

Granice obrony zarządu spółki przed wrogim przejęciem – analiza ekonomiczno-prawna

Miłosz Józwiak
(Uniwersytet Warszawski, Wydział Prawa i Administracji)

Streszczenie

Na polskim rynku coraz częściej ostatnimi czasy dyskutuje się o zakresie swobody, jaką powinien dysponować zarząd spółki notowanej na rynku oficjalnych notowań giełdowych (bądź alternatywnym systemie obrotu) w wypadku prób wrogiego przejęcia. Rynek fuzji i przejęć, w tym również rynek transakcji o charakterze wrogim, traktowany jest w naukach ekonomicznych jako swoisty mechanizm alokacji dóbr. Alokacja kontroli korporacyjnej, zgodnie z twierdzeniem Coase'a, motywuje rynek (tj. głównie akcjonariuszy) do przekazywania stanowisk kierowniczych w podmiotach gospodarczych w ręce najefektywniejszych menadżerów. Zjawisko to stanowi zarazem fundament schematu tzw. zewnętrznej kontroli nad zarządami spółek, wpisując się trwale w układ sił kształtujących ład korporacyjny.

Zwolennicy zapewnienia zarządom spółek minimalnych możliwości obrony przed wrogimi przejęciami opierają swoją argumentację na założeniu o rynkowej efektywności mechanizmu alokacyjnego. Proponenci rozwiązań odmiennych zwracają uwagę na istotną rolę zarządu spółki w każdej transakcji połączenia lub przejęcia, jak również niedoskonałości rynku fuzji i przejęć oraz wadliwość alokacyjnej funkcji wspomnianych operacji.

Analiza wyników badań wykorzystujących cztery metody pomiaru efektywności transakcji konsolidacyjno-kooperacyjnych mających miejsce w ostatnich latach na rynku korporacyjnym, dementuje optymistyczne założenia o skuteczności rynku fuzji i przejęć. Problemem stojącym przed krajowym regulatorem, w świetle powyższych wniosków, jest takie ukształtowanie systemu prawnego, aby odnaleźć punkt równowagi pomiędzy nadmiernym upłynnieniem rynku fuzji i przejęć, mogącym ostatecznie pokrzywdzić akcjonariuszy spółek przejmowanych a przyznaniem zarządom zbyt szerokiej dyskrekcji, co z kolei zagrażałoby spotęgowaniem kosztów agencyjnych oraz lekceważeniem interesów akcjonariuszy spółek przejmowanych.