

Edyta CEGIELSKA*

WEZWANIA DO SPRZEDAŻY AKCJI A WROGIE PRZEJĘCIA PRZEDSIĘBIORSTW

Zarys treści: Wezwania do sprzedaży akcji są widocznym sygnałem przekształceń własnościowych w spółkach giełdowych. W relatywnie krótkim czasie umożliwiają przejęcie operacyjnej kontroli nad spółką. Celem opracowania jest analiza wezwań do sprzedaży akcji w latach 2000-2012 przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie aby na jej podstawie wyłonić te przedsiębiorstwa, które zostały przejęte wskutek wrogiego przejęcia. Kryteriami umożliwiającymi wyłonienie wrogich przejęć były: sprzeciw zarządu lub podjęcie działań obronnych. Z badań wynika, że na rynku kapitałowym w Polsce w latach 2000-2012 miało miejsce siedem prób wrogiego przejęcia, z których jedna zakończyła się wrogim przejęciem. We wszystkich przypadkach cena w wezwaniu została zinterpretowana przez zarząd, jako zbyt niska i nieodzwierciedlająca wartości spółki. W sześciu przypadkach dotychczasowi inwestorzy nie odpowiedzieli na wezwanie, zgodnie z oświadczeniem zarządu, natomiast w jednym przypadku inwestor zinterpretował cenę odmiennie niż zarząd odpowiadając na wezwanie.

Słowa kluczowe: wezwanie do sprzedaży akcji, wrogie przejęcie, rynek kapitałowy, przedsiębiorstwo.

Wprowadzenie

Wezwania do sprzedaży akcji umożliwiają przejęcie kontroli nad spółką giełdową. Są wykorzystywane w transakcjach wrogich przejęć przedsiębiorstw.

Według Jensena i Rubacka przejęcia przedsiębiorstw mają miejsce na rynku kontroli przedsiębiorstw (ang. *market for corporate control*). Jest on definiowany jako arena, na której różne zespoły menedżerów rywalizują o prawo do zarządzania zasobami przedsiębiorstwa¹. Na rynku tym mają miejsce m.in. fuzje i przejęcia przedsiębiorstw, w tym wrogie przejęcia, które dyscyplinują nieefektywnych menedżerów. Jensen uważa, że wrogie przejęcia dyscyplinują menedżerów, którzy trwonią nadmiar wolnych środków pieniężnych na niezyskowne przedsię-

* Katedra Finansów, Wydział Nauk Ekonomicznych, Politechnika Koszalińska

¹ M. C. Jensen, R. Ruback, *The market for corporate control. The Scientific Evidence*, „Journal of Financial Economics”, No 11, 1983, s. 583-638.

wzięcia, gwarantujące realizację ich prywatnych celów, zamiast wypłaty dywidendy dla akcjonariuszy². Także Rappaport³ oraz Swert⁴ groźbę przejęcia przez inne przedsiębiorstwo uważają za jeden z czynników, skłaniających kierownictwo do działania w interesie akcjonariuszy.

Przeciwnicy wrogich przejęć uważają, że sprawna kadra zarządzająca nie chroni spółki przed wrogim przejęciem. Nawet dobrze zarządzana spółka może stać się celem wrogiego przejęcia, jeśli jest to zgodne z obroną strategią rozwoju przez spółkę przejmującą⁵. Ponadto postrzegają wrogie przejęcia, jako ogromnie kosztowne i nieprecyzyjne rozwiązania⁶.

Celem opracowania jest analiza wezwań do sprzedaży akcji w latach 2000-2012 przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie, aby na jej podstawie wyłonić te przedsiębiorstwa, które zostały przejęte wskutek wrogiego przejęcia. Badania oparto na wezwaniach do sprzedaży akcji, gdyż są one widocznym sygnałem przekształceń własnościowych w spółkach giełdowych. Wezwania do sprzedaży akcji umożliwiają przejęcie kontroli nad przedsiębiorstwem w relatywnie krótkim czasie, poprzez zakup takiego pakietu akcji lub udziałów, który daje nabywcy operacyjną kontrolę nad spółką lub nabycie całego pakietu akcji lub udziałów⁷.

W badaniu ograniczono się do analizy wezwań publikowanych w Rocznikach Giełdowych GPW dla lat 2001-2013 oraz analizy oświadczeń zarządów dotyczących wezwań, publikowanych w raportach bieżących spółek w latach 2000-2012. Sprzeciw zarządu lub podjęcie działań obronnych były podstawowymi kryteriami umożliwiającymi wyłonienie wśród wezwań tych, które doprowadziły do próby wrogiego przejęcia przedsiębiorstwa.

² Zob. szerzej: M. C. Jensen, *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*. „American Economic Review”, Vol. 76, No. 2, May 1986, s. 332-329.

³ A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG PRESS, Warszawa 1999, s. 3.

⁴ G. Swert, *Hostility in Takeovers: in the Eyes of the Beholder?*, „The Journal of Finance”, Vol. 55, No 6, 2000, s. 2599-2640.

⁵ C. Podsiadlik, *Wrogie przejęcie spółki*, Wydawnictwo Prawnicze LexisNexis, Warszawa 2003, s. 45.

⁶ L. Herzl, R. W. Shepro, *Bidders and targets: Mergers and acquisitions in the U. S.*, Blackwell, Oxford 1990, s. 3.

⁷ *Rynek fuzji i przejęć w Polsce i Europie Środkowo-Wschodniej w I półroczu 2010 r.*, Raport Firmy Doradczej KPMG i DealWatch, Warszawa 2010, www.kpmg.pl, (listopad 2010).

Wezwanie do sprzedaży akcji

Wezwanie do sprzedaży akcji (ang. *tender offer* w USA, *takeover bid* w Wielkiej Brytanii⁸ lub *invitation to sell shares*) określa, na jakich warunkach zostaną nabyte akcje, znajdujące się w rękach dotychczasowych akcjonariuszy, przez spółkę nabywającą i jest stosowane wówczas, gdy nabywca odrzuca z góry możliwość osiągnięcia porozumienia z zarządem firmy – celu. Zgodnie z przepisami zawartymi w ustawie z 29.07.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych⁹, każdy, kto uzyskał kontrolę nad spółką lub zamierza przejąć kontrolę nad spółką przez nabycie znacznego pakietu akcji, musi publicznie wezwać do zapisania się na ich sprzedaż lub zamianę. Publiczna oferta przejęcia dotyczy akcji, dających prawo głosu na walnym zgromadzeniu. Podmiot, zamierzający nabyć pakiet akcji, zapewniający mu kontrolę nad spółką, musi przedstawić zabezpieczenie w wysokości 100% sumy, którą zamierza zapłacić za akcje oraz zawiadomić Komisję Nadzoru Finansowego¹⁰, a także spółkę prowadzącą rynek giełdowy. Po spełnieniu powyższych warunków może nastąpić ogłoszenie wezwania. Działając za pośrednictwem biura maklerskiego, podmiot zamierzający nabyć akcje, ogłasza wezwanie do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę, podaje proponowaną cenę, liczbę akcji, jaką zamierza nabyć oraz termin wezwania i termin przyjmowania zapisów¹¹. Akcjonariusze, którzy zamierzają sprzedać akcje, pobierają od swoich biur maklerskich świadectwa depozytowe. Jednocześnie biura maklerskie blokują akcje, które mają być zaoferowane wzywającemu. Następnie akcjonariusze zapisują się na sprzedaż akcji

⁸ C. Podsiadlik, *Wrogie przejęcie spółki*, Wydawnictwo Prawnicze Lexis Nexis, Warszawa 2003, s. 22.

⁹ Kwestię przejmowania przedsiębiorstwa poprzez złożenie akcjonariuszom oferty nabycia akcji, porusza tzw. *XIII Dyrektywa o publicznych ofertach przejęcia* – Dyrektywa 2004/25/WE z 21.04.2004 r. o ofertach przejęcia Dz. Urz. UE L/142 z 30.04.2004 r., s. 12; Materialnym wyrazem implementacji ww. dyrektywy jest ustawa z 29.07.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz. U. z 2005 r. Nr 184, poz. 1539.

¹⁰ Komisja Nadzoru Finansowego w terminie 3 dni od jej zawiadomienia przez podmiot ogłaszający wezwanie, ma prawo zażądać wprowadzenia niezbędnych uzupełnień, zmian czy wyjaśnień co do treści wezwania. Zob. szerzej: Art. 78 ust. 1 ustawy z dnia 29.07.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach.

¹¹ Wzory wezwań, warunki nabywania akcji w wezwaniach, szczegółowy tryb ich ogłaszania zawiera rozporządzenie Ministra Finansów z 19.10.2005 r. w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, szczegółowego sposobu ich ogłaszania oraz warunków nabywania akcji w wyniku wezwań, Dz. U. nr 207, poz. 1729.

w biurze maklerskim wzywającego, składając świadectwo. Jeżeli suma zapisów na sprzedaż jest większa niż liczba akcji, jaką wzywający zamierza nabyć, zapisy zostają odpowiednio zredukowane.

Przepisy nie ograniczają liczby wzywających, którzy w tym samym czasie mogą ogłosić wezwanie. Określają jednak cenę jaka powinna być zaproponowana w wezwaniu¹². Nie może być ona niższa od średniej rynkowej z ostatnich 6 miesięcy lub najwyższej ceny, jaką za akcje spółki – celu, zapłacił wzywający w ciągu ostatnich 12 miesięcy. W przypadku, gdy nie jest możliwe ustalenie ceny według powyższych kryteriów, bo np. zostało otwarte postępowanie upadłościowe w stosunku do spółki – celu, cena w wezwaniu nie może być niższa niż wartość godziwa (ang. *equitable price*)¹³.

Ze względu na formę zapłaty za akcje, które są przedmiotem wezwania, wyróżnia się następujące rodzaje wezwań¹⁴:

- wezwanie gotówkowe (ang. *cash tender offer*) – oferta zakupu akcji za gotówkę. Wezwanie gotówkowe dominowało w latach 70. XX w.;
- wezwanie zamiany (ang. *register exchange tender offer*) – oferta zamiany akcji na rzeczy lub prawa. Zazwyczaj wzywający w zamian za akcje, które zamierza nabyć, oferuje inne papiery wartościowe, których emitentem może być sam wzywający lub inny podmiot. Wezwanie zamiany było najczęściej spotykane w latach 90. XX w.;
- wezwanie mieszane (ang. *offer of combination of cash and securities*) – oferta zakupu akcji w zamian za kombinację oferty gotówkowej z ofertą zamiany;
- wezwanie alternatywne (ang. *alternative offer*) – oferta zakupu akcji, w której akcjonariusz dokonuje wyboru formy zapłaty za akcje, które odsprzedaje, w ramach propozycji przedstawionych w ofercie.

Biorąc pod uwagę zakres akcji, jakie podlegają wezwaniu można wyróżnić wezwania¹⁵:

¹² Art. 79 ust. 1-3 z dnia 29.07.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach określa, iż cena w wezwaniu nie może być niższa od średniej rynkowej z ostatnich 6 miesięcy lub najwyższej ceny, jaką za akcje spółki-celu, zapłacił wzywający w ciągu ostatnich 12 miesięcy.

¹³ Wartość godziwą precyzyjnie określa XIII Dyrektywa w art. 5 godziwa cena (ang. *equitable price*) to średnia cena płacona przez wzywającego w okresie nie krótszym niż 6 miesięcy ale nie dłuższym niż 12 miesięcy poprzedzających. Por. B. Garlacz, *Wrogię przejścia w świetle nowych regulacji prawa polskiego i XIII Dyrektywy WE – analiza porównawcza*, „Monitor Prawniczy” 2006, nr 22, s. 8.

¹⁴ C. Podsiadlik, *Wrogię przejście spółki*, Wydawnictwo Prawnicze LexisNexis, Warszawa 2003, s. 24.

¹⁵ Tamże, s. 25.

- całościowe (ang. *any and all tender offer*) – oferta kupna obejmuje wszystkie akcje znajdujące się w obrocie po tej samej cenie, niezależnie czy wezwanie odniesie sukces, czy też nie;
- częściowe (ang. *partial tender offer*) – oferta zakupu obejmuje tylko z góry określoną część akcji spółki, liczbę akcji lub ich określony procent. Wezwanie częściowe jest bardzo niekorzystne z punktu widzenia akcjonariuszy mniejszościowych, w przypadku gdy wzywający nabędzie pakiet kontrolny, następuje marginalizacja akcjonariuszy mniejszościowych, którzy albo podporządkują się akcjonariuszowi większościowemu albo będą zmuszeni odsprzedać lub umorzyć akcje. Szczególnym przypadkiem wezwania częściowego jest wezwanie dwuetapowe (ang. *two-tier tender offer*), w który cena oferowana w pierwszym etapie wezwania jest znacznie wyższa, niż w etapie drugim, następującym po przejściu nad spółką.

Inny podział wezwań, dokonany ze względu na ich motywy to¹⁶:

- wezwanie dobrowolne/fakultatywne (ang. *voluntary bid*) występuje w sytuacji, gdy podmiot dokonujący wezwania chce nabyć walory, zapewniające pewien procent ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu, którego nabycie jest możliwe poza wezwaniem¹⁷. Ograniczenie to wprowadzono, aby nie dopuścić do przejęcia kontroli nad spółką bez konieczności ogłaszania wezwania, które jest szansą dla pozostałych akcjonariuszy do zbycia akcji na równych prawach. Powszechną praktyką wzywających, w okresie poprzedzającym wezwanie, jest nabycie udziału w spółce, która ma zostać celem przejęcia. Jest to tzw. zdobywanie przyczółka, aby ułatwić przyszłe wezwanie, dające potencjalnemu nabywcy dostęp do informacji dotyczących spółki. Zdobywanie przyczółka znacznie redukuje koszt wezwania oraz zwiększa prawdopodobieństwo jego powodzenia¹⁸;
- wezwanie przymusowe/obligatoryjne (ang. *mandatory bid*) spowodowane przekroczeniem progu udziałów w spółce, np.: art. 73 ust. 1 ww. ustawy, nakłada na akcjonariusza, który nabył akcje spółki publicznej w liczbie

¹⁶ Tamże, s. 28.

¹⁷ Inwestor może nabyć akcje nie tylko dzięki wezwaniu do sprzedaży akcji ale również m.in. poprzez: pośrednie nabycie akcji, objęcie akcji nowej emisji, nabycie akcji w wyniku oferty publicznej lub w ramach wnoszenia ich do spółki jako wkładu niepieniężnego, połączenia lub podziału spółki, w wyniku zmiany statutu spółki. Nabywając jednak akcje w sposób ww., gdy przekroczy określony procent ogólnej liczby głosów musi ogłosić wezwanie. Zob. szerzej: art. 72 ust 1, ustawy z 29.07.2005 r. o ofercie..., op. cit. s. 8.

¹⁸ Zob. szerzej: S. Sudarsanam, *Fuzje i przejęcia*, WIG PRESS, Warszawa 1998, s. 129-130.

przekraczającej 33%, ale nie więcej niż 66% ogólnej liczby głosów, obowiązek ogłoszenia wezwania. Także art. 74 ust. 1 ww. ustawy mówi, że przekroczenie 66% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej może nastąpić jedynie w wyniku ogłoszenia wezwania. Niewykonanie powyższego obowiązku zagrożone jest karą grzywny do 1 mln zł¹⁹ oraz bezskutecznością wykonywania prawa głosu z wszystkich posiadanych akcji²⁰.

Odstąpienie od ogłoszenia wezwania jest dopuszczalne tylko w przypadku, gdy po jego ogłoszeniu inny podmiot ogłosi wezwanie dotyczące tych samych akcji, po cenie nie niższej niż w tym wezwaniu²¹.

Z wezwaniem do sprzedaży akcji związane są szczególne uprawnienia i obowiązki akcjonariuszy, które wprowadziła *XIII Dyrektywa o publicznych ofertach przejęcia*²², są to m.in.: przymusowy wykup (ang. *squeeze out*) oraz prawo do sprzedaży (ang. *reverse squeeze out*). Przymusowy wykup przysługuje akcjonariuszowi, który osiągnął lub przekroczył 90% ogólnej liczby głosów w tej spółce. Jest to prawo żądania od akcjonariuszy mniejszościowych, sprzedaży wszystkich posiadanych przez nich akcji. Nabycie to powinno nastąpić w zamian za tzw. słuszną cenę (ang. *fair price*) w odróżnieniu od ceny sprawiedliwej, występującej przy ofercie obowiązkowej²³. Prawo do sprzedaży akcji przysługuje akcjonariuszowi mniejszościowemu w przypadku, gdy inny akcjonariusz osiągnął lub przekroczył 90% ogólnej liczby głosów w tej spółce. Akcjonariusz mniejszościowy może wówczas zażądać wykupu wszystkich posiadanych akcji za słuszną cenę od akcjonariusza większościowego²⁴. Z niepowodzeniem wezwań do sprzedaży akcji związany jest problem tzw. pasażera na gapę, czyli dotychczasowego akcjonariusza, którego strategią jest niesprzedawanie akcji aby czerpać korzyści osiągnięte dzięki przejęciu²⁵.

¹⁹ Zob. szerzej: art. 97 ust. 1, ustawy z 29.07.2005 r. o ofercie..., op. cit. s. 11591.

²⁰ Zob. szerzej: art. 89 ust. 2, ustawy z 29.07.2005 r. o ofercie..., op. cit. s. 11588.

²¹ Zob. szerzej: art. 77 ust. 3 ustawy z 29.07.2005 r. o ofercie..., op. cit. s. 11583.

²² Zob. szerzej: *XIII Dyrektywa o publicznych...*, op. cit. s. 12.

²³ *XIII Dyrektywa o publicznych ofertach przejęcia* wprowadza domniemanie, że jeżeli oferta publiczna była ogłoszona dobrowolnie i w jej wyniku przejmujący nabył 90% akcji z prawem głosu objętych ofertą, to cena za te akcje powinna być uznana za słuszną (ang. *fair price*). W przypadku oferty obowiązkowej należy uznać za słuszną każdą zapłaconą przez oferenta cenę. Zob. szerzej: A. Sobol, *Wrocie przejęcia w świetle postanowień XIII dyrektywy w sprawie publicznych ofert nabycia akcji*, „Monitor Prawniczy” 7/2005, s. 5. Ustawodawca polski instytucję przymusowego wykupu opisuje w art. 82 ustawy z 29.07.2005 r. o ofercie..., op. cit. s. 11 585.

²⁴ art. 83 ustawy z dnia 29.07.2005 r. o ofercie..., op. cit. s. 11 585.

²⁵ Z problemem tym borykał się m.in.: Brok SA czy Animex SA. Zob. szerzej: A. Stec, T. Prusek, *Jak zarobić na spółce opuszczającej giełdę?* „Gazeta Wyborcza” z dn. 25.03.2002.

Podstawowym celem wezwań do sprzedaży akcji, jest ochrona kursu akcji przed nieuzasadnionym, nadmiernym jego wahaniami, w przypadku nabywania większej liczby akcji w krótkim czasie, a także ochrona małych akcjonariuszy, gdy inwestor przekracza próg 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu spółki. Wezwanie do sprzedaży akcji służy jednakowemu traktowaniu wszystkich akcjonariuszy, umożliwia jednakowe warunki wyjścia z inwestycji – pozbycie się akcji, w postaci jednolitej ceny akcji i jednakowego terminu²⁶.

Wezwania do sprzedaży akcji umożliwiają przejęcie kontroli nad przedsiębiorstwem w relatywnie krótkim czasie, poprzez zakup takiego pakietu akcji lub udziałów, który daje nabywcy operacyjną kontrolę nad spółką²⁷.

Ogłoszenie wezwania jest jednoznaczne z publiczną informacją o rozpoczęciu wykupu i może spowodować podjęcie pewnych kroków przez dotychczasowych akcjonariuszy lub menedżment przedsiębiorstwa, w celu obrony przed wrogiem wykupem²⁸.

Definicja oraz klasyfikacja wrogich przejęć przedsiębiorstw

Proces przejęcia przedsiębiorstwa może posiadać cechy charakterystyczne dla przyjaznego lub wrogiego przejęcia. Z przyjaznym przejęciem (ang. *friendly takeover*) mamy do czynienia w sytuacji, gdy zakup kontrolnego lub większościowego pakietu akcji jest uzgodniony i zaaprobowany przez zarząd i głównych właścicieli przejmowanej spółki, zarówno gdy zarząd odgrywa pasywną rolę (ang. *unopposed takeover*)²⁹, jak i aktywną (ang. *agreed takeover*)³⁰.

Przejęcie może odbywać się również wbrew woli zarządu, wówczas nazywane jest wrogiem przejęciem (ang. *hostile takeover*)³¹. Z klasycznym wrogiem

²⁶ Por. S. Thiel, T. Zwoliński, *Akcje i obligacje korporacyjne w publicznym obrocie papierów wartościowych*, Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, Warszawa 2004, s. 20.

²⁷ *Rynek fuzji i przejęć w Polsce i Europie Środkowo-Wschodniej w I półroczu 2010 r.*, Raport Firmy Doradczej KPMG i DealWatch, Warszawa 2010, www.kpmg.pl, (listopad 2010).

²⁸ Problematyce obrony przed wrogiem wykupem autor poświęcił następujący artykuł: *Wrogie przejęcia przedsiębiorstw – definicja, klasyfikacja, fazy wrogiego przejęcia oraz metody obrony*, „Studia i Prace”, Kolegium Zarządzania i Finansów Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Zeszyt Naukowy 44/2004.

²⁹ C. Podsiadlik, *Wrogie...*, op. cit. s. 38.

³⁰ Tamże, s. 48.

³¹ T. Jenkinson, C. Mayer, *Wrogie przejęcia na rynku kapitałowym*, K. E. LIEBER, Warszawa 1998, s. 6.

przejęciem mamy do czynienia w sytuacji gdy oferta przejęcia zostanie złożona bez wcześniejszych rozmów lub negocjacji a następnie zostanie odrzucona przez zarząd spółki. Załamanie się negocjacji dotyczących przyjaznego przejęcia może również zakończyć się wrogim przejęciem, a więc złożeniem oferty przejęcia, które nie zostanie zaakceptowane przez zarząd. Oprócz klasycznych wrogich przejęć, istnieją również tzw. odwrotne wrogie przejęcia³², dokonane za sprawą zarządu spółki przeciwko dotychczasowemu głównemu akcjonariuszowi³³.

W praktyce podział na przyjazne i wrogie przejęcia nie jest ostry i jednoznaczny, a kulisy wielu transakcji ujawnione i wyjaśnione. Niejednokrotnie o transakcjach postrzeganych jako przyjazne, dowiadujemy się po pewnym czasie, że nie były wcale przyjazne, ale doszło do nich z braku innej alternatywy lub zostały wymuszone. Wprowadzając jednak kryterium: fakt podejmowania działań obronnych przez spółkę zagrożoną wrogim przejęciem, jesteśmy w stanie stwierdzić czy mamy do czynienia z wrogim przejęciem przedsiębiorstwa, czy też nie³⁴.

W literaturze dotyczącej wrogich przejęć zwraca się uwagę na pozytywną rolę, jaką odgrywają wrogie przejęcia, które dyscyplinują nieefektywnych menedżerów i skłaniają ich do działania w interesie akcjonariuszy³⁵. Przeciwnicy wrogich przejęć uważają, że sprawna kadra zarządzająca nie chroni spółki przed wrogim przejęciem. Co więcej, dobrze zarządzana spółka może stać się celem przejęcia jeśli tylko jest to zgodne z obraną strategią rozwoju przez spółkę przejmującą³⁶. Na rynku amerykańskim zaobserwowano, że częściej celem przejęcia są spółki niedoszacowane niż źle zarządzane. Z zagadnieniem tym związana jest także teoria tzw. skradzionej spółki (ang. *the stealing company theory*), według

³² M. Kamiński, M. Lewandowski, *Wrogie przejęcia w Polsce*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 1998, nr 8, s. 38.

³³ Zdarzenie takie miało miejsce na polskim rynku kapitałowym. Przedsiębiorczy zarząd wymienił inwestora, który nie spełnił jego oczekiwań na innego bardziej obiecującego, i tak Brau und Brunnen Int. stracił kontrolę nad Okocimem, a nowym inwestorem strategicznym został Carlsberg. Tamże, s. 72.

³⁴ C. Podsiadlik, *Wrogie...*, op. cit. s. 40.

³⁵ Zob. szerzej: M. C. Jensen, *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*. „American Economic Review” Vol. 76, No 2, May 1986, s. 332-329. Także A. Rappaport groźbę przejęcia przez inne przedsiębiorstwo uważa za jeden z czynników, skłaniających kierownictwo do działania w interesie akcjonariuszy. A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG PRESS, Warszawa 1999, s. 3.

³⁶ C. Podsiadlik, *Wrogie...*, op. cit. s. 45.

której przejmujący nabywają spółkę po cenie znacznie niższej od jej wartości, i w ten sposób kradną spółkę akcjonariuszom³⁷.

Analiza wezwań do sprzedaży akcji w celu wyłonienia przedsiębiorstw przejętych wskutek wrogiego przejęcia

Wezwania do sprzedaży akcji mają zasadnicze znaczenie w przypadku transakcji wrogiego przejęcia przedsiębiorstw, umożliwiają bowiem bezpośrednie zwrócenie się oferenta do akcjonariuszy spółki-celu, w sytuacji, gdy zarząd spółki nie rekomenduje jej akcjonariuszom odsprzedaży akcji. Analiza wezwań do sprzedaży akcji pozwala na wyłonienie tych spółek publicznych, które stały się celem wrogiego przejęcia. Jest pierwszym widocznym sygnałem zmian własnościowych w spółce.

Artykuł 80 ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych³⁸, nakłada obowiązek na zarząd spółki, której walory podlegają wezwaniu, opublikowania stanowiska zarządu dotyczącego wezwania. W sytuacji, gdy stanowisko zarządu jest niejednoznaczne, podjęcie działań obronnych, mających na celu pokrzyżowanie planów przejmującego, jest podstawowym kryterium pozwalającym stwierdzić, iż mamy do czynienia z wrogim przejęciem. Autor nie utożsamia przejęcia spółki w drodze wezwania do sprzedaży z wrogim przejęciem.

W latach 2000-2012 ogłoszono 397 wezwań do zapisywania się na sprzedaż akcji w odniesieniu do spółek notowanych na GPW w Warszawie, (w poszczególnych latach odnotowano następującą liczbę wezwań³⁹: w 2000 roku – 27 wezwań, w 2001 roku – 33 wezwania, w 2002 roku – 35 wezwań, w 2003 roku – 33 wezwania, w 2004 roku – 36 wezwań, w 2005 roku – 31 wezwań, w 2006 roku – 42 wezwań, w 2007 roku – 34 wezwania, w 2008 roku – 13 wezwań, w 2009 roku – 33 wezwania, w 2010 roku – 28 wezwań, w 2011 roku – 23 wezwań, w 2012 roku – 29 wezwań).

Przeanalizowano stanowiska zarządów dotyczące wezwań. W przypadkach niejednoznacznych stanowisk, również inne informacje podane do wiadomości

³⁷ M. Lipton: Takeover bid in the target's boardroom: A response to professors Easterbrook and Fischell, 55 New York Law Review, 1980, s. 1231-1232. w: C. Podsiadlik, Wrogie..., op. cit. s. 45.

³⁸ Dz. U. z 2005 r. Nr 184, poz. 1539.

³⁹ dane dotyczące wezwań do sprzedaży akcji z lat 2000-2012 pochodzą z roczników giełdowych www.gpw.pl, czerwiec 2016, lata 2013-2014 www.bdm.com.pl, (czerwiec 2016).

publicznej, np. dotyczące metod obrony⁴⁰. Na tej podstawie, w latach 2000-2012 wyodrębniono następujące przypadki wrogich przejęć:

1. W 2000 roku miała miejsce próba wrogiego przejęcia Exbudu przez ówczesnego największego akcjonariusza Michała Sołowowa (6,35%), która została udaremniona przez zarząd firmy Exbud, poprzez wprowadzenie inwestora strategicznego, jako *białego rycerza*⁴¹ – firmy Skanska⁴².
2. W roku 2004 firma Recordati Mediolanie podjęła próbę wrogiego przejęcia Kutnowskich Zakładów Farmaceutycznych Polfa Kutno SA (Polfa). Zarząd Polfy pozyskał inwestora branżowego, amerykańską firmę Ivax Corporation, która jako biały rycerz udaremniała wrogie przejęcie, odkupując po bitwie ofertowej blisko 25% akcji Polfy od Recordati Mediolanie. Następnie Ivax Corporation ogłosił wezwanie, po którym posiadał razem ze spółką zależną 97,92% ogólnej liczby głosów na WZA Polfy.
3. Pod koniec maja 2008 firma Vistula & Wólczanka (Vistula) dokonała udanego wrogiego przejęcia firmy W. Kruk SA (Kruk). 5 maja Vistula ogłosiła wezwanie na 66% akcji firmy Kruk podając cenę 23,70 zł za każdą akcję. W odpowiedzi na wezwanie zarząd firmy W. Kruk SA opublikował oświadczenie dot. stanowiska zarządu w którym, nie zarekomendował swoim akcjonariuszom odsprzedaży akcji po zdaniem zarządu „zbyt niskiej cenie”⁴³, oraz uznał przejęcie kontroli nad spółką za próbę wrogiego przejęcia. Zarówno próba pozyskania jednej z czołowych włoskich firm jubilerskich, jako białego rycerza, jak i poparcia głównych akcjonariuszy nie powiodła się. Fundusze inwestycyjne, które były głównymi akcjonariuszami firmy W. Kruk SA posiadając 35% akcji,

⁴⁰ Głównym źródłem informacji o spółkach były strony internetowe poszczególnych spółek oraz archiwum *Rzeczpospolitej*: <http://arch.rzeczpospolita.pl/szukaj/archiwum.pl>, www.parkiet.pl, www.gpw.pl.

⁴¹ Biały rycerz (ang. *white knight*) jedna z najbardziej znanych finansowych technik obrony. Czasami jedyną szansą na uniemożliwienie dopuszczenia niechcianego inwestora jest przyjęcie alternatywnej oferty wykupu od innego zainteresowanego inwestora nazywanego wówczas *białym rycerzem*.

⁴² Michał Sołowow był zwolennikiem restrukturyzacji Exbudu, sprzedaży spółek niezwiązanych z budownictwem. Odmiennego zdania był zarząd Exbudu, który rozpoczął obronę, aby nie dopuścić do przejęcia. T. Świderek, *Przyjazne plany*, „Rzeczpospolita” z dn. 5.01.2001 r.

⁴³ Stanowisko Zarządu W. Kruk SA dotyczące wezwania Vistula & Wólczanka SA do zapisywania na sprzedaż akcji W. Kruk SA z dnia 5 maja 2008 r., raport bieżący nr 23/2008, www.bankier.pl (czerwiec 2016).

zdecydowały się odpowiedzieć na wezwanie⁴⁴. 30 maja w wyniku wezwania Vistula & Wólczanka zdobyła 66% akcji Kruka. Według autora istnieje pewien klasyczny model wrogiego przejęcia, w który przejęcie W. Kruk SA przez Vistulę & Wólczankę wpisuje się idealnie. Klasyczne wrogie przejęcie to transakcja, którą inicjuje wezwanie do sprzedaży akcji, ogłoszone w atmosferze pełnego zaskoczenia ze strony spółki – celu. Element zaskoczenia jest bardzo istotny, gdyż może zadecydować o powodzeniu transakcji. Spółka niespodziewająca się przejęcia ma mniej czasu na skonstruowanie obrony. Perfekcyjnie przeprowadzona, klasyczna transakcja wrogiego przejęcia firmy W. Kruk SA przez Vistulę & Wólczankę pokazała, że powodzenie transakcji zależy od dobrze skonstruowanego wezwania, zarówno pod względem prawnym, jak i finansowym.

4. 21 sierpnia 2008 r. ogłoszono wezwanie na akcje firmy Sfinks Polska SA przez American Restaurants Sp. z o.o. Stanowisko zarządu spółki wobec wezwania było następujące: brak rekomendacji dotyczącej sprzedaży akcji po zaoferowanej cenie, uznanej za zbyt niską, gdyż nieodzwierciedlającą realizowanych inwestycji, które powinny przełożyć się bezpośrednio na wyższe przychody i zyski. Plany połączenia nie były omawiane i konsultowane z zarządem⁴⁵. Ostatecznie przejęcie nie doszło do skutku.
5. Na początku października 2010 r. New World Resources N. V. – holenderska spółka czeskiego miliardera Zdenka Bakali ogłosiła wezwanie na akcje Lubelski Węgiel Bogdanka SA. Bogdanka z pomocą banku inwestycyjnego Rothschild przekonała akcjonariuszy aby nie odpowiadali na wezwanie, uważając, że wycena spółki jest dużo wyższa niż zaproponowana przez New World Resources, określając cenę w wezwaniu jako nieodpowiadającą wartości godziwej spółki⁴⁶. Ostatecznie nie przebito oferty i wrogie przejęcie nie doszło do skutku.
6. Pod koniec lutego 2012 miała miejsce kolejna próba wrogiego przejęcia na polskim rynku kapitałowym, Assecco Poland SA – polski potentat rynku IT, ogłosił wezwanie na kilkakrotnie mniejszego konkurenta Signity SA. Akcjonariusze przychylni się do stanowiska zarządu spółki,

⁴⁴ Zob. szerzej: J. Solska, *Jajo Kruka. Złote interesy rodziny Kruków*, „Polityka” z dn. 9.08.2008, nr 32 (266).

⁴⁵ Stanowisko Zarządu Sfinks Polska SA dotyczące wezwania American Restaurants Sp. z o.o. z dnia 21.08.2008 r., Raport bieżący nr 39/2008, www.bankier.pl (czerwiec 2016).

⁴⁶ Zob. szerzej: Stanowisko Zarządu Spółki Lubelski Węgiel „Bogdanka” SA w związku z wezwaniem ogłoszonym przez New World Resources, Raport bieżący nr 41/2010, www.iw.com.pl (czerwiec 2016).

uważając cenę oferowaną w wezwaniu za zbyt niską i nie odpowiedzieli na wezwanie, które ostatecznie zakończyło się niepowodzeniem⁴⁷.

7. W połowie maja 2012 wezwanie na walory Zakładów Azotowych Tarnów – Mościce SA, ogłosił rosyjski potentat nawozowy spółka Norica Holding, Grupa Acron. Zakłady Azotowe posiłkując się jako doradcą, jednym z najlepszych banków inwestycyjnych J. P. Morgan Limited odparły atak. Publikując negatywne stanowisko zarządu wobec wezwania i powołując się na fakt, iż nie odzwierciedla ono wartości godziwej spółki i strategii długoterminowej, spółka przekonała dotychczasowych akcjonariuszy do pozostania. Wezwanie nie powiodło się, nie doszło do wrogiego przejęcia⁴⁸.

Zakończenie

Na podstawie analizy 397 wezwań do sprzedaży akcji, które miały miejsce w latach 2000-2012 na GPW w Warszawie oraz stanowisk zarządów dotyczących wyżej wymienionych wezwań, wyłoniono siedem przypadków wrogich przejęć przedsiębiorstw: sześć prób wrogiego przejęcia, które zakończyły się niepowodzeniem oraz jedno przejęcie które zakończyło się sukcesem (przejęcie firmy W. Kruk SA przez firmę Vistula & Wólczanka SA). We wszystkich rozpatrywanych przypadkach cena zaoferowana w wezwaniu została uznana przez zarządy spółek jako zbyt niska i nieodzwierciedlająca wartości spółki. W sześciu przypadkach ceny zaoferowane w wezwaniach zostały zinterpretowane zgodnie z oświadczeniami zarządów, gdyż dotychczasowi akcjonariusze nie odpowiedzieli na wezwanie. Tylko w jednym przypadku cena w wezwaniu została zinterpretowana odmiennie od stanowiska zarządu. Dotychczasowy inwestor finansowy odpowiedział na wezwanie – sprzedając akcje (przejęcie firmy W. Kruk SA przez firmę Vistula & Wólczanka SA). Trudno jest jednoznacznie stwierdzić, czy w tym jednym przypadku cena w wezwaniu została zinterpretowana zgodnie z oświadczeniem zarządu ale wpływ innych czynników okazał się na tyle istotny, że inwestor odpowiedział na wezwanie. W celu zbadania wpływu innych czynników, które mogą w znaczący sposób zmienić bieg transakcji wrogiego przejęcia, należałoby dokonać szczegółowej oceny wymienionych przypadków wrogich przejęć, koncentrując się na cenie w wezwaniu i jej roli w powodzeniu

⁴⁷ Zob. szerzej: Stanowisko Zarządu Sygnity SA dotyczące wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji Sygnity SA ogłoszonego przez Asseco Poland SA w dniu 22 lutego 2012 roku, Raport bieżący nr 13/2012, www.sygnity.pl (czerwiec 2016).

⁴⁸ Stanowisko Zarządu Azotów Tarnów dotyczące wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji Spółki ogłoszonego przez Norica Holding, Grupa Acron. www.azoty-tarnow.pl (czerwiec 2016).

wezwania a tym samym transakcji wrogiego przejęcia a także ocenić rolę innych czynników, które mogą mieć wpływ na podjęcie decyzji, dotyczącej odpowiedzi na wezwanie.

Bibliografia

1. XIII Dyrektywa o publicznych ofertach przejęcia – Dyrektywa 2004/25/WE z 21.04.2004 r. o ofertach przejęcia Dz. Urz. UE L/142 z 30.04.2004 r.
2. Garlacz B., *Wrogie przejęcia w świetle nowych regulacji prawa polskiego i XIII Dyrektywy WE – analiza porównawcza*. „Monitor Prawniczy” 2006, nr 22.
3. Herzel L., Shepro R. W., *Bidders and targets: Mergers and acquisitions in the U. S.*, Blackwell, Oxford 1990.
4. <http://arch.rzeczpospolita.pl/szukaj/archiwum.pl>, (czerwiec 2016).
5. Jenkinson T., Mayer C., *Wrogie przejęcia na rynku kapitałowym*, K.E.LIEBER, Warszawa 1998.
6. Jensen M. C., *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*. „American Economic Review” Vol. 76, No. 2, May 1986.
7. Jensen M., Ruback R., *The market for corporate control. The Scientific Evidence*, „Journal of Financial Economics”, No. 11. 1983.
8. Kamiński M., Lewandowski M., *Wrogie przejęcia w Polsce*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 1998, nr 8.
9. Lipton M., *Takeover bid the target’s boardroom: A response to professors Easterbrook and Fischell*, 55 New York Law Review, 1980 w: Podsiadlik C., *Wrogie przejęcie spółki*, Wydawnictwo Prawnicze LexisNexis, Warszawa 2003.
10. Podsiadlik C., *Wrogie przejęcie spółki*, Wydawnictwo Prawnicze LexisNexis, Warszawa 2003.
11. Rappaport A., *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG PRESS, Warszawa 1999.
12. *Rynek fuzji i przejęć w Polsce i Europie Środkowo-Wschodniej w I półroczu 2010 r.*, Raport Firmy Doradczej KPMG i DealWatch, Warszawa 2010, www.kpmg.pl, (listopad 2010).
13. Rozporządzenie Ministra Finansów z 19.10.2005 r. w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, szczegółowego sposobu ich ogłaszania oraz warunków nabywania akcji w wyniku wezwań, Dz. U. nr 207.
14. Sobol A., *Wrogie przejęcia w świetle postanowień XIII dyrektywy w sprawie publicznych ofert nabycia akcji*, „Monitor Prawniczy” 7/2005.

15. Solska J., *Jajo Kruka. Złote interesy rodziny Kruków*, „Polityka” z dn. 9.08.2008, nr 32(266).
16. Stec A., Prusek T., *Jak zarobić na spółce opuszczającej giełdę?* „Gazeta Wyborcza” z dn. 25.03.2002.
17. Sudarsanam S., *Fuzje i przejęcia*, WIG PRESS, Warszawa 1998.
18. Swert G., *Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder?*, „The Journal of Finance”, Vol. 55, No 6, 2000.
19. Świderek T., *Przyjazne plany*, „Rzeczpospolita” z dn. 5.01.2001.
20. Thiel S., Zwoliński T., *Akcje i obligacje korporacyjne w publicznym obrocie papierów wartościowych*, Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, Warszawa 2004.
21. www.azoty-tarnow.pl, (czerwiec 2016)
22. www.bankier.pl, (czerwiec 2016)
23. www.bdm.com.pl, (czerwiec 2016)
24. www.lw.com.pl, (czerwiec 2016)
25. www.parket.pl, (czerwiec 2016)
26. www.sygnity.pl, (czerwiec 2016)

INVITATIONS TO SELL SHARES AND CASES OF HOSTILE TAKEOVERS

The paper focuses on invitations to sell shares and their role in causing a hostile takeover of a company. Specifically the paper aims to analyze invitations to sell shares on the Warsaw Stock Exchange between 2000-2012 in order to identify enterprises acquired through hostile takeover. Raising objections to the offer by a board or taking defensive actions are the essential criteria which revealed from 397 cases of invitations, seven cases of hostile takeovers. In all seven cases the price offered was perceived by a board as being too low and unreflective of the value of the company. In six cases investors did not respond to the offer but in one case the offer was accepted.

It would be advisable to analyze the cases concerning the offered price and its impact on the success or failure of a hostile takeover.

Keywords: invitation to sell shares, hostile takeover, tender offer, takeover bid, capital market, enterprise.