.com (dostęp: 28.12.2007).

Wiśniewski A.: Łączenie się i podział spółek w kodeksie spółek handlowych, Bydgoszcz-Katowice: Branta 2002.

www.ey.com/global/content.nsf/Poland/TAS_-Library_-Tajniki_fuzji_i_przejec__Wrogie_przejecie (dostęp: 16.01.2008).

Zając C.: Społeczne i organizacyjne problemy przejęć i fuzji przedsiębiorstw, Wrocław: Wyd. Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego 2006.

THE GENESIS AND STRATEGIES OF HOSTILE TAKEOVERS

Summary

In the article basic definitions are explained and presented, the analysis of the term “hostile takeover” was undertaken. There is shown the difference between friendly and hostile takeovers and the stages of an overtake, also the strategies of hostile takeovers are described. The origin of this process, the time in history when it was mostly common, and the countries in which the number of hostile takeovers is the highest / lowest are indicated. The hostile takeover is more and more common that is why the knowledge of this phenomenon is important for the right preparation to face this process.

Słowa kluczowe: przejęcie, wrogie przejęcie, przyjazne przejęcie, strategie wrogich przejęć.

Key words: takeover, hostile takeover, friendly takeover, strategies of hostile takeovers.