

Wrogie czy przyjazne przejęcie? Enea kupuje Bogdanę – case study

Kamil Gemra*

Streszczenie: *Cel* – Zbadanie bezprecedensowej transakcji na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie, kiedy to państwowa firma znajdująca się w WIG20 ogłasza wezwanie na inną firmę z tego indeksu i dochodzi do przejęcia. Niniejszy artykuł jest próbą odpowiedzi na pytanie czy było to wrogie, czy przyjazne przejęcie.

Metodologia badania – Badanie oparte jest na metodzie case study oraz zawiera elementy analizy danych wtórnych.

Wynik – Nieprecyzyjność definicji wrogiego i przyjaznego przejęcia oraz duży dynamizm badanego procesu uniemożliwiają stwierdzenie jednoznaczne jakiego charakteru była to transakcja. Poszczególne jej etapy miały charakter zarówno wrogiego przejęcia jak i przyjaznej transakcji.

Oryginalność/wartość – Artykuł podejmuje stosunkowo nową transakcję, która miała miejsce na jesieni 2015 roku. Jest przykładem zastosowania definicji dotyczącej charakteru przejęć do konkretnego przypadku jaki miał miejsce w gospodarce.

Słowa kluczowe: fuzje i przejęcia, wrogie przejęcie, przyjazne przejęcie, GPW

Wprowadzenie

Współczesna gospodarka charakteryzuje się dynamicznymi procesami w niej zachodzącymi. Firmy bezustannie szukają możliwości rozwojowych. Mogą to robić w dwojaki sposób – zasobami wewnętrznymi lub zewnętrznymi. Ostatnie lata wskazują, że chęć dynamicznego wzrostu wymusza korzystanie z zasobów zewnętrznych. Jedną z możliwości takiego wzrostu są transakcje fuzji i przejęć. Ich motywy są bardzo różne, najczęściej jednak wskazuje się chęć dążenia do efektów synergii. Natomiast niemal powszechną wiedzą jest już to, że większość transakcji się nie udaje tzn. trudno szukać wspomnianych efektów synergii czy wzrostu wartości połączonych podmiotów. W przypadku fuzji i przejęć ciekawym zagadnieniem jest to czy są one przyjazne czy wrogie.

Celem niniejszego artykułu jest zbadanie bezprecedensowej na polskim rynku transakcji, kiedy to państwowa firma przejmuje firmę prywatną ogłaszając wezwanie na jej akcje. Co ciekawe trudno jednoznacznie określić, czy była to transakcja przyjazna czy wroga. Niniejszy artykuł jest próbą odpowiedzi na to pytanie.

* dr Kamil Gemra, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, e-mail: kamil.gemra@gmail.com.

1. Fuzje i przejęcia w ujęciu teoretycznym

Transakcje fuzji i przejęć (*Mergers and Acquisitions* – M&A) są jedną z metod zewnętrznego rozwoju przedsiębiorstwa. Metoda ta cieszy się coraz większą popularnością. Fuzje i przejęcia należą do procesów, które towarzyszą rozwojowi gospodarki od powstania produkcji masowej oraz dużych przedsiębiorstw, czyli od połowy XIX wieku. Są jednym ze sposobów rozwoju i wzrostu przedsiębiorstwa, alternatywą dla wzrostu opartego na metodzie wewnętrznej realizowanej w oparciu o własne zasoby i umiejętności lub tradycyjnie rozumiane inwestycje kapitałowe. Fuzje i przejęcia stały się najatrakcyjniejszą strategią rozwoju wielkich przedsiębiorstw stanowiąc główną wartość inwestycji rzeczowych (Lewandowski 2011, s. 13). Transakcje fuzji i przejęć są wykorzystywane z jednej strony jako narzędzie pozwalające na szybką ekspansję, umożliwiającą uzyskanie pozycji dominującej na rynku, a z drugiej jako narzędzie umożliwiające obniżenie kosztów funkcjonowania poprzez uzyskanie korzyści skali, co wiąże się z efektywnym wykorzystywaniem posiadanych zasobów (Korpus 2013, s. 7). Fuzje i przejęcia są zatem dążeniem do wykorzystania ekonomii skali (Herdan, Antolak 2005, s. 22). Ponadto realizacja strategii przedsiębiorstwa poprzez przejęcia przedsiębiorstw, szczególnie za granicą, umożliwia także ominiecie takich barier jak narodowe przepisy administracyjne, cła, kontyngenty czy selektywny przydział licencji (Szczepankowski 2000, s. 41).

Powszechne występowanie fuzji i przejęć jest charakterystyczne głównie dla krajów wysoko rozwiniętych. Transakcje na dużą skalę realizowane są w Unii Europejskiej, Japonii, Kanadzie, Australii, jednak zdecydowanie największym rynkiem są Stany Zjednoczone. To właśnie gospodarka amerykańska jest swego rodzaju inicjatorem procesów fuzji i przejęć, ponieważ do końca ubiegłego wieku była odpowiedzialna za większość transakcji realizowanych na tym rynku. Naturalnie jest to pochodna jej rozmiaru jak również niezwykle sprawnie funkcjonującego rynku kapitałowego. W ostatnich latach jednak daje się zauważyć, że procesy fuzji i przejęć zaczynają coraz częściej występować w krajach nieco mniej rozwiniętych (Korpus 2012, s. 161).

Na początku drugiej dekady XXI wieku można było zaobserwować globalne spowolnienie na rynku fuzji i przejęć. Trend ten objawiał się poprzez spadek ilości transakcji oraz ich wartości. W latach kryzysu widoczny jest natomiast bardziej wyrazisty spadek wartości realizowanych transakcji, co wiązało się bezpośrednio z większą ostrożnością inwestorów oraz trudniejszym dostępem do kapitału. Patrząc na ostatnie lata można zauważyć, że w 2013 roku nastąpiło wyhamowanie dynamiki procesów fuzji i przejęć. Według raportów Allen and Overy w 2013 roku liczba, jak i wartość transakcji spadła o 14%. Natomiast wraz ze wzrostem poziomu płynności w przedsiębiorstwach, utrzymującymi się niskimi stopami procentowymi i stosunkową stabilnością rynków kapitałowych znowu doszło do wzrostu zarówno liczby transakcji, jak i ich wartości. Firma doradcza Allen and Overy szacuje, że wzrost wartości fuzji i przejęć w 2014 roku w porównaniu z rokiem 2013 wyniósł około

80%. Wyjątkiem jest tutaj region Europy Środkowo-Wschodniej, gdzie konflikt rosyjsko-ukraiński wstrzymał duże procesy transakcyjne (Kabaciński 2015, s. 525).

2. Główne rodzaje transakcji

Współczesny ład gospodarczy sprawia, że przedsiębiorstwa niezależnie od swojej woli stają się uczestnikami rynku fuzji i przejęć. Nawet jeżeli nie uwzględniają tego w swojej strategii rozwoju zewnętrznego, mogą stać się celem wrogiego przejęcia.

Fuzje, czyli transakcje połączeniowe mogą przebiegać poprzez przeniesienie całego majątku spółki przejmowanej na spółkę przejmującą za udziału lub akcje, lub poprzez zawiązanie nowej spółki. Natomiast przejęcia polegają na przeniesieniu kontroli nad działalnością gospodarczą przedsiębiorstwa z jednej grupy inwestorów lub jednego inwestora do innej grupy lub innego inwestora (Frąckowiak 2009, s. 27).

Fuzje i przejęcia najczęściej mają charakter przyjazny, co oznacza, że dotychczasowy zarząd spółki wyraża aprobatę dla transakcji. Jest jednocześnie przychylny przeniesieniu własności i kontroli nad przedsiębiorstwem na rzecz nowego właściciela. W przypadku transakcji przyjaznego połączenia plan transakcji jest analizowany przez zarządy obu spółek, które wspólnie ustalają warunki. Przyjazny proces fuzji lub przejęcia charakteryzuje się jawnością wobec spółki, zarządu, akcjonariuszy oraz wierzycieli (Pater 1999, s. 21).

Naturalnie drugim rodzajem transakcji jest przeniesienie własności i kontroli wbrew woli dotychczasowego zarządu, wbrew woli dotychczasowego posiadacza pakietu kontrolnego, lub wbrew woli oby tych podmiotów. Wówczas przejęcie ma charakter wrogi. Jest też określane jako przejęcie nieprzyjazne, niewynegocjowane, kwestionowane lub niezgodnione. Wrogie przejęcie narusza interesy części akcjonariuszy, samej spółki, zarządu oraz pracowników (Szymański, Nogalski 2011, s. 55–56). Wrogie przejęcia mogą dotyczyć zarówno spółek publicznych jak i niepublicznych, choć w praktyce zdecydowana większość tego typu transakcji dotyczy spółek publicznych. Wynika to z faktu, że skuteczność wrogiej transakcji jest uzależniona od rozproszenia własności akcji wśród wielu inwestorów. Wrogie przejęcia są zatem bezpośrednio związane z rynkiem kapitałowym (Sasiak 2000, s. 27). Ponadto warto zaznaczyć, że wbrew swojej nazwie wrogie przejęcie nie musi być sprzeczne z interesem przejmowanej spółki. Transakcja w praktyce zazwyczaj ma wrogi charakter tylko z punktu widzenia dotychczas zasiadających osób w organach zarządczych.

Niestety w praktyce gospodarczej w wielu wypadkach trudno jest jednoznacznie rozgraniczyć transakcje wrogie i przyjazne. W wielu wypadkach charakter transakcji może ulec zmianie w trakcie przebiegu całego procesu, od wroгих do przyjaznych i na odwrót. W niniejszym artykule zostanie przedstawiony właśnie taki przypadek, kiedy trudno jednoznacznie stwierdzić charakter transakcji.

3. Enea i Bogdanka – historia obu spółek

Historia Grupy ENEA rozpoczyna się w 1904 roku przy ul. Grobla w Poznaniu. To tutaj 31 października 1904 roku została uruchomiona pierwsza poznańska elektrownia, która dostarczała prąd mieszkańcom miasta przez kolejne lata. Początkowo pieczę nad pierwszymi elektrowniami w Poznaniu sprawował Zakład Siły, Światła i Wody przekształcony z Zakładu Gazowni i Wodociągów. Po wojnie cała infrastruktura przeznaczoną do produkcji energii elektrycznej została przekazana Zjednoczeniu Energetycznemu Okręgu Poznańskiego. Po kilku latach włączono do niego Szczecin przekształcając w Zakłady Energetyczne Okręgu Zachodniego. W kolejnych latach miało miejsce wiele zmian organizacyjnych, zwieńczonych w 1976 roku powstaniem Zakładu Energetycznego Poznań. Najważniejsze zmiany zapadły po roku 2002 roku, gdy Minister Skarbu Państwa podjął decyzję od połączeniu Energetyki Poznańskiej SA, Energetyki Szczecińskiej SA, Zakładu Energetycznego Bydgoszcz SA, Zakładu Energetycznego Gorzów SA, Zielonogórskich Zakładów Energetycznych SA w tzw. Grupę Zachodnią. Po roku przekształcono ją w Grupę Energetyczną Enea SA.

Najbardziej intensywny dla Grupy był rok 2007. Po pierwsze – wyodrębniono wtedy spółkę powołaną do zarządzania siecią dystrybucyjną – Enea Operator. Po drugie – Grupa Enea została wzmocniona o Elektrownie Kozienice – największą polską elektrownię na węgiel kamienny. Wreszcie rozpoczął się proces wprowadzenia akcji Enei SA na parkiet Giełdy Papierów Wartościowych. Debiut giełdowy miał miejsce 17 listopada 2008 roku¹.

Historia LW BOGDANKA rozpoczyna się 17 stycznia 1975 roku, kiedy to podjęto decyzję o budowie kopalni pilotująco-wydobywczej w Bogdance. Bogdanka była jedną z siedmiu kopalń, które miały powstać w Lubelskim Zagłębiu Węglowym, jednak w związku z zawieszeniem projektu okazała się jedyną. Na początku lat 90. Kopalnia znalazła się w trudnej sytuacji finansowej i była jedną z pierwszych na liście kopalń przeznaczonych do likwidacji. Sytuacja ta, wymusiła na Bogdance i jej załodze podjęcie trudnych działań, niezbędnych do jej uratowania. Skutecznie przeprowadzona na początku lat 90. restrukturyzacja techniczna, majątkowa i organizacyjna, umożliwiła Bogdance stanie się najnowocześniejszą i najbardziej efektywną kopalnią węgla kamiennego w Polsce. Akt przekształcenia przedsiębiorstwa państwowego w Jednoosobową Spółkę Skarbu Państwa pod firmą: Kopalnia Węgla Kamiennego Bogdanka SA sporządzony został dnia 1 marca 1993 roku. W ramach realizacji postanowień ugody bankowej, w wyniku konwersji długu, KWK Bogdanka SA przestała być z dniem 29 grudnia 1994 roku jednoosobową Spółką Skarbu Państwa, wobec objęcia przez nowych akcjonariuszy (wierzycieli) 4,0 % akcji Spółki. Od 25 czerwca 2009 roku akcje Spółki notowane są na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie².

Ważnym wydarzeniem w życiu LW Bogdanka była bezprecedensowa prywatyzacja poprzez sprzedaż pakietu akcji Skarbu Państwa w ręce funduszy emerytalnych. Prywatyzacja

¹ Strona internetowa www.enea.pl (10.01.2016).

² Informacje za raportem rocznym LW Bogdanka SA za rok 2014.

kopalni była planowana od samego jej wejścia na Giełdę. Jednak takiego scenariusza nikt się nie spodziewał. 8 marca 2010 roku po godzinie 16:30 rozpoczęło się tzw. budowanie księgi popytu na pakiet 46 procent akcji jakie posiadał Skarb Państwa. Sama transakcja została zrealizowana dzień później. Akcje Skarbu Państwa odkupiły wszystkie czternaście działające na rynku Otwarte Fundusze Emerytalne. Cena za jedną akcję wyniosła wówczas 70,50 zł. Skarb Państwa zainkasował przy tym 1,1 mld zł sprzedając swój pakiet.

Po prywatyzacji właścicielami Bogdanki zostali inwestorzy finansowi, co sprawiło że spółka mogła stać się ofiarą wrogiego przejęcia. Na taką transakcję nie trzeba było długo czekać. New World Resources, właściciel spółki węglowej OKD ogłosił 5 października 2010 roku wezwanie do zapisów na sprzedaż wszystkich akcji spółki Lubelski Węgiel Bogdanka za cenę wynoszącą 100,75 złotych za jedną akcję o łącznej wartości 3427 mld złotych. Zarząd Bogdanki wypowiedział się o transakcji jednoznacznie – wezwanie ma charakter wrogi. Ówczesny Prezes Bogdanki Mirosław Taras mówił, że zarząd nie sprzeciwia się wezwaniu. Sprzeciwia się jego parametrom, tj. cenie i formie. Ciekawostką może być fakt, że NWR uruchomił nawet specjalną stronę nwr.bogdanka.pl, na której tłumaczył m.in., dlaczego ogłosił wezwanie i chce przejąć Bogdanekę (Baca-Pogorzelska).

30 listopada zarząd NWR podsumował zapisy i samą transakcję. Okazało się, że nie doszła ona do skutku, ponieważ chętnych do sprzedaży inwestorów było tylko 25% całego akcjonariatu. Pozostała część inwestorów postanowiła trzymać akcje spółki licząc na wzrost ich wartości według zapewnień ówczesnego zarządu (Pajuro). Warto dodać, że przez ponad miesiąc zarząd Bogdanki prowadził silny lobbing mający na celu zapobiegnięcie wrogiemu przejęciu. Pomocny w tym okazał się światowy bank inwestycyjny Rotschild. Ważną rolę odegrała również załoga kopalni i społeczność lokalna, która sprzeciwiła się transakcji.

4. Enea przejmuje Bogdanekę

Nieudana próba przejęcia Bogdanki przez NWR sprawiła, że spółka musiała skupić się na rozwoju i dotrzymaniu złożonych przez zarząd obietnic akcjonariuszom, który bronił się przed wrogim przejęciem. Kolejne lata działalności Bogdanki upłynęły dosyć spokojnie. Niestety, spadające ceny węgla na światowych giełdach zaczęły negatywnie odbijać się na wynikach Bogdanki.

Jednym z kluczowych klientów Bogdanki jest należąca do Grupy Enea Elektrownia Kozienice. To do niej lubelska firma dostarcza najwięcej węgla, co wynika z położenia geograficznego obu przedsiębiorstw. Ogromnym zaskoczeniem dla rynku było to, że 21 sierpnia 2015 roku Enea wypowiedziała Bogdancę kontrakt na dostawy węgla. Chodziło o wypowiedzenie 15-letniej umowy zawartej jeszcze w 2010 roku. Okres dwuletniego wypowiedzenia umowy miał rozpocząć się 1 stycznia 2016 roku, co oznacza, że kontrakt wygasłby 1 stycznia 2018 roku.

Enea uznała, że lubelski węgiel jest dla niej zbyt drogi, a obecny kontrakt i brak elastyczności negocjacyjnej partnera nie dają szans na konieczne, uwzględniające realia rynkowe,

obniżki cen (Wieczerek-Krusińska). Akcje Bogdanki w krótkim czasie straciły ponad 30%, ze względu na obawy akcjonariuszy o przyszłość samej kopalni.

Spekulacji na rynku giełdowym po wypowiedzeniu kontraktu było sporo. Wskazywano, że Enea specjalnie wypowiada kontrakt na dostawy węgla po to, aby w przyszłości zacząć kupować węgiel od śląskich państwowych kopalń i tym samym im pomóc. Tak jak wspomniano wcześniej, głównymi akcjonariuszami Bogdanki były fundusze emerytalne. Strukturę akcjonariatu przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1

Struktura akcjonariatu LW Bogdanka na dzień 29.10.2015 roku

Akcjonariusz	Liczba akcji/liczba głosów na WZ	Udział w kapitale zakładowym (%)
Aviva Otwarty Fundusz Emerytalny Aviva BZ WBK	5 157 502	15,16
Nationale Nederlanden (ING) Otwarty Fundusz Emerytalny	4 793 441	14,09
Otwarty Fundusz Emerytalny PZU „Złota Jesień”	3 320 377	9,76
Pozostali	22 259 758	65,46
Razem	34 013 590	100,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu LW Bogdanka za III kwartał 2015 r.

Wydaje się, że nikt nie spodziewał się takiego obrotu sprawy, jaki miał nastąpić po wypowiedzeniu kontraktu przez Eneę.

14 września 2015 roku Enea ogłosiła wezwanie na akcje lubelskiej kopalni. Zaoferowała dotychczasowym akcjonariuszom cenę 67,39 zł za akcję. Tym samym Enea zamierzała przejąć kontrolę nad swoim dotychczasowym dostawcą węgla. Według podawanych argumentów zagwarantuje to jej bezpieczne dostawy paliwa po konkurencyjnej cenie w ramach nowoczesnej grupy paliwowo-energetycznej. Enea tym samym wyraziła chęć kupna prawie 22 mln akcji, co dałoby jej 64,57-procentowy udział. Dodając do tego stan posiadania udziałów w węglowej spółce na dzień ogłoszenia wezwania, Enea będzie miała 66% akcji Bogdanki.

Drugiego października rozpoczęło się przyjmowanie zapisów na akcje. Zapisy były przyjmowane w wybranych punktach obsługi klienta Domu Maklerskiego Banku Handlowego oraz punktach przyjmowania zapisów Banku Handlowego w Warszawie lub korespondencyjnie. Według planu miały potrwać do 16 października. Enea chciała nabyć akcje objęte zapisami złożonymi w ciągu pierwszych 14 dni przyjmowania zapisów na zasadzie proporcjonalnej redukcji – w przypadku gdy w tym czasie zostaną złożone zapisy na liczbę akcji większą niż 64,57%.

Bogdanka zaczęła się bronić. Na 15 października Rada Nadzorcza Bogdanki zwołała Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie i zaproponowała m.in. podjęcie uchwały w sprawie ograniczenia możliwości wykonywania prawa głosu do 10% akcji (tzw. *voting cap*). Enea rozpoczęła jednocześnie rozmowy z akcjonariuszami Bogdanki tak, żeby przekonać ich aby nie popierali zmian w statucie, które *de facto* zablokują możliwość przejścia Bogdanki.

Ostatecznie okazało się, że zabiegi Enei przyniosły skutek i akcjonariusze Bogdanki nie zgodzili się na zmiany w statucie. Akcjonariusze Bogdanki zadeklarowali sprzedaż odpowiedniej liczby akcji i odrzucili zgłoszoną przez Radę Nadzorczą Bogdanki propozycję zmian w statucie, które miały zablokować przejęcie. W związku z tym ogłoszone 16 października 2015 przedłużenie terminu wezwania do 21 października miało charakter formalno-techniczny. Enea uzyskała również zgodę Prezesa UOKiKu na koncentrację.

Ostateczne rozliczenie wezwania nastąpiło w dniu 29 października 2015 roku, kiedy to ENEA formalnie nabyła od akcjonariuszy spółki Lubelski Węgiel Bogdanka SA 21 962 189 akcji o wartości nominalnej 5 zł za jedną akcję na podstawie wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji po cenie 67,39 zł za jedną akcję. Łączna cena za nabyte akcje wyniosła 1 480 031 916,71 zł.

Co ważne, Enea od razu zadeklarowała, że siedziba Lubelskiego Węgla pozostanie w Puchaczowie, w dalszym ciągu pozytywnie wpływając na gospodarkę całego regionu. Płacone przez kopalnię podatki, tak jak do tej pory, będą wpływały do lokalnych budżetów. Już podczas trwania wezwania, na korzyści z wejścia kopalni do nowoczesnej grupy paliwowo-energetycznej wskazywali także pracownicy Bogdanki.

Sama transakcja przejęcia była ważnym wydarzeniem w polskim biznesie, także dlatego, że jedna spółka z WIG20 przejmuje inną, notowaną w tym samym, prestiżowym indeksie Giełdy Papierów Wartościowych.

Kolejną ważną datą było zwołane na 16 listopada 2015 roku Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy Lubelskiego Węgla Bogdanka, które powołało nową Radę Nadzorczą. W nowej Radzie zasiądzie sześciu członków, którzy będą pracować w mniejszym składzie niż dotychczasowa – ośmioosobowa. Eneę jako głównego udziałowca, będzie reprezentować pięciu przedstawicieli. W tabeli 2 podsumowano kluczowe wydarzenia związane z transakcją.

Tabela 2

Harmonogram transakcji przejęcia Bogdanki przez Grupę Enea

Data	Wydarzenie
21.08.2015	wypowiedzenie przez Eneę kontraktu na dostawy węgla
14.09.2015	ogłoszenie wezwania na akcje Bogdanki przez Eneę
2.10.2015	rozpoczęcie przyjmowania zapisów na akcje
15.10.2015	walne Zgromadzenie Akcjonariuszy Bogdanki nie decyduje się na zmiany w statucie, które mogłyby zablokować transakcję wezwania na akcje ogłoszonego przez Bogdankę
16.10.2015	ogłoszenie, że w wezwaniu suma zapisów przekroczyła ogłoszony prób. Tym samym wezwanie dochodzi do skutku
29.10.2015	formalne nabycie akcji Bogdanki przez Eneę
16.11.2015	przedstawiciele Enei wchodzi w skład Rady Nadzorczej Bogdanki
23.11.2015	Rada Nadzorcza powołuje nowy zarząd Bogdanki, prezesem zostaje dotychczasowy szef kopalni Zbigniew Stopa

Źródło: opracowanie własne.

Uwagi końcowe

Transakcja przejęcia Bogdanki przez Eneę to jedna z najbardziej spektakularnych transakcji w historii warszawskiej giełdy. Z jednej strony po raz pierwszy spółka z WIG20 przejmuje inną spółkę z tego indeksu blue chipów. Z drugiej strony na uwagę zasługuje fakt, że stroną przejmującą byli menadżerowie państwowego koncernu. Podmiotem przejmowanym była natomiast w pełni prywatna firma, będąca w rękach inwestorów finansowych. Co więcej, według zapowiedzi Enei zarząd tego koncernu nie korzystał specjalnie z pomocy zewnętrznych doradców. Pomagał im jedynie Dom Maklerski Banku Handlowego oraz firma doradcza PWC.

Z pewnością transakcja przejęcia Bogdanki zasługuje na olbrzymią pochwałę, ponieważ cały proces od ogłoszenia wezwania do zmian w Radzie Nadzorczej przejętej spółki trwał 9 tygodni, co jak na procesy tego typu wydaje się czasem spektakularnym. Natomiast prostą sprawą nie jest stwierdzenie, czy było to wrogie czy przyjazne przejęcie. Na pewno nie pomaga w tym wypadku nieostra definicja tego typu transakcji. Z pewnością wypowiedzenie kluczowego kontraktu postawiło akcjonariuszy Bogdanki pod ścianą. Natomiast zarząd nie twierdził, że jest to wrogie przejęcie. Jedynie Rada Nadzorcza Bogdanki podjęła próbę obrony przed przejęciem, ale to ostatecznie akcjonariusze zdecydowali, że chcą sprzedać swoje akcje. Co ciekawe, Enea po uzyskaniu kontroli operacyjnej wymieniła całą Radę Nadzorczą Bogdanki.

Akcjonariusze godząc się na sprzedaż swoich pakietów akcji Enei nie za bardzo mieli zapewne wybór, ponieważ ciążyło nad nimi widmo utraty kluczowego klienta lubelskiej kopalni. Co ciekawe, Enea zdecydowała się pozostawić dotychczasowego prezesa na stanowisku szefa Bogdanki. Gdyby trzymać się *stricte* definicji wrogiego przejęcia, jest to jednak jego zaprzeczenie. Natomiast wymiana całej Rady Nadzorczej może wskazywać na wrogość.

Uważam, że cała transakcja miała różne fazy, ale ostatecznie należy uznać, że przejęcie miało cechy zarówno wrogiego, jak i przyjaznego. Co więcej, wydaje się, że cały proces jeszcze się nie zakończył. Enea posiada 66% akcji w akcjonariacie Bogdanki i kwestią otwartą wydaje się to, co stanie się z pozostałymi akcjami dopuszczonymi do obrotu. Problemem pozostałych akcjonariuszy zapewne będzie to, czy centrum zysków nie zostanie przeniesione jednak do Enei, a oni nie pozostaną z akcjami spółki, której wyniki znacznie się pogorszyły ze względu np. na niskie ceny sprzedaży węgla do Kozienic. Enea ogłaszając wezwanie na 66% akcji zaznaczał, że w danym momencie jej środki finansowe pozwalają na taką transakcję. Według mnie kwestia pozostałych akcji będzie musiała być wyjaśniona, tzn. należy spodziewać się, że Enea ogłosi wezwanie na pozostałe akcje i ostatecznie dojdzie do wycofania Bogdanki z publicznego obrotu. Jak zawsze w tego typu transakcjach, pozostanie wybór satysfakcjonującej wszystkie strony transakcji ceny takiego wykupu.

Literatura

- Baca-Pogorzelska K. *Współpraca Bogdanki z JSW ma sens*. Pobrano z: <http://www.parkiet.com/artykul/988118.html> (10.01.2016).
- Frąckowiak W. (2009). Fuzje i przejęcia. Podstawowe pojęcia. W: W. Frąckowiak (red.), *Fuzje i przejęcia*. Warszawa: PWE.
- Herdan A., Antolak L. (2005). *Połączenia przedsiębiorstw – teoria i praktyka*. Kraków: Instytut Ekonomii i Zarządzania Uniwersytetu Jagiellońskiego.
- Kabaciński B. (2015). Cechy przedsiębiorstw będących celem przejęcia w świetle dotychczasowych badań. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 854, 525–536.
- Korpus J. (2012). Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw w warunkach niestabilności rynku. W: R. Sobiecki, J. Pietrewicz (red.), *Przedsiębiorstwo a narastająca niestabilność otoczenia*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
- Korpus J. (2013). *Czynniki podatności spółek na wrogie przejęcia*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
- Lewandowski M. (2011). *Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych*. Warszawa: WIG-Press.
- Pajuro E. *NWR nie przejmie Bogdanki*. Pobrano z: <http://www.kurierlubelski.pl/artykul/339089,nwr-nie-przejmie-bogdanki,id,t.html> (10.01.2016).
- Pater I. (1999). *Łączenie spółek akcyjnych w drodze przyjaznego przejęcia*. Kraków: Dom Wydawniczy Ostoja.
- Sasiak R. (2000). *Fuzje i przejęcia spółek publicznych*. Kraków: Wydawnictwo Zakamycze.
- Szczepankowski P.J. (2000). *Fuzje i przejęcia. Techniki oceny opłacalności i sposoby finansowania*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Szymański M., Nogalski B. (2011). *Obrona przed wrogim przejęciem*. Warszawa: Oficyna Wolters Kluwer.
- Wieczerek-Krusińska A. *Enea wypowiedziała LW Bogdanka kontrakt na dostawy węgla*. Pobrano z: <http://www.parkiet.com/artykul/24,1438018-Enea-wegiel-z-Bogdanki-za-drogi.html> (10.01.2016).
- www.enea.pl (10.01.2016).

HOSTILE TAKEOVER OR FRIENDLY ACQUISITION? ENEA BUYS BOGDANKA – CASE STUDY

Abstract: *Purpose* – To examine the unprecedented transaction on the Warsaw Stock Exchange, when the state-owned company listed on the WIG20 takes over another company listed on the same index. This article is an attempt to answer the question whether it was a hostile or friendly takeover.

Design/methodology/approach – The study is based on a case study method and contains elements of secondary data analysis.

Findings – Inexact definition of hostile takeovers and friendly acquisitions and large dynamism of the investigated process causes the inability to clearly assess the nature of the transaction. Separate parts of the transactions can be assessed both hostile and friendly acquisition.

Originality/value – Article describes relatively new transaction, which took place in Autumn of 2015. This is an example of application of the definition regarding the character of the particular case of acquisition that took place in the economy.

Keywords: mergers and acquisitions, hostile takeover, friendly takeover, acquisition, M&A, Warsaw Stock Exchange

Cytowanie

- Gemra K. (2016). Wrogie czy przyjazne przejęcie? Enea kupuje Bogdankę – case study. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (82/2), 485–493. DOI: 10.18276/frfu.2016.4.82/2-42.

