

Rozdział I. Charakterystyka wrogich przejęć

§ 1. Definicja wrogiego przejęcia. Ujęcie ekonomiczne i prawne

Wrogie przejęcia dotyczą spółek publicznych uczestniczących w życiu gospodarczym rozwijających się krajów. Spółki te z punktu widzenia znaczenia gospodarczego oraz koncentracji znacznych zasobów stanowią jedne z najważniejszych podmiotów gospodarczych¹.

Z punktu widzenia rozwoju przedsiębiorstwa wyróżniamy kilka aspektów, pierwszy z nich jest oparty na rozwoju wewnętrznym w ramach dotychczasowej jego struktury lub w nowej strukturze w konsekwencji inwestycji bezpośrednich. Inny rodzaj wzrostu stanowi przeciwieństwo wzrostu wewnętrznego i polega na współdziałaniu z innymi przedsiębiorcami, w swej istocie może mieć charakter korporacyjny lub odbywać się poprzez połączenie spółek albo nabycie pakietu kontrolnego danej spółki. Wzrost zewnętrzny jest uznawany za atrakcyjny z punktu widzenia spółki, ponieważ umożliwia relatywnie szybki zwrot nakładów poniesionych w drodze inwestycji, co w przypadku wzrostu wewnętrznego trwa nieco dłużej². Wzrost zewnętrzny polega przede wszystkim na rozbudowie potencjału danego przedsiębiorstwa, a tym samym tworzeniu jego zdolności produkcyjnych, przerobowych, usługowych i innych w następstwie inwestycji rzeczowych. Następuje w ramach dotychczasowej struktury przedsiębiorstwa bądź w utworzonych do tego celu jednostkach organizacyjnych o różnym charakterze (np. nowo wybudowanych filiach przedsiębiorstwa). Odnosi się do racjonalistycznych działań, które prowadzą do harmonizacji i zwiększenia potencjału przedsiębiorstwa. Taka forma rozsze-

¹ W. Sawicz, Wokół problematyki tzw. „wrogiego przejęcia” spółki akcyjnej, Sulechów 2011, s. 119.

² P.J. Szczepankowski, Fuzje i przejęcia. Techniki oceny opłacalności i sposoby finansowania, Warszawa 2000, s. 23; W. Sawicz, Wokół problematyki, s. 127.

rzenia działalności wymaga pokonania pewnych barier np. w postaci wysokich nakładów inwestycyjnych na stworzenie działalności, marketingu oraz konieczności uzyskania zezwoleń, atestów czy licencji³. Wzrost zewnętrzny jest bez wątpienia dobrą alternatywą dla wzrostu wewnętrznego. Przejawia się on w różnego typu współdziałaniu z innymi podmiotami gospodarczymi. Może mieć luźniejszy charakter w ramach korporacyjnych form współdziałania, gdzie następuje przejęcie (wykupienie) pakietu kontrolnego akcji innej spółki. Może posiadać ścisły charakter w ramach różnych form powiązania własności. W przypadku wzrostu zewnętrznego dynamicznie zwiększa się potencjał spółki nabywającej⁴. W. Frąckowiak ponadto stwierdza, że „(...) alternatywą dla inwestycji rzeczowych jest „kupowanie” wzrostu na rynku (...)”⁵. Słusznie podkreśla się, że rozróżnienie pomiędzy poszczególnymi formami działań, jakie podejmowane są dla wzrostu zewnętrznego bywa często nieostre i trudno wskazać z pewną precyzją kryteria ich klasyfikacji, co ma swoje uzasadnienie w literaturze przedmiotu, gdzie wiele terminów stosowanych jest w dość dowolny sposób, przypisując im różne znaczeniowe konotacje⁶.

Pomimo całej złożoności zagadnienia systematyki oraz podziałów działań polegających na „zdobywaniu” czy „nabywaniu” trudno zgodzić się z twierdzeniem, że „(...) biorąc pod uwagę wielość i różnorodność tych procesów trudno jest wskazać dokładnie granice pomiędzy fuzją i przejęciem (...)”⁷. Z punktu widzenia ekonomicznego, a szczególnie prawnego różnice te są zasadnicze. Zgodzić się natomiast można, że trudno określić na ile decyzje o połączeniu są dobrowolne, a na ile wymuszone przez jedno z przedsiębiorstw⁸. Zjawisko wrogich relacji zachodzących między przedsiębiorstwami właśnie na rynku kontroli jest o wiele bardziej rozpowszechnione niż przy połączeniach spółek. W literaturze przedmiotu szczególnie w jej ujęciu ekonomicznym w dalszym ciągu mamy do czynienia z dużą dowolnością nie tylko terminologii *sensu stricto*, ale i w pojmowaniu istoty przejęć. Zdaniem niektórych autorów przejęcie firmy jest zjawiskiem ekonomicznym, które polega na nabyciu ponad 50% wartości kapitału lub aktywów przedsiębiorstwa. Można za przejęcie uznać

³ W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia*, Warszawa 2009, s. 19.

⁴ W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia*, s. 19.

⁵ M. Kamiński, N. Kulpa, M. Lewandowski, M. Kencel, M. Michalski, M. Remlein, R. Sowiński, w: W. Frąckowiak (red.), *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, Warszawa 1998, s. 18.

⁶ M. Kamiński i in., w: W. Frąckowiak (red.), *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, s. 18.

⁷ P.J. Szczepankowski, *Fuzje i przejęcia*. Techniki, s. 27; W. Sawicz, *Wokół problematyki*, s. 128.

⁸ P.J. Szczepankowski, *Fuzje i przejęcia*. Techniki, s. 27; W. Sawicz, *Wokół problematyki*, s. 128.

również nabycie spółki, w której osiąga się przewagę decyzyjną⁹. Z prawnego punktu widzenia takie sformułowanie jest daleko idącym uproszczeniem, które zawiera wiele nieściśłości terminologicznych. Gdyby uznać powyższe zdanie za prawdziwe to wywód autora na gruncie obowiązujących regulacji KSH będzie trudny do przyjęcia: „(...) przejęcie jest często łączone z procesami fuzji przedsiębiorstw, jednakże, w przypadku tej drugiej formy inwestowania najczęściej znikają z rynku podmioty gospodarcze ją tworzące, a na ich miejsce pojawiają się nowe przedsiębiorstwa. Przejęcie powoduje natomiast zniknięcie jedynie nabywanego, przedsiębiorstwa. Nabywca nadal funkcjonuje (...)”¹⁰. Podkreślić należy w tym miejscu pewną nieściśłość terminologiczną, mianowicie autor zamiennie stosuje termin przejęcie, raz jako przejęcie kapitałowe umiejscowione na rynku kontroli, a w dalszej części używa go do określenia zjawiska przejęcia *per incorporationem* zgodnie z regulacjami KSH. Zamiarem autora było bez wątpienia stwierdzenie, że przejęcie kontroli nad spółką może w swej konsekwencji skutkować procesem połączenia spółek w formie *per unionem* lub *per incorporationem*. Z tak sformułowaną tezą nie można się nie zgodzić, jednak nie wydaje się właściwym zastosowanie naprzemienne terminologii dotyczących innych jednak instytucji zarówno w prawnym, jak i ekonomicznym ujęciu. W doktrynie spotyka się również stwierdzenie, że przejęcia kontroli nad przedsiębiorstwem uznaje się za działania konsolidacyjne, fuzje z kolei traktuje się jako szczególne formy przejęć, podobne uproszczenia terminologiczne stosuje wielu autorów¹¹. Biorąc pod uwagę większość przedstawionych w literaturze przedmiotu definicji, zgodzić się należy z niektórymi autorami, że istnieje konieczność ujednoczenia terminologii dotyczącej działań przedsiębiorstw w zakresie fuzji i przejęć, a podział tych pojęć powinien spełniać następujące warunki: być rozłączny, znaczenie poszczególnych terminów powinno wynikać z ich odniesień semantyczno-terminologicznych, ściśle korespondować z polskim prawodawstwem, ze szczególnym uwzględnieniem KSH i ustawy o rachunkowości. Zgodzić się należy ze zdaniem, że rozgraniczone znaczeniowo grupy działań polegających na połączeniu lub łączeniu przedsiębiorstw i przejmowaniu kontroli, dają się zebrać w jedną grupę

⁹ W. Sawicz, Wokół problematyki, s. 128.

¹⁰ W. Sawicz, Wokół problematyki, s. 128.

¹¹ E.F. Brigham, Podstawy zarządzania finansami, t. 3, Warszawa 1996, s. 205; R. Dobbis, W. Frąckowiak, S.F. Witt, Praktyczne zarządzanie kapitałami firmy, Poznań 1992, s. 42 i n.; W. Sawicz, Wokół problematyki, s. 129.

działań zwanych nabyciem. Owo nabycie dzielimy na połączenia (konsolidacje) oraz przejęcia (zakup akcji)¹².

Procesy łączenia lub przejęcia mogą przebiegać na dwa sposoby, są zgodne i przyjazne (ang. *friendly takeover*, franc. *OPA/Eamicale* lub *OPA/E concertree*, niem. *freundliche Übernahme*)¹³ i określane są zazwyczaj jako uzgodnione lub strategiczne¹⁴. W tym przypadku połączenie następuje zgodnie z opracowanym przez zarządy spółek planem i harmonogramem oraz jasno określonymi warunkami¹⁵. Drugie działanie określone jako wrogie nabycie (ang. *hostile takeover* lub *defended takeover*, ang. (USA) *defended takeover*, franc. *OPA/E unnamicale* lub *OPA/E sauvage*, niem. *feindliche Übernahme*), polega na przeniesieniu własności przedsiębiorstwa i kontroli nad nim wbrew woli jego dotychczasowego zarządu¹⁶. Autor stosuje terminologię „nabycie”, dopuszcza możliwość wrogich przejęć nie tylko w procesach przejęć kontroli, ale także w procesach połączeniowych, czyli fuzji i inkorporacji. Warto podkreślić, że ostatecznie jednak w przypadku fuzji i inkorporacji musi dojść do konsensusu pomiędzy zarządami spółek i/lub akcjonariuszami, podczas gdy w przypadku wrogiego przejęcia stanowiska stron powinny pozostać „wrogie” aż do zakończenia procesu przejęcia kontroli co w swej konsekwencji skutkuje najczęściej zmianą zarządu spółki, nad którą przejęto kontrolę. Biorąc pod uwagę niezwykłą złożoność procesów połączeniowych i czas trwania negocjacji, logicznym jest, że stopień wrogości może zmienić się zasadniczo w trakcie trwania całej procedury. Definicja wrogiego przejęcia posługująca się zwrotem „wrogiego nabycia” jako nabycia wbrew woli dotychczasowego zarządu, nie jest trafna, ponieważ jest ujęciem zbyt wąskim i nie podkreśla w należyty sposób konfliktu interesów zainteresowanych innych stron. Przyjmując tak wąskie ujęcie wrogiego przejęcia należy zgodzić się z autorem definicji, że takie nabycia występują relatywnie rzadko¹⁷. Należy jednak uznać za zbyt uproszczenie stwierdzenia (w szczególności w zestawieniu z tak wąską definicją), że występują one zwykle w szczególnych stosunkach między właścicielami a za-

¹² M. Kamiński i in., w: W. Frąckowiak (red.), *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, s. 20 i n.

¹³ C. Podsiadlik, *Wrogie przejęcie spółki*, Warszawa 200, s. 37 i n.; W. Sawicz, *Wokół problematyki*, s. 130.

¹⁴ A. Szumański, *Regulacja prawna holdingu w polskim i europejskim prawie spółek*, PPH 1996, Nr 8, s. 7; W. Sawicz, *Wokół problematyki*, s. 130.

¹⁵ J.K. Solarz, *Holding finansowy*, s. 20; M. Kamiński i in., w: W. Frąckowiak (red.), *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, s. 78; W. Sawicz, *Wokół problematyki*, s. 130–131.

¹⁶ W. Sawicz, *Wokół problematyki*, s. 131.

¹⁷ W. Sawicz, *Wokół problematyki*, s. 131.

rządem, które polegają na tym, że właściciele (akcjonariusze) nie włączają się w procesy decyzyjne spółki, pozostawiając swobodę w zarządzaniu i decydowaniu o nawet najistotniejszych sprawach dla spółki zarządowi¹⁸. Opisany rodzaj stosunków, określany mianem rozszczępienia kontroli i własności, faktycznie sprzyja i w znaczący sposób ułatwia wrogie przejęcie kontroli, ale nie oznacza, że wrogie przejęcie odnosi się wyłącznie do spółek o takiej relacji kontroli do własności. Zgodzić się należy z tezą, że w takich warunkach przy dodatkowym spadku efektywności zarządzania, co skutkuje spadkiem wartości kapitalizacji spółki i wzrostem kosztów pozyskania kapitału rośnie podatność spółki na wrogie przejęcie. Mając na uwadze spadającą cenę rynkową, a jednocześnie utratę zaufania i wiary dotychczasowych akcjonariuszy, spółka staje się atrakcyjnym i łatwym celem, a uzyskanie kontroli nad taką spółką, wymiana zarządu i jej restrukturyzacja może prowadzić do wzrostu jej wartości. W takim kontekście mimo złych konotacji semantycznych słowa „wrogie”, zjawisko wrogich przejęć kontroli można byłoby uznać za korzystne.

Inny kierunek doktryny przedstawia definicję wrogiego przejęcia jako zdarzenia zrealizowanego wbrew lub z pominięciem organów przejmowanej spółki. Przejmujący zwraca się z ofertą do zarządu spółki, a rzadziej do rady nadzorczej. W przypadku, gdy stanowisko zarządu i/lub rady nadzorczej jest nieprzychylnie, kieruje ofertę zakupu akcji bezpośrednio do akcjonariuszy. Taka definicja oznaczałaby, że o zakwalifikowaniu danego działania (transakcji) do wrogich przejęć decyduje negatywna opinia co najmniej jednego organu spółki przejmowanej¹⁹. Zgodzić się natomiast trzeba, że w zasadzie każda transakcja różni się od siebie stopniem wrogości²⁰, mianowicie wrogość może wyrażać się np. przymusową sytuacją, w której spółka zagrożona w obliczu niebezpieczeństwa przejęcia podejmuje działanie, w wyniku którego łączy się z inną firmą, uznając taką sytuację za tzw. mniejsze zło, kolejnym przypadkiem o innym stopniu wrogości może być sytuacja, w której „wrogość” stanowi pewien element strategii i taktyki negocjacyjnej, takie działanie ma na celu zapewnienie akcjonariuszom oraz kadrze menadżerskiej lepszych warunków w procesie konsolidacji.

Niektórzy autorzy za „wrogie” uznają jedynie przejęcia skierowane bezpośrednio do akcjonariuszy, w przypadku skierowania oferty bezpośrednio

¹⁸ W. Sawicz, Wokół problematyki, s. 80.

¹⁹ P. Wróbel, Wrogie przejęcie. Studium przypadku na polskim rynku przejęć, Gdańsk 2004, s. 2; W. Sawicz, Wokół problematyki, s. 131.

²⁰ W. Sawicz, Wokół problematyki, s. 131.

do akcjonariuszy zarząd spółki najczęściej wydaje komunikat skierowany do wszystkich zainteresowanych (interesariuszy i akcjonariuszy spółki), w którym to wyraża opinie dotyczące przedstawionych ofert nabycia lub zamiany akcji, w przypadku spółek publicznych jest to wymóg prawny. Opinie zarządu powinny brać pod uwagę interes spółki i akcjonariuszy, nie zawsze jednak tak jest, ze względu na poważną rozbieżność interesów spółki, akcjonariuszy, interesariuszy i członków zarządu²¹. W takich sytuacjach często zdarza się, że zarządy spółek kierują się przede wszystkim własnym interesem. Przejęcie kontroli nad spółką wbrew woli zarządu najczęściej kończy się wymianą zarządów i rad nadzorczych.

Doktryna problematykę wrogich przejęć przedstawia również w następujący sposób: „(...) zarządzający firmą stanowiącą cel przejęcia muszą zdecydować czy zaakceptować ofertę inwestora strategicznego jako przyjazną, czy też ją odrzucić. Zaakceptowanie oferty przejęcia przez kierownictwo może wynikać z przekonania, że w rezultacie takiej transakcji jego pozycja ulegnie poprawie. Menedżerowie przejmowanej spółki muszą wtedy uzyskać satysfakcjonujący zakres autonomii jak również zachować swoją kontrolę i przywileje (...). Do mniej osobistych motywów może należeć uznanie oferty za najlepszą z opcji dostępnych w danej chwili dla firmy stanowiącej cel przejęcia. Jeżeli nie, mamy do czynienia z wrogimi fuzjami i przejęciami (...)”²². Trudno tego rodzaju określenia traktować jako definicję zarówno w ujęciu realnym jak i normatywnym. Nawet biorąc pod uwagę powyższe określenie wrogiego przejęcia za definicję, zauważyć należy, że obarczona jest ona błędem specyficzności, oznacza to, że wiele procesów przejęć będzie można uznać za „wrogie”, mimo że w istocie takimi nie są. Największą wadą powyższej definicji jest przedstawienie „wrogości” jedynie w kontekście interesów zarządu bez próby sygnalizacji konfliktów interesów spółki, akcjonariuszy, interesariuszy. Warto podkreślić, że w powyższej definicji autor dopuszcza możliwość występowania nie tylko wrogich przejęć, ale i wrogich fuzji. Powyższa definicja jest mało użyteczna do prawnej analizy wrogich przejęć, ale również nie wydaje się być przydatna do zrozumienia istoty tego zjawiska w kategoriach mikro- i makroekonomicznych, przedstawione przez autora techniki obrony przed wrogim

²¹ Z. Sapijaszka, *Restrukturyzacja przedsiębiorstw. Szanse i ograniczenia*, Warszawa 1996, s. 32; W. Sawicz, *Wokół problematyki*, s. 131–132.

²² P.J. Szczepanowski, *Fuzje i przejęcia. Techniki*, s. 147; W. Sawicz, *Wokół problematyki*, s. 133.

przejęciem²³, już chociażby w kontekście bardzo uproszczonej definicji, niewiele wnoszą dla zrozumienia istoty wrogich przejęć.

W literaturze przedmiotu spotkać można wiele w swej istocie podobnych choć inaczej sformułowanych definicji, jak definicja, która przedstawia wrogie przejęcie jako formę nabycia przedsiębiorstwa poprzez nabycie pakietu większościowego akcji przez oferenta (spółkę przejmującą) nad inną spółką, w ten sposób, że ów oferta nie jest akceptowana lub odbywa się bez wiedzy zarządu spółki-celu²⁴. W definicji tej pominięto zagadnienia konfliktu interesów czy ogólnie interesu spółki w domyśle pozostawiając jedynie aspekt oporu zarządu. Godnym podkreślenia jest również fakt, że nawet w literaturze, która poświęcona jest etyce biznesu również można spotkać komentarze dotyczące wrogich przejęć, także w tych opracowaniach nie udaje się uniknąć bardzo powierzchownego pojmowania istoty wrogich przejęć. W doktrynie niekiedy podkreśla się złożoność przejęć na rynkach kapitałowych, uzasadniając ów złożoność faktem, że gospodarka rynkowa się rozwija, jeżeli jej uczestnicy są wolni, a zatem nie ma powodów, aby negatywnie oceniać przejęcia spółek, ponieważ rynek sam je zweryfikuje i być może korzystne efekty przeważą nad niekorzystnymi. Z drugiej strony uznaje się jednak istnienie przejęć określonych przez niektórych autorów jako: „(...) wątpliwe pod względem moralnym (...)”²⁵. Te właśnie przejęcia przez niektórych autorów nazywane są „wrogimi”. Pewne wątpliwości budzi natomiast argumentacja, że: „(...) przejęcia takie określa się jako „wrogie”, ponieważ intencją osób je przeprowadzających jest zarabianie na szantażowaniu menedżerów danej firmy wykupieniem dużego pakietu akcji. Osoby to czyniące, nie chcą przejąć firmy, lecz jedynie skłonić menedżerów do odkupienia nabytego pakietu po wyższej cenie (...)”²⁶. Takie definiowanie wrogich przejęć nie może zyskać aprobaty, choćby ze względu na to, że zjawisko propozycji sprzedaży wcześniej zakupionych pakietów akcji najczęściej bywa odpowiedzią na ofertę spółki-celu, która taką transakcję traktuje jako środek obronny. Niekiedy zdarza się, że w procesach wrogich przejęć arbitrażyści, czyli tzw. *raiders*, wykorzystują pewne sytuacje do szybkiego zwrotu z inwestycji, ale z pewnością takie działanie nie stanowi istoty wrogich przejęć, ani też nie można tego zjawiska traktować jako „wątpliwego moralnie”, chyba że

²³ P.J. Szczepanowski, Fuzje i przejęcia. Techniki, s. 147; W. Sawicz, Wokół problematyki, s. 133.

²⁴ I. Aranowicz, P. Kowalczyk, Wrogie przejęcia na rynku kapitałowym, s. 2–6; W. Sawicz, Wokół problematyki, s. 135.

²⁵ W. Sawicz, Wokół problematyki, s. 135–136.

²⁶ W. Sawicz, Wokół problematyki, s. 135–136.

nabycie akcji nastąpiłoby w wyniku wykorzystania informacji poufnych, stanowi to jednak odrębny problem²⁷.

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

Wrogie przejęcie nie jest pojęciem normatywnym i nie posiada definicji legalnej, wyrażenie to stosowane jest nie tylko w piśmiennictwie z dziedziny ekonomii i zarządzania, ale również w literaturze prawniczej. Problematyka wrogich przejęć pojawia się często w literaturze przy okazji omawiania procesów połączeniowych spółek czy przedstawianiu poszczególnych instytucji związanych z funkcjonowaniem spółek akcyjnych, a także przy prezentowaniu niektórych prawnych zagadnień jak instytucja wezwania do sprzedaży lub zamiany akcji spółek publicznych²⁸. Jedną z pierwszych definicji wrogiego przejęcia mówi, że: „(...) wrogie przejęcie to takie przejęcie kontroli nad spółką, które odbywa się wbrew woli zarządu i akcjonariuszy odgrywających dotychczas wiodącą rolę w spółce i oferta skierowana jest bezpośrednio do akcjonariuszy spółki przejmowanej, często bez uprzedzenia jej organów kierowniczych (...)”²⁹. W powyższej definicji wątpliwość budzi kwestia jakoby wrogie przejęcie można uznać tylko za takie, które odbywa się zarówno wbrew woli zarządu jak i wbrew woli akcjonariusza wiodącego, tak być nie musi choćby ze względu na fakt, że takiego akcjonariusza w spółce w ogóle może nie być. Wątpliwość budzi stwierdzenie „wbrew woli” wydaje się, że sama wola to za mało, aby

²⁷ D.B. Levine, w: *D.B. Lwvine, W. Hoffer, Wall Street od podszewki*, Sosnowiec 1994; W. Sawicz, *Wokół problematyki*, s. 136.

²⁸ A. Nowicki, *Umorzenie akcji*, Warszawa 2007, s. 72; Ł. Gasiński, *Umowy akcjonariuszy co do sposobu wykonywania prawa głosu w prawie polskim i amerykańskim*, Warszawa 2006, s. 64; A. Radwan, *Prawo poboru w spółce akcyjnej*, Warszawa 2004, s. 303–307; A. Rachwał, w: K. Kohutek, A. Rachwał, M. Spyra, W. Wyrwiński, *Spółka akcyjna i spółka komandytowo-akcyjna*, Warszawa 2005, s. 42–48; W. Sawicz, *Wokół problematyki*, s. 136.

²⁹ A. Szumański, *Regulacja prawna holdingu w polskim i europejskim prawie spółek*, PPH 1996, Nr 8, s. 5; W. Sawicz, *Wokół problematyki*, s. 137.

uznać dane przejęcie za wrogie, powinny być jednak podjęte takie działania, które utrudniłyby lub uniemożliwiłyby takie przejęcie. Spore wątpliwości budzi przedstawienie samego celu wrogiego przejęcia, mianowicie zgodnie z powyższą definicją celem jest uzyskanie przez jedną spółkę pakietu kontrolnego akcji drugiej spółki w celu: „(...) głównie wyeliminowanie z rynku konkurencji lub znacznego ograniczenia jej wpływów (...)” stwierdzając następnie, że: „(...) stąd wzięła się nazwa wrogie przejęcie (...)”. Pojęcie wrogich przejęć podobnie definiują również inni autorzy³⁰.

Trudno jest definiować kryterium wrogości w oparciu o cel przejęcia. Takie założenie ogranicza w dużej mierze istotę pojmowania wrogiego przejęcia, w zasadzie o fakcie wrogiego przejęcia można byłoby mówić jedynie w czasie przeszłym znając jego skutki. Zastanowić się zatem należy, czy znane są przypadki, w których podmiot mający zamiar wyeliminować z rynku konkurencję przez przejęcie nad nią kontroli, ogłaszał ten zamiar już w trakcie operacji przejęcia, takie operacje z góry byłyby skazane na niepowodzenie. O wiele częściej motywami przejęcia jest chęć przejęcia i wykorzystania, w dobrym tego słowa znaczeniu aktywów materialnych i niematerialnych spółki oraz wykorzystując efekt synergii stworzenie mocniejszego i bardziej konkurencyjnego podmiotu. Wobec takiego stwierdzenia nasuwa się pytanie kto jest decydemtem określenia celu przejęcia, jeżeli z pełnym przekonaniem można stwierdzić, że spółka przejmująca nie będzie w ten sposób definiowała celu przejęcia, to czy stwierdzenie spółki przejmowanej, że ów przejęcie ma na celu wyeliminowanie jej z rynku będzie wystarczającą przesłanką, aby uznać takie przejęcie za „wrogie”? Odpowiedź twierdząca wskazywać będzie na fakt, że w rezultacie wrogie przejęcie zachodzi wtedy, gdy za takie uzna je spółka przejmowana, będzie to więc działanie albo wbrew interesom tej spółki, albo wbrew interesom grupy akcjonariuszy, albo wbrew interesom organów spółki, stosując takie ujęcie problemu należy być ostrożnym z uwagi na fakt, że pojęcie wrogiego przejęcia jest bardzo często nadużywane, jako przykład można podać sytuację, w której przejęcie pakietu kontrolnego przez spółkę przejmującą leży w interesie akcjonariuszy pozostających w spółce przejmowanej, gdyż spółka nie zamierza przejąć rynku spółki przejętej i następnie doprowadzić ją do upadłości, ale wręcz zamierza dokapitalizować ją i restrukturyzować³¹. Co

³⁰ M. Klepczyńska, *Przejęcie spółek kapitałowych w prawie polskim*, PS 1999, Nr 6, s. 11–17; W. Sawicz, *Wokół problematyki*, s. 137.

³¹ A. Szumański, w: S. Sołtysiński, A. Szumański, J. Szwaja, *Komentarz KSH*, Warszawa 2004, s. 212; W. Sawicz, *Wokół problematyki*, s. 138.

w konsekwencji oznacza dla spółki przejętej wzrost wartości jej akcji co niewątpliwie leży w interesie jej akcjonariuszy oraz spółki jako takiej. Kierując się podtekstem należy podkreślić, że organy spółki przejmowanej podejmują działania uniemożliwiające zdobycie kontroli nad spółką wyłącznie w obawie o swoje własne interesy, a nie interes samej spółki. W doktrynie podkreśla się fakt, że takie przejęcie jest wroгим przejęciem wyłącznie w odniesieniu do menedżerów spółki przejmowanej, jednocześnie podkreślić należy, że słusznym jest stwierdzenie, że w przypadku wrogiego przejęcia podejmowane są odmienne czynności prawne niż przy przejęciu przyjaznym³². Przy wroгим przejęciu zgłaszana jest oferta nabycia akcji najczęściej bezpośrednio akcjonariuszom z pominięciem organów spółki przejmowanej. Mimo kontrowersyjnego charakteru wrogich przejęć nie ma żadnych badań empirycznych wskazujące na to, że ich podstawowym celem jest eliminacja przejmowanej spółki. Procesy konsolidacyjne jakie zachodziły na rynkach światowych jako wrogie przejęcia z reguły dotyczyły procesów działania wbrew stanowisku zarządu i głównych akcjonariuszy, w większości nie prowadziły do upadłości czy likwidacji firmy raczej do ich restrukturyzacji, a w najgorszym ujęciu miały na celu spekulacyjne wzrosty kapitalizacji spółki przejmowanej (rzadko przejmującej) tym samym wzrosty cen akcji. Jeżeli miały miejsce straty w aktywach spółki przejmowanej to wiązały się często ze strategiami obronnymi nieuzasadnionymi interesem spółki ani akcjonariuszy. W prawniczej literaturze wrogie przejęcie egzystuje jako przejęcie kontroli nad spółką wbrew woli jej organów i/lub dominującej grupy akcjonariuszy, w pewnym sensie w takim ujęciu zawiera się interes spółki. Wobec trudności w określeniu interesu spółki w przypadku, gdy brak jest jednomyślności z interesem akcjonariuszy i zarządu najczęściej decydującym w określeniu i zdefiniowaniu interesu spółki będzie albo zarząd, albo walne zgromadzenie akcjonariuszy. Zwykle zarząd sprzeciwia się przejęciu w obawie o utratę przysługujących mu przywilejów i stanowisk, może jednak pozytywnie opiniować proces przejęcia mając np. zapewnione własne korzyści, mimo że interes spółki jest zagrożony.

Literatura przedmiotu wrogie przejęcie definiuje również jako przejęcie kontroli wbrew woli zarządu i akcjonariuszy odgrywających dotychczas wiodącą rolę w spółce, przy czym przejmujący zwracają się wprost bezpośrednio do akcjonariuszy przejmowanej spółki, czyniąc to często bez uprzedzenia jej

³² Za „przyjazne” uznać można przepisy dotyczące połączenia, o których mowa w art. 491 i n. KSH.

organów kierowniczych³³, autor słusznie podkreśla jednak, że w istocie jednym z najważniejszych wyznaczników wrogiego przejęcia jest fakt podjęcia przez spółkę-cel działań obronnych³⁴. Uwaga ta jest niezwykle cenna w nawiązaniu do zaproponowanej w dalszej części pracy definicji. Podkreślić należy, że doktryna przyjmuje również stanowisko, że wrogie przejęcie odbywa się wyłącznie w drodze tzw. wezwania, czyli jest ono instytucją prawa publicznego i dotyczyć może ono wyłącznie publicznych spółek akcyjnych, a zatem jest ono utożsamiane z instytucjonalnym nabywaniem przez rywalizujących akcjonariuszy znacznych pakietów akcji³⁵. Autorzy w literaturze przedmiotu przestrzegają przed utożsamianiem wrogich przejęć ze: „(...) zmaganiem akcjonariuszy o uzyskanie kontroli nad obsadą stanowisk w zarządzie i radzie nadzorczej (...)”, czyli tzw. *proxy contest* lub *proxy fight*³⁶. Kolejnym elementem jest dokonanie również umownego podziału na przejęcia „przyjazne” i przejęcia „wrogie”. Dokonanie takiego podziału nie zawsze jest procesem łatwym, głównie z powodu złożoności i specyfiki tego typu procesów przyjmując jednocześnie, że w zasadzie każdy proces jest wieloetapowy. Relacje między spółkami podczas trwania każdego z etapów mogą przyjmować zmienny charakter, od bardzo „wrogi” do bardzo „przyjaznych” i odwrotnie.

W doktrynie panuje także pogląd, że należy zakwestionować popularną definicję wrogiego przejęcia, zgodnie z którą przejęcie ma charakter wrogi, jeżeli oferta przejęcia została wstępnie odrzucona przez zarząd spółki podlegający przejęciu³⁷. Literatura przedmiotu definiuje również wrogie przejęcie jako: „(...) przejęcie kontroli nad spółką wbrew woli zarządu i akcjonariuszy odgrywających dotychczas wiodącą rolę w spółce (...)”³⁸.

Do uznania danego przejęcia za „wrogie” nie jest konieczny jednoczesny brak zgody na nie i zarządu i określonych akcjonariuszy. W doktrynie podkreśla się fakt, że wrogie przejęcie w wyniku porozumienia między stronami może przekształcić się w „przyjazne przejęcie”. Trudno co prawda początkowo

³³ C. Podsiadlik, Wrogie przejęcie, s. 39 definicja za A. Szumańskim, w: A. Szumański, Regulacja prawna, s. 5; W. Sawicz, Wokół problematyki, s. 139.

³⁴ C. Podsiadlik, Wrogie przejęcie, s. 39 definicja za A. Szumańskim, w: A. Szumański, Regulacja prawna, s. 5; W. Sawicz, Wokół problematyki, s. 139.

³⁵ C. Podsiadlik, Wrogie przejęcie, s. 39 definicja za A. Szumańskim, w: A. Szumański, Regulacja prawna, s. 5; W. Sawicz, Wokół problematyki, s. 139.

³⁶ W. Sawicz, Wokół problematyki, s. 140.

³⁷ C. Mayer, w: T. Jankinson, C. Mayer, Wrogie przejęcie na rynku kapitałowym, Warszawa 1998, s. 4; W. Sawicz, Wokół problematyki, s. 140.

³⁸ A. Szymańczyk, Przynajmniej przejęć kapitałowych i prawne sposoby ich zapobiegania, s. 1–2, tekst dostępny na stronie: www.e-finanse.com; W. Sawicz, Wokół problematyki, s. 140.

wrogą ofertę uznać za przyjazną tylko z powodu uzgodnienia przez strony satysfakcjonującej ceny przejęcia, ponieważ taka sytuacja jest tylko wynikiem kompromisu i negocjacji. A zatem czy na tej podstawie wrogie przejęcie należy formułować raczej jako: „(...) przejęcie spółki-celu, w którym to spółka-cel podejmuje działania obronne celem zarzucenia przez przejmującego jego planów (...)”. Takie definiowanie wrogiego przejęcia odznacza się zbyt małą precyzją. Trudno zgodzić się również z tezą, że wrogie przejęcie skierowane jest nie tylko do spółki-celu, ale również przeciwko jej aktualnemu zarządowi, któremu to zarzuca się nieskuteczność, wrogie przejęcie ma bowiem zawsze na celu przejęcie kontroli nad spółką bez względu na intencje i motywy, zarząd natomiast jest w tym procesie co najwyżej oponentem i przeciwnikiem, który dąży do uniemożliwienia realizacji przejęcia.

Inna grupa autorów wrogie przejęcie definiuje jako nabycie akcji spółki przez nowego inwestora strategicznego wbrew woli rady nadzorczej i zarządu, podkreślając jednocześnie fakt podejmowania przez nich określonych działań prawnych i faktycznych, które mają na celu utrudnienie lub udaremnienie przejęcia kontroli nad spółką³⁹. Definicja ta ogranicza podmiot przejmujący do nowego inwestora strategicznego, tymczasem podmiotem przejmującym kontrolę nad spółką nie musi być inwestor strategiczny, a tym bardziej nowy. Definicja wrogiego przejęcia prezentowana jest w doktrynie również w innym ujęciu w odniesieniu do spółki publicznej jako wezwanie akcjonariuszy do sprzedaży lub zamiany akcji, którego celem jest przejęcie kontroli nad spółką wbrew woli aktualnych członków jej organów kierowniczych⁴⁰. Precyzując powyższą definicję stwierdzić należy, że podmiot przejmujący chce przejąć ilość akcji, która zapewni mu prawo głosu dając jednocześnie możliwość zarządzania spółką poprzez wywieranie decydującego wpływu na skład personalny jej organów (nadzorczego, zarządzającego oraz na treść uchwał walnego zgromadzenia). Słusznie podkreśla się fakt, że wbrew swojej nazwie działanie to nie musi stać w sprzeczności z interesem spółki, a motywem może być niewłaściwe zarządzanie spółką przez jej dotychczasowych menedżerów. Wobec powyższego należy mieć na uwadze, że celem przejęć są nie tylko spółki, które charakteryzują się niedowartościowanymi akcjami. Doktryna przedstawia definicje wrogiego przejęcia także jako: „(...) przejęcie kontroli na sku-

³⁹ D. Wajda, *Obowiązek lojalności w spółkach kapitałowych*, Warszawa 2009, s. 147; W. Sawicz, *Wokół problematyki*, s. 141.

⁴⁰ K. Oplustil, *Obrona przed wrogim przejęciem publicznej spółki akcyjnej w prawie europejskim i polskim*, s. 10–19; W. Sawicz, *Wokół problematyki*, s. 141.

tek nabycia akcji wprost od jej akcjonariuszy bez wiedzy, a najczęściej wbrew woli organów przejmowanej spółki (...)"⁴¹. W tym kontekście podkreśla się, że podział przejęć na „przyjazne” i „wrogie” opiera się na pozaprawnych kryteriach i wskazuje przede wszystkim stopień współdziałania podmiotu nabywającego akcje z organami spółki, która podlega przejęciu. Podkreśla się, że o wrogim przejęciu możemy mówić zarówno w odniesieniu do spółek publicznych, jak i niepublicznych, większą jednak rolę w praktyce odgrywają przejęcia spółek publicznych⁴². Warunkiem, aby wrogie przejęcie okazało się skuteczne jest wysoka liczba wyemitowanych akcji oraz odpowiedni stopień ich rozproszenia, dlatego trafnie podnosi się, że wrogie przejęcie należy rozumieć jako odmienny proces koncentracji gospodarczej związanej z rynkiem kapitałowym, a ściślej z publicznym rynkiem papierów wartościowych, zwłaszcza rynkiem giełdowym⁴³. Należy zwrócić uwagę, na fakt rozdzielenia przez doktrynę możliwość podziału przejęć na „wrogie” i „przyjazne” w zależności od motywów przeprowadzania tych procesów. Za „przyjazne” uznać można przejęcia służące wzmocnieniu pozycji rynkowej obu uczestników tego procesu, za „wrogie” z kolei można uznać przejęcia dążące do wzmocnienia pozycji na rynku podmiotu, który przejmuje kontrolę. Niewątpliwie jednak podział na „wrogie” i „przyjazne” przejęcia opiera się na różnym stopniu współdziałania podmiotu przejmującego z organami spółki. Przejęcia „wrogie” to przejęcia odbywające się bez wiedzy, a często i wbrew woli zarządu spółki-celu poprzez nabycie jej akcji bezpośrednio od jej akcjonariuszy. W opracowaniu KPWiG⁴⁴ istnieje negatywne określenie procesu wrogiego przejęcia. W punkcie pod tytułem „Ograniczenia i koszty”, dokładnie w części, która przedstawia pewne wady wprowadzenia akcji do obrotu publicznego na rynku wtórnym, autorzy ostrzegają przed możliwością wrogiego przejęcia. Punkt 3.2.2. ma następujące brzmienie: „(...) Okolicznością, która należy wziąć pod uwagę przy wprowadzeniu akcji do obrotu na publicznym rynku wtórnym jest możliwość wrogiego przejęcia spółki. Notowanie akcji na rynku regulowanym oznacza, iż nie jest możliwe kontrolowanie na bieżąco struktury akcjonariatu. Wrogiego przejęcia dokonują z reguły konkurenci spółki, a ich głównym celem jest likwidacja spółki, przejęcie jej rynków zbytu, pozyskanie nowych unikalnych tech-

⁴¹ A. Sasiak, *Fuzje i przejęcia spółek publicznych*, Kraków 2000, s. 27; W. Sawicz, *Wokół problematyki*, s. 141.

⁴² W. Sawicz, *Wokół problematyki*, s. 142.

⁴³ W. Sawicz, *Wokół problematyki*, s. 142.

⁴⁴ M. Poślad, S. Thiel, T. Zwoliński, *Akcje i obligacje korporacyjne – oferta publiczna i rynek regulowany*, KPWiG, Warszawa 2006, s. 33.

nologii. Niebezpieczeństwo można jednak istotnie ograniczyć, np.: wprowadzając do statutu odpowiednie zapisy chroniące dotychczasowych właścicieli, konstruując publiczną ofertę nabycia akcji w taki sposób, aby nie doprowadzić do nadmiernego rozwodnienia kapitału i zapewnić zachowanie kontroli nad spółką, pozyskując stabilnego i przyjaznego inwestora strategicznego (...).” Wrogie przejęcie biorąc pod uwagę definicje zawarte w literaturze przedmiotu może nastąpić także w spółkach niepublicznych, choć upublicznienie zwiększa możliwość podmiotu, który ma zamiar przejąć kontrolę, ale dzięki tej świadomości pozwala na prewencyjne przygotowanie się do obrony. Należy mieć jednak na uwadze, że każdy środek obrony wprowadzony przed zagrożeniem, jak i po zagrożeniu, najczęściej ma wpływ na obniżenie atrakcyjności spółki w oczach inwestorów, a więc i kapitalizację spółki. Dla akcjonariuszy możliwość przejęcia spółki najczęściej ma mobilizujący wpływ na zarządy spółek, literatura określa to zjawisko jako kontrola zewnętrzna spółki. W przypadku oferty przejęcia dotychczasowi akcjonariusze będą mieli możliwość pozbycia się akcji spółki najczęściej z wysoką premią. Należy bez wątpienia zastanowić się czy wrogich przejęć dokonują najczęściej konkurenci spółki w celu jej likwidacji, przejęcia rynku zbytu itp. Są oni co do zasady jedynymi podmiotami dokonującymi wrogich przejęć, celowość wrogiego przejęcia nie może być rozpatrywana w granicach tylko i wyłącznie poprzez pryzmat ogólnych działań charakterystycznych dla wszystkich rynków, jest to zbyt duże ograniczenie i uproszczenie. Cel jakim kieruje się dana spółka w chwili wrogiego przejęcia należy analizować nie tylko pod kątem dążeń agresora do likwidacji spółki stanowiącej konkurencję i przejęcia jej rynku zbytu, celowość takiego działania jest bowiem ściśle związana z czynnikami warunkującymi dynamizm rynkowy, który w pewnych okresach obiera różne kierunki i tym samym wpływa na decyzje spółek o podjęciu takich, a nie innych działań. Nawiązując do opracowania KPWiG⁴⁵ trzeba podkreślić, że zarówno ustawa z 29.7.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych⁴⁶ w art. 10, jak i przepisy KSH dają określone i w miarę skuteczne sposoby monitorowania struktury akcjonariatu, poza tym spółka zawsze ma możliwość powołania komórek organizacyjnych, które mają na celu utrzymywanie relacji z akcjonariuszami spółki, co zasadniczo daje wgląd w strukturę akcjonariatu. Zbudowanie defini-

⁴⁵ M. Poślad, S. Thiel, T. Zwoliński, Akcje i obligacje korporacyjne – oferta publiczna i rynek regulowany, KPWiG, Warszawa 2006, s. 33.

⁴⁶ T.j. Dz.U. z 2019 r. poz. 623 ze zm.

cji wrogiego przejęcia jest procesem trudnymi i wymagającym, doktryna próbuje usystematyzować pojęciowo wrogie przejęcie w dalszym ciągu jest ono jednak zbyt ogólne.

Na podstawie przedstawionych powyżej definicji wrogiego przejęcia należy podkreślić, że przedstawiciele doktryny w różny sposób prezentują istotę tego zjawiska. Nauka nie wypracowała jednolitego stanowiska w tym zakresie. Jedną z przesłanek uznania danego przejęcia za „wrogie” jest sprzeciw zarządu spółki przejmowanej, przy czym niektórzy przedstawiciele doktryny podkreślają dodatkowo brak zgody ze strony rady nadzorczej lub kluczowej grupy akcjonariuszy. Bez wątplenia należy zgodzić się, że brak zgody nie uprawnia jeszcze do uznania danego przejęcia za „wrogie”, gdyż konieczne jest jeszcze podjęcie działań mających na celu utrudnienie lub udaremnienie zamiaru spółki agresora. Takie stanowisko uzasadnia fakt, że większość tych działań faktycznie polega na wykorzystaniu konkretnych instytucji prawnych. Powszechny jest również pogląd, że w literaturze prawniczej dominuje negatywny kontekst pojęcia wrogiego przejęcia.

Ponieważ wrogie przejęcie nie posiada legalnej definicji, nie jest też definiowane ustawowo, istnieje pewna obawa przed popełnieniem błędów w definiowaniu tego zjawiska na gruncie praktyk rynkowych. Definicja wrogiego przejęcia powinna zostać ujednoczona i zdecydowanie uszczegółowiona, gdyż wrogie przejęcie jest nie tylko nieodzowną częścią działań jakie zachodzą na rynku, ale również dotyczy wprost bezpośrednio jego podmiotów, które reagują w różny sposób na dynamikę zmian zachodzących na światowych rynkach. Praktyka rynkowa wraz z doktryną podjęły próbę zbudowania definicji wrogiego przejęcia, ale nie jest ona wystarczająco ujednoczona i skonkretyzowana. Zawarte w niniejszej pracy propozycje i rozważania potwierdzają brak wykreowania jednej, zgodnej ze wszystkimi założeniami autorów definicji, która regulowałaby proces wrogiego przejęcia i na stałe odizolowała je od innych praktyk zachodzących na rynku. Ryzyko wrogiego przejęcia mieści się w terminologii fuzji i przejęć, ale z uwagi na jego wagę zasługuje na własną definicję. Na konieczność ponownego podjęcia próby zdefiniowania wrogiego przejęcia wskazuje rozległa praktyka rynkowa oraz konieczność zaklasyfikowania niektórych transakcji jako prób wrogiego przejęcia. Wydaje się bowiem, że istotą wrogich przejęć nie są wyłącznie kwestie proceduralne czy motywowe, jakimi kieruje się przejmujący podmiot, a zatem czy trafną definicję wrogiego przejęcia można sformułować przyjmując za punkt wyjścia podstawowe stwierdzenie, mianowicie, że wrogie przejęcie to działanie, które posiada pewne cechy konstytutywne i dotyczy konkretnego obszaru relacji ja-

kie zachodzą między podmiotami? Jest to niewątpliwie jeden z podstawowych czynników, które pomogą w budowie definicji. Kolejnym ważnym elementem jest podjęcie przez spółkę-cel działań obronnych jako reakcji na chęć przejęcia jej przez spółkę agresora, jest to kluczowe zjawisko, gdyż pomiędzy danymi podmiotami zachodzi proces odpowiadający cechom wrogiego przejęcia, ponieważ działania obronne podjęte przez spółkę-cel, m.in. narażają ją jednocześnie na utratę wartości jej własnych akcji, taka czynność jest zarówno reakcją na konkretne działanie i tym samym poświęceniem na rzecz działań obronnych walorów posiadanych przez spółkę (np. spadek wartości akcji). Bez wątplenia takie działanie spółki-celu będzie odpowiedzią na wrogie zachowanie innego podmiotu. Definicja wrogiego przejęcia powinna zawierać element konieczności zastosowania działań obronnych przez zagrożoną spółkę. Reakcje zachodzące między podmiotami w kontekście wrogiego przejęcia są wbrew pozorom powtarzalne, dlatego można je wpisać do kanonu zachowań związanych z procesami wrogich przejęć. Jeśli chodzi o cel samego działania, zaczniemy od spółki agresora, bo to ona za pomocą pewnych zachowań inicjuje cały proces, w literaturze mówi się z dużym uogólnieniem, że spółka mająca słabą pozycję na rynku jest potencjalnym celem, ale dopiero działanie spółki, która chęć ową słabość wykorzystała inicjuje wrogie przejęcie, dlatego z punktu widzenia definicji należy przyrzeć się bliżej zachowaniu najeźdźcy. Spółka agresor jak mówią przedstawione na podstawie niniejszej pracy definicje kieruje się chęcią dominacji i przejęcia kontroli, natomiast fakt, czy jest to korzystne dla spółki przejmowanej w jakikolwiek sposób nie jest przedmiotem tego rozważania. Ponieważ już same motywy działania agresora determinują wrogie przejęcie. Wobec powyższego za cel w kontekście spółki przejmującej uznaje się chęć dominacji i przejęcia kontroli nad spółką-celem, a skoro mówimy o działaniu jednej spółki na drugą w kontekście wrogości takie elementy również muszą znaleźć się w definicji.

Kolejnym istotnym elementem z punktu widzenia definicji jest spółka będąca celem wrogiego przejęcia. Przejęcie kontroli budzi przede wszystkim sprzeciw organów spółki-celu takich jak zarząd lub rada nadzorcza. Analiza wrogich przejęć wyraźnie potwierdza, że zjawisko to może wywołać również sprzeciw samych akcjonariuszy (np. akcjonariusza większościowego lub grupy akcjonariuszy, którzy kontrolują spółkę dzięki łącznie posiadanym akcjom). Dlatego istotnym elementem w definicji wrogiego przejęcia jest bez wątpienia uwzględnienie powyższych organów oraz akcjonariuszy, zajmujących w procesie wrogiego przejęcia wyraźne stanowisko i mających wpływ na spółkę.