

mgr Anna Szymańczyk
Instytut Prawa Cywilnego
Wydział Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego

Przyczyny przejęć kapitałowych i prawne sposoby ich zapobieganiu

Uwagi ogólne

Dążeniem funkcjonujących na rynku kapitałowym podmiotów gospodarczych jest po pierwsze, zachowanie suwerenności względem innych uczestników tego rynku, po drugie zaś – rozwój poprzez zwiększanie rentowności i zyskowności. Jednocześnie rynek charakteryzuje się ograniczoną chłonnością nowych podmiotów, co sprzyja istnieniu konkurencji. To właśnie jej obecność w połączeniu z chęcią wzrostu zyskowności przedsięwzięć wpływa na rozwój instytucji przejęć i fuzji na rynku.

Przejęcie kontroli może być konsekwencją działań podejmowanych zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym. Działania na rynku pierwotnym zmierzające do takiego przejęcia polegają przede wszystkim na objęciu znaczącej liczby akcji nowej emisji przez konkretnego akcjonariusza przy jednoczesnym pozbawieniu pozostałych akcjonariuszy prawa poboru. Najczęściej jednak działania podmiotu przejmującego mają miejsce w ramach obrotu wtórnego i odbywają się poprzez nabywanie znacznych pakietów akcji spółek w drodze publicznego wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji.¹ Stąd też przedmiotem tego artykułu będzie właśnie przejęcie w wyniku operacji na rynku wtórnym.

Ukształtowanie się globalnego rynku kapitałowego wymusiło niejako ujednoczenie uregulowań prawnych m.in. w zakresie instytucji wezwania, którą można zdefiniować jako „operację, w ramach której podmiot zamierzający nabyć odpowiednio duży, zapewniający mu osiągnięcie lub przekroczenie określonego progu udziału w ogólnej liczbie głosów na walnym zgromadzeniu pakiet akcji² spółki publicznej, zwany dalej „wzywającym”, składa adresowaną do wszystkich pozostałych akcjonariuszy tejże spółki ofertę zakupu posiadanych przez nich akcji za gotówkę lub zamiany na inne papiery wartościowe, po określonej przez niego cenie”³.

Co do zasady można wyróżnić dwa rodzaje przejęcia kontroli nad spółką publiczną w drodze wezwania. Pierwszym z nich jest przejęcie przyjazne, drugim zaś – przejęcie wrogie. Wrogie przejęcie (inaczej dzikie lub finansowe), w przeciwieństwie do przejęcia przyjaznego, gdzie cała operacja ma miejsce w porozumieniu z kierownictwem przejmowanej spółki (tzw. spółki-celu), odbywa się wbrew woli zarządu i akcjonariuszy odgrywających dotychczas wiodącą rolę w spółce. We wrogim przejęciu wzywający zwraca się ze swoją ofertą nabycia określonej części istniejących akcji wprost do akcjonariuszy spółki przejmowanej, często bez uprzedniego powiadomienia o planowanej transakcji organów zarządzających spółką. Jednocześnie należy zwrócić uwagę na to, że możliwa jest sytuacja, w której pierwotne przejęcie wrogie zostanie w konsekwencji wezwania przekształcone w przyjazne, wskutek uzyskania akceptacji przez władze spółki. Tym samym, określenie **wrogie przejęcie** należy raczej pojmować jako **przejęcie spółki-celu, w którym to spółka-cel podejmuje działania**

¹ A. Szumański, *Regulacja prawna holdingu w polskim i europejskim prawie spółek (zagadnienia pojęciowe)*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1996, nr 8, s. 4-5.

² Jak zostało to wcześniej podkreślone, ustawodawstwa krajowe różnorodnie określają progi i wielkości „pakietów kontrolnych”.

³ C. Podsiadlik, *Wrogie przejęcia*, LexisNexis, Warszawa 2003, s. 23.

obronne celem zarzucenia przez przejmującego jego planów⁴. Istotne znaczenie dla przeprowadzenia linii demarkacyjnej pomiędzy wrogim przejęciem, a innymi rodzajami przejęć na rynku kapitałowym, mają również czynniki *stricte* ekonomiczne. Wydaje się, że co do zasady wrogie przejęcie skierowane jest nie tyle w stosunku do spółki-celu, ale przeciwko jej aktualnemu zarządowi, któremu zarzuca się nieskuteczność. Osiągnięcie celów czysto synergicznych jest typową przesłanką przejęć przyjaznych⁵. Wrogie przejęcia z kolei są podstawę znajdującą w dwóch głównych przesłankach, a mianowicie we wroście konkurencyjności oraz w potrzebach inwestycyjnych⁶.

Kluczowe powody wrogich przejęć

Transakcje zmierzające do stwarzania podmiotów o silnej pozycji na poszczególnym rynku, a mianowicie fuzje i przejęcia (inaczej M&A), mają swoją stosunkowo bogatą tradycję, wyrosłą w głównej mierze z rynku amerykańskiego. Obecnie, ze względu na postępującą globalizację, procesy te znalazły swoje zastosowanie również i na innych rynkach.

Przejęcie kontroli nad spółką, nawet jeśli niechciane, będąc instrumentem tzw. procesu internalizacji rynku, stwarza możliwość szybkiej ekspansji przedsiębiorstwa⁷. Przejęcie innego przedsiębiorstwa zamiast samodzielnego, wewnętrznego rozwoju podmiotu przejmującego wyzwala tzw. efekt skali poprzez synergii, obniża koszty stałe funkcjonowania obu podmiotów i efektywniejsze wykorzystanie zasobów. Jednocześnie należy pamiętać, że przesłanki te są charakterystyczne dla wszelkiego rodzaju połączeń, a więc ich istnienie warunkuje również próby fuzji i przejęć w przyjaznej formie, które co do zasady cechują się znacznie większym powodzeniem, niż wrogie przejęcia. Tym samym za główną przyczynę wrogich przejęć należy uznać, nie efekt synergii, a dążenie do zmiany obecnie istniejącego zarządu celem podwyższenia rentowności danego przedsiębiorstwa, racjonalizację zamierzeń inwestycyjnych, a tym samym do przeniesienia podmiotu do spółek cieszących się większą renomą na rynku kapitałowym.

Błędny jest jednakże wywód, którego konsekwencją byłby wniosek, że tylko spółki źle zarządzane są przedmiotem wrogich przejęć. W praktyce zdarza się wprost odwrotnie, a mianowicie ze względu na dużą dochodowość przedmiotem tego typu transakcji są spółki dobrze zarządzane, ale niedoszacowane⁸. Jednocześnie należy podkreślić, iż w przypadku, gdy spółka poprawnie się rozwija, realizując jednocześnie interesy swoich akcjonariuszy, żaden z tych ostatnich nie będzie skłonny do wyzbycia się swoich akcji. W takiej sytuacji przejęcie przez jednego lub grupę inwestorów stanie się automatycznie droższe, ponieważ obecni akcjonariusze nie będą tak chętnie wyzbywać się posiadanych walorów w takiej spółce.

Jak wskazują choćby przykładowo wymienione powyżej przyczyny oraz konsekwencje wrogich przejęć, trudno jednoznacznie określić celowość wrogich przejęć.

Wady i zalety wrogich przejęć

Podmioty podejmujące decyzję o realizacji transakcji wrogiego przejęcia muszą wykazywać wielką wiarę w sukces, godząc się na podjęcie ryzyka spowodowanego *inter alia* brakiem dostępu do wszelkich dokumentów spółki oraz brakiem możliwości przeprowadzenia rzetelnego *due diligence*.

⁴ Tak też w literaturze amerykańskiej, gdzie używa się dla określenia klasycznego wrogiego przejęcia pojęcia „*defended takeovers*”.

⁵ P.M. Healy, K.G. Palepu, R. S. Ruback, *Which takeovers are profitable? Strategic or financial?*, “Sloan Management Review” 1997, Summer, s. 45.

⁶ A. Helin, K. Zorde, *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998, s. 91.

⁷ K. Obłój, *Klub gigantów*, „Rzeczpospolita” z 13 maja 1998 r.

⁸ Teoria tzw. skradzionej spółki (*the stealing company theory*), zgodnie z którą atakujący przejmują spółkę po niższej cenie od jej prawdziwej wartości, a przez to „kradną” ją akcjonariuszom C. Podsiadlik, *op.cit.*, s. 45, [za:] M. Lipton, *Takeover bids in the target's boardroom; A response to professors Easterbrook and Fischel*, "55 New York Law Review 1980, s. 1231-1232.

W literaturze dość często oprócz przyczyn występowania wrogich przejęć porusza się kwestie barier ich przeprowadzania, które uniemożliwiają rozwój wrogich przejęć w gospodarce danego państwa czy też grupy państw. Wśród wspomnianych barier można wymienić strukturalne, techniczne oraz kulturowe⁹.

Do barier strukturalnych zaliczyć można rozmiar sektora giełdowego (tj. ilość i stopień kapitalizacji spółek w stosunku do całej gospodarki), strukturę własności spółek oraz rozproszenie akcjonariatu, występujące na rynku tendencje pozyskiwania kapitału, a także politykę państwa w zakresie procesów koncentracji kapitałowej.

Pod pojęciem barier technicznych rozumie się z kolei wprowadzone przez regulacje prawne oraz na mocy umów (statutów) specyficzne zasady alokacji władzy kontrolnej nad spółką. Tym samym wzmacnia się pozycję jednej grupy akcjonariuszy względem drugiej. Wspomniane bariery techniczne są najczęstszym elementem środków zabezpieczających i ochronnych przed przejęciem.

Kulturowe bariery zaś są wynikiem różnic w postrzeganiu roli procesów koncentracji kapitałowej oraz etyki takich transakcji. W krajach, gdzie występuje silne przywiązanie do własności rodzinnej, przejęcia, a tym bardziej te wrogie, cieszą się stosunkowo małą aprobatą. Przykładem takiego państwa są Niemcy czy Włochy. To właśnie jednemu z niemieckich przedstawicieli rynku finansowego, A. Herrhausenowi, przypisuje się stwierdzenie: „wrogie przejęcia są błędem amerykańskiego kapitalizmu”¹⁰.

Do niewątpliwych zalet prawidłowo przeprowadzonego wrogiego przejęcia jest jego stosunkowo niski koszt oraz szybkie otrzymanie efektu końcowego w postaci finalizacji transakcji. Wrogie przejęcie umożliwia bowiem pominięcie jednego ogniwa negocjacyjnego w postaci zarządu. Jedynym warunkiem korzystania z tych korzyści jest sprawne przeprowadzenie wrogiego przejęcia, uniemożliwiającego podjęcie przez spółkę-cel środków obronnych, a to możliwe jest tylko i wyłącznie poprzez odpowiednie, uprzednie „rozeznanie terenu” w postaci pozyskania najistotniejszych danych finansowych i prawnych o spółce-celu.

Jak wskazuje dość ogólna analiza rynku przejęć, ich jednoznaczna ocena nie jest możliwa. Ponadto, bez względu na sposób przeprowadzenie wrogiego przejęcia należy mieć na uwadze, iż nie są one przedsięwzięciami prostymi w wykonaniu. Jest to wynikiem zarówno wysokiego ryzyka takich operacji, jak i barier ustanawianych bądź to przez otaczające środowisko kapitałowe, bądź też przez samą spółkę będącą celem przejęcia.

Możliwe środki obrony-ekonomiczne i prawne (kluczowe różnice)

Bez względu na wszelkie „za” i „przeciw” przejęciom słuszna wydaje się teza, zgodnie z którą spółki, jako samodzielne byty prawne, dążą do utrzymania swojej niezależności względem innych podmiotów. Rezygnacja z zachowania własnej tożsamości w sensie ekonomicznym i prawnym jest dla każdej spółki niełatwym zadaniem, a częstokroć jest to kwestia „być albo nie być”. Stąd też każdy z takich podmiotów dąży do zachowania możliwości samodecydowania o swoim byciu prawnym i gospodarczym. Wynikiem takich dążeń bez wątpienia są próby ochrony takiej jednostki przed przejęciem, zwłaszcza tym wrogim (decyzja o przejęciu przyjaznym pozostaje, bądź co bądź, w mocy decyzyjnej samej spółki i jest przejawem jej samodzielności względem innych podmiotów).

Konsekwencją takiego stanu rzeczy są próby podejmowane przez spółkę, mające na celu ochronę przed wrogim przejęciem. W doktrynie podkreśla się różnorodność istniejących środków, których cele pokrótce można scharakteryzować jako maksymalne utrudnienie wzywającemu uzyskania takiej liczby głosów na walnym zgromadzeniu spółki, by było możliwe sprawowanie nad nią kontroli. Ewentualnie środki te mają na celu takie zwiększenie

⁹ C. Podsiadlik, *op.cit.*, s. 54.

¹⁰ D. Hahn, *Takeover rules in the European Community: an economic analysis of proposed takeover guidelines and already issued disclosure rules*, *International Review of Law and Economics*, 1990, vol. 10, s. 131.

kosztów przejęcia, aby potencjalny przejmujący uznał taką transakcję za nieopłacalną z punktu widzenia jego własnego interesu gospodarczego¹¹.

W praktyce wyróżnia się wiele różnorodnych podziałów stosowanych środków zapobiegawczych i ochronnych przed przejęciem. Przyjęta przez autorów systematyka będzie oparta przede wszystkim na ich charakterze.

I tak środki te będą dzielone na takie o charakterze prawnym oraz takie, które bazują na czysto ekonomicznych i pozainstytucjonalnych (pozaprawnych) metodach.

Mówiąc o prawnych sposobach zapobiegania wrogim przejęciom, należ mieć na myśli takie metody, które swoje bezpośrednie zastosowanie wywodzą z określonych uregulowań prawnych. Ich egzystencja zależy tylko i wyłącznie od przepisów prawnych, nie są zaś oparte na jakichkolwiek uwarunkowaniach ekonomicznych. Dostępność prawnych środków obronnych co do zasady zależy tylko i wyłącznie od samej spółki-celu, tj. tego, czy chce ona skorzystać z wszelkich możliwości, jakie daje jej ustawodawca w ramach bronięcia swojej niezależności.

Zgoła odmiennie kształtuje się sytuacja w przypadku metod opartych na bazie pozainstytucjonalnej, a więc *stricte* ekonomicznej. W takim przypadku możliwość ich zastosowania będzie zależeć każdorazowo od sytuacji ekonomicznej danego podmiotu, możliwości skorzystania przez dany podmiot ze swojego potencjału ekonomicznego oraz ogólnej sytuacji na rynku. Ekonomiczne metody obronne bazują tylko i wyłącznie na finansowej sile danej spółki, jednak nie tyle na wskaźnikach bezwzględnych, co względnych, mierzonych w porównaniu z innymi podmiotami na rynku fuzji i przejęć, w szczególności z potencjalnym atakującym.

Omówienie prawnych środków obrony Zabezpieczenie obecnych władz spółki

Zdobycie większości głosów na walnym zgromadzeniu spółki nie jest celem samym w sobie przejąć, a stanowi jedynie etap wstępny przed całkowitym objęciem kontroli nad danym podmiotem. Celem całej transakcji należy upatrywać w sprawowaniu kontroli nad głównymi decyzyjnymi organami spółki akcyjnej, a więc zarządem.

W tym kontekście, jeśli przesłanką wrogiego przejęcia jest zmiana zarządu, a wedle określonych regulacji usunięcie obecnych członków organów nie jest możliwe, całe przejęcie traci swój sens ekonomiczny. Może się również zdarzyć tak, iż usunięcie danego składu zarządu jest prawnie możliwe, ale ekonomicznie całkowicie nieuzasadnione, gdyż koszty takiej operacji są zbyt wysokie. Również i w tym przypadku przejmujący wielokrotnie zmienia swoją strategię i albo z większą determinacją dąży do przyjaznego przejęcia, albo całkowicie rezygnuje z przejęcia.

Przeszkody w przeprowadzeniu wymiany składu zarządu spółki akcyjnej lub jego „opanowania” mogą przybrać dwojaką postać. Po pierwsze, możliwe jest ograniczenie dopuszczalności odwołania dotychczasowych członków. Drugą możliwością jest wprowadzenie restrykcji co do powołania nowych członków, co ma z kolei uniemożliwić majoryzację organu przez przedstawicieli jednego akcjonariusza.

Polski system odwołalności członków zarządu wprowadza ogólną zasadę odwołalności członków zarządu, przy jednoczesnym zezwoleniu na odmienne regulacje w tym zakresie, znacznie zaostrzające przesłanki odwołania. Jednocześnie jednak, zgodnie z art. 370., §1. k.s.h., nie można całkowicie wyłączyć odwołalności członków, co najwyżej można ją ograniczyć, wprowadzając np. klauzulę generalną, a mianowicie „ważne powody” dla takiego odwołania¹².

¹¹ C. Podsiadlik, *op.cit.*, s. 59.

¹² Jednocześnie dopuszczalne jest powołanie innych przyczyn, bardziej precyzyjnych, przy określaniu przesłanek odwołania członka zarządu. Wśród takich przesłanek można wymienić utratę szczególnych uprawnień czy też wykazanie straty w bilansie spółki.

Nie jest jednak ważne, jak zostaną określone przesłanki uzasadniające odwołanie członka zarządu. Nadrzędne znaczenie w tym kontekście ma zawsze interes spółki¹³.

Odmiennym rodzajem ograniczeń, który zawsze może zostać wprowadzony, jest użycie określonej większości głosów przy podejmowaniu tego typu uchwał.

Obok istnienia umownych postanowień, mających swe ścisłe oparcie w ustawie, a mianowicie statutów, istnieje odrębna grupa umów, które stanowią typowe, wewnętrzne porozumienia akcjonariuszy, regulujące tylko wybrane zagadnienia. W takich umowach można w sposób bardzo precyzyjny uregulować zasady odwoływania i powoływania członków organów spółki oraz co więcej – konsekwencje nieprzestrzegania zawartych postanowień. Umowy te oparte są na zasadzie swobody umów wyrażonej w art. 353 (1) k.c., a tym samym – konieczne jest respektowanie granic tej swobody. I tak postanowienia umowy pomiędzy akcjonariuszami nie mogą stać w sprzeczności w bezwzględnie istniejącymi przepisami prawa, zasadami współżycia społecznego, jak również muszą odpowiadać naturze stosunku korporacyjnego spółki¹⁴. Jednocześnie nienależyte wykonywanie zobowiązań z nich wynikających skutkuje jedynie powstaniem odpowiedzialności odszkodowawczej, nie ma zaś znaczenia dla ważności dokonanych czynności z naruszeniem umowy. W przypadku spółek publicznych zawarcie takiego porozumienia akcjonariuszy rodzi dodatkowe konsekwencje¹⁵.

Oddziaływanie na skład zarządu może ponadto zostać ograniczone poprzez utrudnienie wyboru osób wskazanych (zaproporzonych) przez akcjonariusza większościowego do składu organów. Mogą być podejmowane środki, które generalnie utrudniają powoływanie nowych członków zarządu, bez względu na opcję, którą reprezentują. Możliwe jest to m.in. poprzez statutowe wprowadzenie stosunkowo wysokiej większości koniecznej dla wybrania nowych członków zarządu czy też zastosowanie zapisu statutowego, według którego osoba obejmująca taką funkcję musi odznaczać się określonym doświadczeniem zawodowym czy też umiejętnościami. Mniej obiektywny charakter mają z kolei regulacje, zgodnie z którymi przyznaje się kompetencje do powoływania członków zarządu podmiotom niezależnym od akcjonariusza większościowego¹⁶.

Dla przedstawienia pełnego obrazu nie można pominąć typowo ekonomicznych aspektów ochrony dotychczasowego zarządu. I tak, częstokroć osoby sprawujące funkcje zarządzające mają zastrzeżone w swoich umowach, że rozwiązanie takiej umowy skutkuje obowiązkiem wypłaty określonego wynagrodzenia, tytułem swojego rodzaju rekompensaty. Odprawa taka nazywana jest popularnie „złotym spadochronem” (*golden parachute*), jako że kwota takiego „odszkodowania” jest na tyle wysoka, że pozwala na miękkie „lądowanie” byłego członka zarządu. Tego rodzaju rozwiązania bez wątpienia zwiększają koszty przejęcia (szczególnie, jeśli atakujący chce przejąć kontrolę nad spółką w szerokim tego słowa znaczeniu, a nie ograniczyć się do posiadania większości głosów na walnym zgromadzeniu i podejmowaniu jedynie tam swoich aktywnych działań) i potencjalnie stanowią środek odstrasający od takiego przedsięwzięcia¹⁷. Jednocześnie należy mieć na uwadze negatywne konsekwencje takiego zapisu, gdyż zapobiega on praktycznie odwoływaniu członków zarządu również w spółkach niezagrożonych przejęciem, w których jednak zarząd nieudolnie wywiązuje się ze swoich obowiązków.

¹³ A. Szajkowski, [w:] A. Sołtyński, J. Szajkowski, Szajwa, *Kodeks handlowy. Komentarz*, t. I, s. 1138, C.H. Beck, Warszawa 1998

¹⁴ Art. 353 (1), §2. operuje pojęciem natury stosunku prawnego, co jednak w kontekście prawa spółek należy rozumieć jako naturę stosunku korporacyjnego.

¹⁵ Na mocy art. 158a Ustawy o publicznym obrocie na wszystkich podmiotach, które łączy pisemne lub ustne porozumienie dotyczące zgodnego głosowania na walnym zgromadzeniu spółki publicznej, dotyczącego istotnych spraw spółki, ciąży obowiązek określone w rozdziale 9, dotyczącym tzw. znacznych pakietów akcji. I tak, jeśli porozumienia takie obejmuje akcjonariuszy posiadających co najmniej 50 % głosów, na walnym zgromadzeniu konieczne będzie ogłoszenie wezwania obligatoryjnego

¹⁶ Por. zapis art. 354., §1. k.s.h.

¹⁷ Dopuszczalność „złotych spadochronów”, jako środka zabezpieczającego, jest powszechnie akceptowalne, przy jednoczesnych licznych kontrowersjach w zakresie stosowania go jako środka obronnego. Por. *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, red. W. Frąckowiak, PWE, Warszawa 1998, s. 83.

Zatrute pigułki (poison pills)

Ogólnie „zatrutą pigułkę” można określić jako jakiegokolwiek rodzaju zobowiązanie, które staje się wymagalne w chwili zajścia określonego zdarzenia, np. gdy pakiet większościowy akcji zmieni właściciela¹⁸. Cechą charakterystyczną tego instrumentu jest możliwość jego zastosowania, a dokładniej uaktywnienia, jedynie po przejęciu zakończonym sukcesem. Do tego momentu prawa, mające swą podstawę w „zatrutych pigułkach”, są niejako uspięne i nie kreują jakichkolwiek konsekwencji prawnych. Tym samym środki te należą do kategorii *stricte* obronnych, tj. takich, których byt ekonomiczny i prawny ma swoją wartość dopiero o przejęciu.

Do najbardziej rozpowszechnionych typów *poison pills* zalicza się tzw. *flipovers* oraz *ownership flip-ins*. Konstrukcja pierwszej z „pigułek” opiera się na instytucji opcji kupna za znacznym dyskontem akcji w nowopowstałej w wyniku udanego wrogiego przejęcia firmie. Zbliżonym rozwiązaniem jest sytuacja, gdy przy konsumpcji przywileju przez osoby do tego uprawnione korzystają oni z opcji zamiany posiadanych przez siebie akcji uprzywilejowanych na akcje zwykłe, jednak po super atrakcyjnej cenie¹⁹. Natomiast konstrukcja *ownership flip-ins* uprawnia akcjonariuszy firmy będącej celem przejęcia do nabywania dodatkowych akcji po cenie uwzględniającej dyskonto, gdy podmiot atakujący zgromadzi liczbę akcji większą od określonego progu²⁰. Obie z tych operacji mają na celu rozmycie zakładowego spółki-celu poprzez zwiększenie ilości akcji znajdujących się w obiegu.

W warunkach polskich operacje typu *poison pills* zaliczane są do działań na wielkość kapitału akcyjnego i podlegają przepisom dotyczącym zwiększaniu kapitału akcyjnego.

W przypadku wykreowanie nowych akcji w celu zastosowania klasycznych „zatrutych pigułek” konieczne jest podwyższenie kapitału zakładowego. Podwyższenie takie możliwe jest poprzez emisję nowych akcji i objęcie ich za wniesione wkłady bądź też wykorzystanie środków spółki²¹.

W pierwszym przypadku nowi akcjonariusze zobowiązani są do wniesienia odpowiednich wkładów. Wpłaty te (mogą one mieć formę pieniężną i rzeczową) zasilają wówczas kapitał akcyjny, zwiększając zarówno jej kapitał akcyjny w znaczeniu bilansowym, jak również powodują realny napływ wartości majątkowych do spółki, zwiększając wartość spółki oraz jej rozmiary kapitałowe. Jednocześnie jednak akcjonariusze czy też inne osoby będące beneficjentami prawa do ich objęcia muszą liczyć się z dodatkowymi kosztami na wykup nowej emisji akcji.

Inny charakter ma podwyższenie kapitału akcyjnego ze środków własnych spółki. Polega ono na pokryciu wkładów na akcje środkami z kapitału zapasowego lub z innych kapitałów rezerwowych spółki, utworzonych z zysku, o ile mogą one być, zgodnie z treścią przepisu art. 442., §1. k.s.h., na ten cel wykorzystane. Ze względu na fakt znacznej doniosłości prawnej takiej operacji wyłączne kompetencje do podjęcia decyzji dotyczącej tego zagadnienia przyszanje się walnemu zgromadzeniu. Dodatkowo jest ono uzależnione od spełnienia się określonych przesłanek wskazanych w art. 442., §2. k.s.h.

Jednocześnie jednak polskie prawo handlowe przewiduje, choć w ograniczonym zakresie, możliwość uproszczenia procedury podwyższania kapitału, szczególnie w zakresie podmiotu kompetentnego do dokonania takiej operacji – statut może upoważniać zarząd na okres nie dłuższy niż trzy lata do podwyższania kapitału zakładowego o określoną wielkość („kapitał docelowy”). Tym samym podwyższenie takie może być dokonane *ad hoc* w przypadku zaistnienia realnego zagrożenia przejęciem. Przyznanie takiego uprawnienia zarządowi stanowi wyraz szczególnego zaufania akcjonariuszy względem niego oraz aprobaty dla prowadzonej przez niego polityki. Jednocześnie jednak niemożliwe jest wydawanie akcji

¹⁸ A. Helin, K. Zorde, *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998, s. 95.

¹⁹ Konstrukcja ta zbliżona jest do „złotych spadochronów” ze względu na fakt, iż jej główną konsekwencją jest podwyższenie kosztów transakcji, a jednocześnie w przeciwieństwie do tradycyjnej *poison pills* nie oddziałuje w sensie prawnym na wielkość kapitału akcyjnego.

²⁰ W USA jest to zazwyczaj około 30 %. T. Jenkinson, C. Mayer, *Wrogie przejęcia na rynku kapitałowym. Obrona, atak i rynek kontroli nad przedsiębiorstwem*, Wydawnictwo K.E. Liber, Warszawa 1998, s. 27.

²¹ Pojawiają się również określenia „podwyższenie kapitału metodą kapitalizacji rezerw” lub „papierowe podwyższenie”.

uprzywilejowanych oraz przyznawania przez zarząd osobistych uprawnień akcjonariuszom (art. 444., §6. k.s.h.), co osłabia ich zastosowanie w przypadku wrogich przejęć. Dodatkowo podwyższenie takie nie może być przeprowadzone ze środków własnych spółki, tak więc w przypadku skorzystania z tej procedury konieczne będzie poniesienie dodatkowych kosztów ze źródeł zewnętrznych.

Nie bez znaczenia pozostaje warunkowe podwyższenie kapitału. Konstrukcja ta jest o tyle korzystna dla firm, że daje zawieszoną w czasie możliwość poszukiwania alternatywnych metod finansowania, np. finansowania się długiem z możliwością ewentualnej konwersji w okresie późniejszym. Przykładami instrumentów finansowych, które umożliwiają taka operacje, są obligacje zamienne czy też obligacje z prawem pierwszeństwa²². Wykorzystanie tego typu instrumentów w polityce finansowej firmy może w znacznym stopniu przyczynić się do odstraszenia potencjalnych, atakujących od wrogiego przejęcia. Dzieje się tak, gdyż w razie zagrożenia następuje wykorzystanie praw wynikających z papierów dłużnych i ich konwersja na papiery udziałowe, co powoduje gwałtowne podwyższenie kapitału zakładowego. Strategia ta ma jednak sens tylko i wyłącznie w przypadku, gdy właścicielami takich papierów dłużnych czy też prawa pierwszeństwa są podmioty „przyjazne” spółce, które nie będą wykorzystywały swej pozycji przeciwko niej²³.

Swoistego rodzaju „pigułką” w wykonaniu polskim mogłoby być zastosowanie „retroaktywnego” prawa poboru w przypadku zwykłego podwyższenia kapitału. Regulacja poświęcona temu zagadnieniu, a w szczególności art. 432., §2., zd. 2. k.s.h., nie wyklucza bowiem możliwości ustalenia dnia poboru²⁴ na dzień poprzedzający dzień podjęcia uchwały o podwyższeniu kapitału zakładowego. Skuteczność tego rozwiązania wymaga jednakowoż spełnienie się dodatkowo jednego warunku w postaci niez uzyskania przez atakującego większości pozwalającej na zablokowanie podjęcia uchwały w takim kształcie.

Umorzenie akcji

Warunkiem *sine qua non* powodzenia wezwania jest dostępność na rynku akcji spółki-celu w liczbie niezbędnej do uzyskania większości głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. Z matematycznego punktu widzenia istnieje prawidłowość: im większa płynność akcji spółki-celu, tym większe są szanse zgromadzenia odpowiedniej liczby akcji umożliwiającej wrogie przejęcie. Zgodnie z tą zasadą ograniczenie takiej płynności, a więc zmniejszenie ilości akcji w obrocie czy też zabezpieczenie ich niezbywalności, może niewątpliwie stać się sposobem ograniczenia zagrożenia przejęcia.

Rozwiązania te mogą zostać zrealizowane zasadniczo przez nabywanie akcji własnych przez spółkę, a następnie ich umarżanie. W prawie spółek, zarówno tym obcym, jak i polskim, występuje ogólna zasada zakazu nabywania przez spółkę akcji własnych. Konsekwencje w postaci oddziaływania na popyt i podaż akcji spółki, jak również możliwość sterowania ilością dostępnych na rynku akcji może jednak w przypadku zaistnienia potencjalnego lub realnego zagrożenia wrogim przejęciem stanowić skuteczny środek jego zapobieganiu.

Technika obrony, polegająca na wykupie akcji własnych przez spółkę teoretycznie, może być realizowana zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym. Rozróżnienie to jest szczególnie istotne, mając na względzie na regulacje II Dyrektywy. Zgodnie z art. 18., ust. 2. spółkę obowiązuje bezwzględny zakaz nabywania akcji własnych na rynku pierwotnym. Inaczej kształtuje się sytuacja w przypadku nabywania akcji własnych na rynku wtórnym, gdzie kupno takich akcji jest możliwe, jednak przy spełnieniu łącznie czterech przesłanek:

- nabyciu podlegać mogą jedynie akcje w całości opłacone,
- wartość nominalna wszystkich własnych akcji znajdujących się w posiadaniu spółki nie może przekroczyć 10% jej kapitału zakładowego,
- nabycie akcji nie może powodować spadku aktywów netto spółki poniżej wartości jej kapitału zakładowego powiększonego o nierozdzielalne z mocy prawa lub postanowień statutu rezerwy,

²² Prawo to jest typowym prawem opcji.

²³ Wydaje się, że tymi cechami w największym stopniu odznaczają się pracownicy oraz menedżerowie spółki-celu.

²⁴ Zgodnie z art. 432., §2., zd. 1. k.s.h. dniem prawa poboru jest dzień, według którego określa się akcjonariuszy, którym przysługuje prawo poboru nowych akcji

- d) walne zgromadzenie wyraziło zgodę na nabycie przez spółkę jej własnych akcji wraz ze szczegółami przeprowadzanej transakcji (maksymalna liczba akcji, okres skuteczności zgody itp.).

Jednocześnie Dyrektywa uznaje możliwość odstąpienia od ostatniego z ww. warunków wstępnych m.in. w przypadku, gdy nabycie akcji własnych jest niezbędne do uniknięcia przez spółkę poważnej i bezpośredniej szkody. Wówczas to zarząd spółki jest zobowiązany do podjęcia odpowiednich działań oraz przekazania informacji na najbliższym walnym zgromadzeniu o przyczynach lub celu dokonanego nabycia, liczbie i wartości nominalnej nabytych akcji, reprezentowanym przez nie udziale w kapitale zakładowym spółki, jak również o wartości wypłat za akcje. Drugi z przypadków, który nie wymaga odpowiedniej uchwały walnego zgromadzenia, to nabycie akcji własnych w celu przekazania personelowi spółki lub spółek z nią powiązanych. Przypadek ten zostanie omówiony w ramach rozważań dotyczących stabilizacji akcjonariatu.

Prawo polskie w pełni zachowuje standardy unijne. W kontekście obrony przed wrogim przejęciem na uwzględnienie zasługują dwie przesłanki, a mianowicie nabycie akcji w celu zapobieżenia bezpośrednio zagrażającej spółce poważnej szkodzi (art. 362., §1., pkt 1. k.s.h.) oraz nabycie w celu ich umorzenia (art. 362., §1., pkt 5. k.s.h.).

Jednocześnie należy wspomnieć, iż nabycie akcji własnych przez spółkę każdorazowo powoduje zawieszenie wykonywania z nich prawa głosu. Choć uprawnienie to niewątpliwie w znaczny sposób ogranicza spółkę w działaniu, to w przypadku zagrożenia przejęciem nie odgrywa zasadniczego znaczenia. W takiej chwili konieczne jest nie tyle wykonywanie prawa głosu z takich akcji, co w miarę szybkie ściągnięcie z rynku akcji spółki-celu w celu zapobieżenia skupowi akcji przez atakującego. Operacji takiej, ze względu na efekt popytowy, towarzyszy wzrost ceny walorów, czyniąc tym samym transakcję przejęcia bardziej kosztowną.

Wydaje się, iż w polskim systemie zastosowanie znajdzie jedynie instytucja dobrowolnego umorzenia²⁵, przy jednoczesnym istnieniu ograniczeń. I tak, niezależnie od sposobu nabycia akcji własnych spółka może posiadać maksymalnie taką ilość akcji, których wartość nominalna nie przekracza 10% kapitału zakładowego spółki (art. 363., §4. k.s.h.). Dodatkowo dobrowolne umorzenie akcji dla skuteczności obrony przed przejęciem będzie mogło być zastosowane jedynie wobec akcji będących w posiadaniu osób, które w najbliższym czasie mogłyby wejść we współpracę z potencjalnym atakującym lub które to z innych powodów zainteresowane byłyby „wyzbyciem się” posiadanych przez siebie walorów. Jednocześnie jednak cena takiego wykupu w celu umorzenia musiałaby być ustalona na odpowiednio wysokim poziomie. W przeciwnym razie akcjonariusz taki wybierze opcję zbycia akcji na rynku giełdowym.

Ograniczenie zbywalności akcji

Ograniczenie zbywalności akcji może mieć dwie różne podstawy. Po pierwsze, może być ono statutowym ograniczeniem (art. 337. k.s.h.), po drugie zaś – *stricte* umownym (art. 338. k.s.h.).

Dokładna analiza instytucji statutowego ograniczenia zbywalności akcji w kontekście spółek publicznych wydaje się nie mieć praktycznego znaczenia. Odebranie akcjonariuszowi prawa, w zasadzie nieograniczonego, rozporządzenia akcjami naruszałoby w sposób niewątpliwy zasady swobody inwestycji i przepływu kapitału stanowiący filar rynku kapitałowego²⁶.

Odmiennej koncepcje stanowi umowne ograniczenie zbywania akcji. Umowy takie łączy bowiem wszystkie jej strony ze względu na ich wielostronny i wzajemny charakter. Zawierając taką umowę, akcjonariusze, jak i osoby trzecie (a więc może wśród nich znaleźć się również przyszły atakujący), zobowiązują się do niezbywania bądź też do nienabywania walorów danej spółki. Umowa taka ma charakter czysto cywilistyczny, a jej nieprzestrzeganie nie powoduje nieważności czynności dokonanej wbrew jej postanowieniom, a rodzi jedynie

²⁵ Istnieją jeszcze umorzenia przymusowe i automatyczne.

²⁶ Poza tym w polskim systemie prawa uprzywilejowane mogą być tylko akcje imienne, te zaś stanowią jedynie marginalną część w odniesieniu do spółek publicznych, gdyż mogły być emitowane jedynie przez wprowadzeniem danego podmiotu na giełdę.

sankcje o charakterze odszkodowawczym. Niewątpliwą zaletą umownych ograniczeń rozporządzania akcjami w stosunku do statutowych ograniczeń jest znacznie szerszy krąg ich zastosowania.

W aspekcie spółek publicznych na szczególną uwagę zasługują jednak dodatkowe ograniczenia, a mianowicie:

- a) zobowiązanie akcjonariuszy do powstrzymywania się w granicach przewidzianych przez samą umowę od zmniejszania czy też zwiększania liczby akcji spółki w stosunku do obecnie posiadanej (z wyłączeniem jednakże ewentualnych zmian będących wynikiem wykonywania prawa poboru),
- b) zobowiązanie się akcjonariuszy do powstrzymywania się od zbywania prawa poboru akcji nowych emisji²⁷.

Tego typu ograniczenia zapewniają ochronę zarówno przed podmiotami z zewnątrz, jak i obecnego akcjonariusza, który planuje, choć jeszcze nie ujawnia, przejęcie kontroli nad spółką (tzw. uśpiony atakujący)²⁸.

Pomimo obowiązywania generalnej zasady zbywalności akcji zabieg taki w sposób niejako „określny” powoduje jej ograniczenie. Umowy takie wiążą jedynie strony takich umów (ewentualnie ich następców prawnych), a tym samym naruszenie postanowień takich umów poprzez dokonanie odpowiednich transakcji pozostaje skuteczne względem spółki, a sama umowa pozostaje ważna. W takim bowiem przypadku powstaje jedynie odpowiedzialność kontraktowa za naruszenie postanowień, oparta, zgodnie z ogólną zasadą, na konstrukcji winy.

Innym sposobem zagwarantowania „powstrzymania się od rozporządzaniem akcjami” jest zawarcie dodatkowej umowy o zdeponowanie określonych akcji u depozytariusza. Podmiotem pełniącym taką rolę może być bank, notariusz czy też dom maklerski. Wyznaczony w taki sposób depozytariusz przyjmuje na siebie zobowiązanie do przechowywania określonych walorów lub ich wydania tylko w ściśle sprecyzowanych okolicznościach, określonych w odrębnej od umowy między akcjonariuszami umowie depozytu.

Zróżnicowanie uprawnień decyzyjnych przyznawanych różnym grupom akcjonariuszy

Posiadanie większościowego pakietu akcji nie gwarantuje przejęcia nad daną spółką pełnej kontroli kierowniczej. Tożsamość taka byłaby możliwa jedynie w przypadku ścisłego respektowania zasady „jedna akcja – jeden głos”. Praktyka prawna, jak i gospodarcza, dość często jednak odstępuje od restrykcyjnego zachowywania tej zasady.

Wśród najczęściej stosowanych odstępstw od zasady „jedna akcja – jeden głos” można wymienić następujące instytucje:

- a) stosowanie akcji bez prawa głosu (tzw. akcje nieme) – w prawie polskim nie mają jednak zastosowania do spółek publicznych,
- b) stosowanie akcji uprzywilejowanych co do prawa głosu (w tym również konstrukcja tzw. złotej akcji). W obecnie obowiązującym prawie europejskim, po latach jego ewolucji w tym zakresie, konstrukcja „złotej akcji”, jako ograniczająca swobodę przepływu kapitału, została uznana co do zasady za niedozwoloną²⁹. Dopuszczalność jej zastosowania została „okrojona” do sytuacji, w której nie ma ona charakteru dyskryminującego oraz wystąpią łącznie następujące okoliczności:
 - o jest to uzasadnione ze względu na konieczność ochrony interesu publicznego,
 - o zachowana zostaje zasada proporcjonalności, tj. o ile celu takiego nie da osiągnąć się w mniej restrykcyjny sposób,

²⁷ C. Podsiadlik, *op.cit.*, s. 240.

²⁸ W literaturze obcojęzycznej tego rodzaju porozumienia określa się jako „porozumienia o stabilizację udziałów w spółce”. Por. J.H. Farrar, *Business Judgement and defensive tactics in hostile takeover bids*, “Canadian Business Law Journal” 1989, vol. 15, s. 42.

²⁹ Por. w tym zakresie wyroki Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości z 4 czerwca 2002 r.. Szerzej: A. Frankowska, A. Bodnar, *Nie każda „złota akcja” jest złota*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2003, nr 3, s. 40-41.

- o zapewnione zostaje poszanowanie autonomii decyzyjnej spółek, działania władz publicznych oparte są zaś na zasadzie kontroli *ex post*, tj. nadzoru,
 - o zachowany jest obiektywizm w wykonywaniu prawa inkorporowanego w „złotej akcji”,
- c) przyznanie indywidualnie oznaczonym akcjonariuszom przywilejów osobistych w postaci przyznania prawa do samodzielnego wpływania na podejmowanie określonych decyzji – wprowadzenie instytucji osobistego uprzywilejowania akcjonariusza jest przejawem swoistego rodzaju „uosobienia” spółki kapitałowej, jaką jest spółka akcyjna. Każdorazowa próba wprowadzenia elementu osobowego do takiej struktury musi być ściśle powiązana z zaufaniem do osoby uprawnionej do wykonywania takich dodatkowych praw. Zbyt swobodne dysponowanie tego rodzaju konstrukcjami może bowiem obrócić się przeciwko spółce, m.in. poprzez zawiązanie „przymierza” pomiędzy atakującym, a osobiście uprzywilejowanym akcjonariuszem.

Wszystkie z ww. instytucji w określonych okolicznościach mogą posłużyć za skuteczny środek obronny przed wrogim przejęciem. Za każdym razem zmusza on bowiem atakującego do nabycia znacznie większego pakietu akcji, niż wynikałoby to z prostego rachunku matematycznego. Dodatkowo w niektórych przypadkach, tj. np. przy przyznaniu szczególnych uprawnień decyzyjnych jednemu czy też określonej grupie akcjonariuszy, przejmujący może całkowicie zostać wyłączony z procesu decyzyjnego, a jak wiadomo, celem atakującego jest zazwyczaj przejęcie **całkowitej** kontroli nad danym podmiotem.

Ograniczenie wykonywania prawa głosu na walnym zgromadzeniu

Wprowadzenie ograniczenia przez statut liczby praw głosu na walnym zgromadzeniu powoduje, iż podmiot taki bez względu na liczbę posiadanych akcji, a często i równocześnie głosów, nie będzie mógł ich skutecznie wykonywać. Tym samym w celu wpływania na działania spółki atakujący, który przekroczył już statutowo wyznaczony pułap, będzie musiał znaleźć sprzymierzeńców wśród akcjonariuszy mniejszościowych.

Jednak i ten środek obrony ma jednak teoretycznie przynajmniej pewne mankamenty. Można bowiem wyobrazić sobie sytuację, w której akcjonariusz – atakujący, który przekroczył określony w statucie próg posiadanych akcji czy też wykonywanych z nich głosów, odsprzeda część swoich akcji zaprzyjaźnionemu podmiotowi, który będzie głosował analogicznie jak atakujący. Zabieg ten nie będzie jednak pełni skuteczny w przypadku spółek publicznych, gdyż w takim przypadku w celu zapewnienia przejrzystości rynku kapitałowego konieczne będzie ujawnienie informacji o istnieniu takiego porozumienia³⁰. Co więcej, akcjonariusze, którzy zawarli tego rodzaju umowę, w świetle prawa giełdowego traktowani będą jak jeden akcjonariusz, a tym samym ich akcje będą liczone łącznie i łącznie będą podlegały statutowym ograniczeniom. Nie oznacza to jednak, że każde porozumienia między akcjonariuszami będzie podlegało takiemu reżimowi. Porozumienia takie powinny być rozpatrywane w wyżej wskazanym kontekście jedynie w przypadku, gdy zawierają one ustalenia co kwestii o najwyższym znaczeniu dla spółki (decyzje strategiczne), np. co do głosowania w zakresie istotnych spraw spółki lub prowadzenia trwałej i wspólnej polityki w zakresie zarządzania tą spółką. Tym samym uzgodnienia powstałe niejako *ad hoc* nie będą objęte procedurą w zakresie „znaczących pakietów akcji”.

Podsumowanie

Spółki, i to nie tylko te notowane na rynkach kapitałowych, od samego początku swego istnienia dążą do samodzielności, zarówno gospodarczej, jak i prawnej. Nie dziwią więc podejmowane przez te podmioty wszelkie próby utrzymania takiej niezależności. Pewnym jest natomiast fakt, iż żaden z podmiotów nie istnieje w odosobnieniu, a tym samym to właśnie środowisko je otaczające będzie determinowało niezbędną zakres walki o samodzielność.

³⁰ Analogiczną regulację można odnaleźć w *Zasadach nadzoru korporacyjnego OECD*, które w rozdziale I, lit. D stanowią, iż „powinny być ujawniane powiązania kapitałowe i porozumienia umożliwiające pewnym wspólnikom/akcjonariuszom uzyskać nad spółką kontrolę pozostającą w dysproporcji do wielkości posiadanego przez nich kapitału”, *Zasady OECD*, s. 20 i 32.

Aktywność spółki w tym zakresie może objawiać się na wiele sposobów. Niezależnie od sposobów, jakie spółka „wcieli” w życie, podkreślenia wymaga fakt, iż nie może ona pozostawać bierna i to od samego początku swego istnienia. Również czas względnego spokoju na rynku kapitałowym nie powinien usypiać czujności podmiotów giełdowych. Jak zostało wykazane, najważniejszym, a zarazem najskuteczniejszym środkiem obrony przed wrogim przejęciem jest jego zapobieganie. W porę określone ryzyko daje bowiem czas na podjęcie innych kroków, które w sposób już bezpośredni pozwolą podjąć walkę z atakującym.

Właściwe środki obronne, podejmowane przez spółkę, można podzielić na te wykształcone przez prawo i ujęte w jego ramy, oraz te będące tworem praktyki gospodarczej, które to znalazły się poza ramami niniejszego artykułu. Bez względu na kształt linii demarkacyjnej, przeprowadzonej pomiędzy obiema kategoriami, należy stwierdzić, iż niezależnie od rodzaju zastosowanego środka jego skuteczność w przypadku braku wsparcia innymi instrumentami obronnym jest ograniczona. Jedynie kompleksowe zastosowanie dostępnych środków obronnych, a więc wypracowanie pewnej strategii, może być kluczem do sukcesu w postaci skutecznej obrony przed wrogim przejęciem. Katalog dostępnych środków obronnych, przynajmniej ten teoretyczny, jest stosunkowo bogaty, co umożliwia właściwe ich dobranie do profilu, możliwości i struktury danego podmiotu.

Obecnie wśród specjalistów rynku giełdowego dominuje stanowisko, iż dopuszczenie stosowania taktyk obronnych przed przejęciem negatywnie wpływa na rynek. Wykorzystywaniu środków obronnych zarzuca się utrzymywanie nieefektywnych podmiotów, które nie są w stanie sprostać oczekiwaniom gospodarki wolnorynkowej. Wyrazem takiego stanowiska, choć niezbyt radykalnym ze względu na opór niektórych państw członkowskich Unii Europejskiej, jest regulacja prawa europejskiego w zakresie przejęć, a mianowicie tzw. XIII Dyrektywa. Regulacja o tak liberalnym kształcie³¹ z pewnością w przyszłości przyczyni się do wzrostu ilości wrogich przejęć. Spółki zostaną bowiem pozbawione niemal wszystkich środków obronnych, które i tak nawet dziś są nieliczne.

Wydaje się, że na dzień dzisiejszy największą, a zarazem najskuteczniejszą taktyką obronną na polskim rynku kapitałowym, jest istniejąca struktura akcjonariatu. Wrogie przejęcia są bowiem domeną rynków o znacznym rozdrobnieniu akcjonariatu, podczas gdy polskie spółki publiczne, jako wyrosłe z podmiotów rodzinnych, w dalszym ciągu zachowują strukturę umożliwiającą sprawowanie kontroli przez jednego bądź kilku akcjonariuszy większościowych.

Literatura

1. Farrar J.H., *Business Judgement and defensive tactics in hostile takeover bids*, “Canadian Business Law Journal” 1989, vol. 15.
2. Frankowska A., Bodnar A., *Nie każda „złota akcja” jest złota*, „Przegląd Prawa Handlowego 2003”, nr 3.
3. Hahn D., *Takeover rules in the European Community: an economic analysis of proposed takeover guidelines and already issued disclosure rules*, “International Review of Law and Economics”, 1990, vol. 10.
4. Healy P.M., Palepu K.G., Ruback R. S., *Which takeovers are profitable? Strategic or financial?*, “Sloan Management Review” 1997, Summer.
5. Helin A., Zorde K., *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998.
6. Jenkinson T., Mayer C., *Wrogie przejęcia na rynku kapitałowym. Obrona, atak i rynek kontroli nad przedsiębiorstwem*, Wydawnictwo K.E. Liber, Warszawa 1998.
7. Lipton M., *Takeover bids in the target’s boardroom; A response to professors Easterbrook and Fischel*, “55 New York Law Review” 1980.

³¹ mówiąc o „liberalnym kształcie” mam na myśli stosunkowo szeroką dowolność i łatwość przeprowadzania wrogich przejęć na rynku kapitałowym

8. Obłój K., *Klub gigantów*, „Rzeczpospolita” z 13 maja 1998 r.
9. Oplustil K., Wiórek P., *Aktualne tendencje w europejskim prawie spółek - nowe akty prawa wspólnotowego*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2004, nr 4.
10. Podsiadlik C., *Wrogie przejęcie spółki*, LexisNexis, Warszawa 2003.
11. Sołtysiński S., Szajkowski A., Szwaja J., *Kodeks handlowy*, t. I i II, C.H. Beck, Warszawa 1998;
12. Szumański A., *Regulacja prawna holdingu w polskim i europejskim prawie spółek (zagadnienia pojęciowe)*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1996, nr 8.