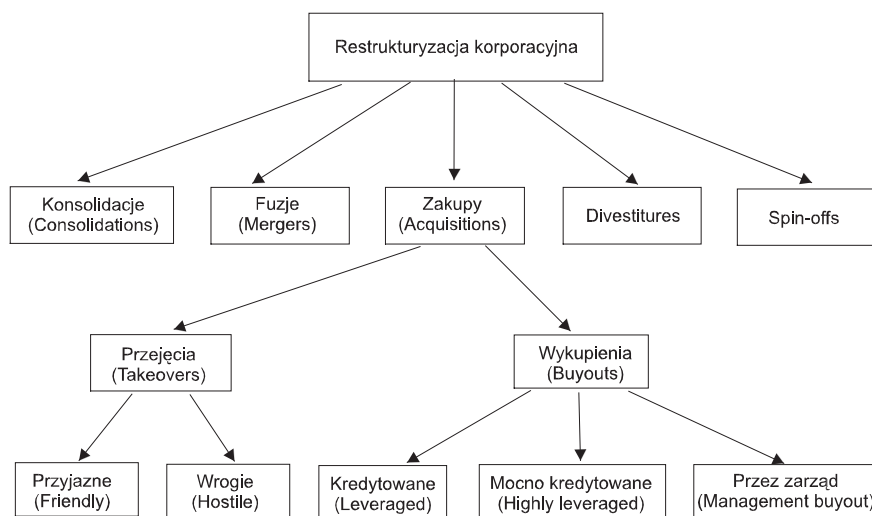


MAREK PAWŁAK

## OGÓLNA KLASYFIKACJA TAKTYK PRZEJĘĆ PRZEDSIĘBIORSTW

### I. WYJAŚNIENIE POJĘĆ

Przy opisie procedur przejęć przedsiębiorstw stosowana jest specyficzna nomenklatura, w związku z tym pierwszym krokiem rozważań będzie tu dokładniejsze sprecyzowanie używanych pojęć. Na rys. 1. przedstawiono pewną propozycję klasyfikacji, na podstawie której będą prowadzone dalsze rozważania.



Rys. 1. Klasyfikacja podstawowych pojęć dotyczących fuzji i przejęć

## 1. Restrukturyzacja korporacyjna

Nadrzędnym stosowanym tu pojęciem jest *restrukturyzacja korporacyjna*. Mianem tym można określić działania podjęte w celu rozszerzenia lub ograniczenia podstawowej działalności firmy lub fundamentalnej zmiany jej majątku, lub struktury finansowej. Jest to pojęcie bardzo szerokie, obejmujące zakres działań od fuzji (*mergers*) poprzez zakupy (*acquisitions*), aż do zbycia części majątku (*divestitures*) i *spin-offs*<sup>1</sup>. Działania restrukturyzacyjne są często dzielone w literaturze na dwie specyficzne kategorie: restrukturyzacja operacyjna i finansowa<sup>2</sup>.

## 2. Zakupy (*acquisitions*)

Według DePamphilisa zakup (*acquisition*) występuje wtedy, gdy jedno przedsiębiorstwo uzyskuje kontrolny pakiet udziałów w innym przedsiębiorstwie, w spółce zależnej od innej firmy lub w określonych aktywach (*assets*) innej firmy, jak na przykład zakład produkcyjny. Zakup (*acquisition*) może polegać na zakupie aktywów (*assets*) lub akcji (*stock*) innej firmy, przy czym zakupiona firma nadal istnieje jako prawnie posiadana przez nabywającego spółka córka (*subsidiary*)<sup>3</sup>.

Według Shermana i Harta w przypadku zakupu występuje kupujący, który nabywa majątek (*assets*) lub udziały (*shares*) sprzedającego i płaci za nie gotówką, papierami wartościowymi (*securities*) kupującego lub innymi aktywami (*assets*) mającymi wartość dla sprzedającego<sup>4</sup>.

W uproszczeniu można powiedzieć, że z zakupem mamy do czynienia wtedy, gdy jedna spółka kupuje większość udziałów (*interests*) innej spółki.

W wyniku zakupu może powstać spółka córka, przy czym mianem córki (*subsidiary*) określa się taką spółkę, której ponad 50% akcji jest w posiadaniu (jest kontrolowane) innej spółki, określanej mianem spółki matki (*parent company*). Spółka matka zachowuje kontrolę nad spółką córką tak długo, jak posiada większość jej udziałów. W niektórych przypadkach spółka córka działa w innym kraju niż spółka matka i jest w tym innym kraju zarejestro-

---

<sup>1</sup> Por. D. D e P a m p h i l i s, *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*, San Diego–London: Academic Press 2003, s. 5.

<sup>2</sup> Tamże.

<sup>3</sup> Tamże, s. 5-6.

<sup>4</sup> A. J. S h e r m a n, M. A. H a r t, *Mergers & Acquisitions from A to Z*, New York: Amacom 2006, s. 11.

wana. Mimo to spółka matka prowadzi finanse spółki córki i uwzględnia ją w swoim skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym.

### 3. Fuzje (*mergers*)

Fuzje mogą być opisywane z perspektywy prawnej (strukturalnej), a także ekonomicznej. Z perspektywy prawnej mianem fuzji (*merger*) można określić połączenie dwóch firm, z których tylko jedna przeżywa w sensie tożsamości<sup>5</sup>. W typowej fuzji akcje firmy celu (firmy kupowanej) są wymieniane na akcje spółki kupującej.

Według Shermana i Harta fuzja jest określeniem sytuacji, w której dwie spółki łączą się (zwykle poprzez wymianę udziałów (*shares*)) jako równe i stają się jedną spółką<sup>6</sup>. Według Gaughana fuzja jest połączeniem dwóch spółek, z których tylko jedna przeżywa. W przypadku fuzji spółka kupująca przejmuje majątek i pasywa spółki kupowanej. Ten typ transakcji jest czasem określanym mianem fuzji statutowej (*statutory merger*)<sup>7</sup>.

Według innej definicji mianem fuzji można określić połączenie dwóch lub większej liczby spółek, generalnie poprzez zaoferowanie akcjonariuszom spółki nabywanej (celu) akcji spółki nabywającej w zamian za oddanie posiadanych przez nich akcji spółki nabywanej. Decyzja o fuzji jest zwykle aprobowana przez obie spółki. W wyniku fuzji dwie spółki stają się jedną spółką, to znaczy jedna spółka przeżywa, a druga przestaje istnieć. Realizacja fuzji pociąga za sobą konieczność spełnienia przepisów prawa państw, w których znajdują się uczestniczące spółki. DePamphilis wprowadza dodatkowo bardziej szczegółowy podział fuzji<sup>8</sup>:

*Fuzja prawna (statutory merger)* jest to taka fuzja, w przypadku której przedsiębiorstwo nabywające przejmuje majątek i zobowiązania celu w zgodzie z prawem państwa, w którym jest zarejestrowana. Według innej definicji fuzja prawna jest to fuzja przeprowadzona zgodnie ze statutami zaangażowanych spółek, które wymagają spełnienia specjalnych procedur zawiadomiania i aprobaty akcjonariuszy.

*Subsidiary merger* ma miejsce wtedy, gdy cel staje się spółką córką (*subsidiary*) spółki matki (*parent*)<sup>9</sup>. Należy zauważyć, że w następstwie nabycia

---

<sup>5</sup> Por. D e P a m p h i l i s, *Mergers*, s. 6.

<sup>6</sup> Por. S h e r m a n, H a r t, *Mergers & Acquisitions*, s. 11.

<sup>7</sup> Por. P. A. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions, and corporate Restructurings*, New York: John Wiley and Sons, Inc. 1996, s. 7.

<sup>8</sup> Por. D e P a m p h i l i s, *Mergers*, s. 6.

<sup>9</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 7.

firmy będącej celem, matka może zdecydować, aby cel działał jako spółka córka (*legal subsidiary*), a później może zdecydować, aby włączyć ją w sensie prawnym do matki. Jeśli jednak spółka córka nie zostanie włączona do spółki matki, to w tym przypadku mamy raczej do czynienia z nabyciem a nie z fuzją.

*Short form merger* jest to fuzja, w której nie jest wymagana zgoda akcjonariuszy spółki nabywającej na jej przeprowadzenie. Zgoda akcjonariuszy może być pominięta, jeśli akcje spółki są w posiadaniu małej liczby ludzi, na przykład zarządu spółki, która zgadza się na fuzję. Przepisy prawa niektórych krajów mogą zezwalać tej grupie na zaaprobowanie transakcji samodzielnie bez uzyskania zgody innych akcjonariuszy. Rada dyrektorów po prostu aprobuje fuzję przez podjęcie uchwały<sup>10</sup>. Przepisy wielu krajów nie zezwalają jednak na tego rodzaju fuzje<sup>11</sup>.

*Fuzja równych (a merger of equal)* jest odmianą fuzji występującą wtedy, gdy uczestnicy fuzji są porównywalni z punktu widzenia wielkości, pozycji konkurencyjnej, zyskowności i kapitalizacji (wartości) rynkowej. W takich warunkach nie jest jasne, które przedsiębiorstwo przejmuje kontrolę nad drugim i które osiąga większy efekt synergetyczny. W związku z tym akcjonariusze przedsiębiorstwa celu rzadko otrzymują jakąś istotną premię za swoje akcje. Typowe rozwiązanie polega na tym, że CEOs firm uczestniczących w fuzji równych, stają się równoprawnymi menedżerami firmy nowej, a rada dyrektorów nowej firmy tworzona jest z równej reprezentacji rad dyrektorów firm uczestniczących w fuzji. Według DePamphilisa utworzenie w roku 1998 Citygroup z Citybank i Travlers jest przykładem fuzji równych<sup>12</sup>.

Z perspektywy ekonomicznej fuzje mogą być podzielone z punktu widzenia relacji między firmami lub z uwzględnieniem tego, czy są one klientami bądź dostawcami potencjalnego partnera fuzji. Z tej perspektywy można wyróżnić: fuzję horyzontalną – występującą wtedy, gdy łączą się dwaj poprzedni konkurenci działający w tej samej branży<sup>13</sup>; fuzję pionową, gdy łączą się przedsiębiorstwa będące w relacji sprzedawca–kupujący; fuzję konglomeratową, gdy łączą się spółki, które nie są konkurentami i nie są w relacji sprzedający–kupujący.

---

<sup>10</sup> Por. tamże, s. 13.

<sup>11</sup> Por. D e P a m p h i l i s, *Mergers*, s. 6.

<sup>12</sup> Por. tamże, s. 7.

<sup>13</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 7.

#### 4. Konsolidacje (*consolidations*)

Mianem konsolidacji można określić połączenie dwóch spółek do postaci zupełnie nowej spółki. Aktywa i zobowiązania dwóch spółek są przejmowane przez nową spółkę. W konsolidacji mogą brać udział więcej niż dwie spółki, przy czym są one rozwiązywane w czasie formowania nowej spółki. Na tym właśnie polega różnica między konsolidacją i fuzją, bo w przypadku fuzji przeżywa kupujący lub cel. Jednym z często przytaczanych przykładów konsolidacji było połączenie w roku 1999 Daimler-Benz i Chrysler do postaci nowej spółki DaimlerChrysler. Nowe przedsiębiorstwo powstało jako rezultat konsolidacji, zwykle przejmuje własność majątku i zobowiązań spółek będących uczestnikami konsolidacji. Akcjonariusze przedsiębiorstw uczestniczących w konsolidacji, zwykle wymieniają swoje akcje na akcje spółki nowej<sup>14</sup>.

Według Palmitera<sup>15</sup>, a także Gaughana<sup>16</sup> w przypadku konsolidacji (*consolidation*) dwie lub więcej istniejące spółki łączą się do postaci nowej spółki, a spółki istniejące przestają istnieć. Pojawienie się tej nowej spółki jest tym, co odróżnia konsolidację od fuzji.

#### 5. Sprzedaż (*divestiture*), *spin-off* i *downsizing*

Sprzedaż (*divestiture*) jest przeciwieństwem nabycia (*acquisition*). Polega ona na sprzedaży całej lub prawie całej spółki, lub linii produkcyjnej za pieniądze lub papiery wartościowe<sup>17</sup>. Sprzedana może być także spółka córka lub zakład produkcyjny, lub jego część. Sprzedaż taka może wynikać z koncentracji wysiłków zarządu na bardziej rentownych rodzajach działalności.

Pragnienie sprzedaży części spółki może wynikać ze złych wyników oddziału (części spółki), potrzeb finansowych lub ze zmiany strategii spółki. Na przykład spółka może się zdecydować na skupienie się na swojej działalności podstawowej i sprzedać oddziały zajmujące się inną działalnością<sup>18</sup>.

Mianem *spin-off* można określić transfer aktywów spółki matki do spółki córki w zamian za przekazanie akcjonariuszom spółki matki wszystkich akcji lub kontrolnego pakietu akcji powstałej w ten sposób spółki córki. Akcjonariusze spółki matki nie oddają jednocześnie posiadanych wcześniej akcji

---

<sup>14</sup> Por. D e P a m p h i l i s, *Mergers*, s. 6.

<sup>15</sup> Por. A. R. P a l m i t e r, *Corporations*, New York: Aspen Publishers 2003, s. 591.

<sup>16</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 7.

<sup>17</sup> Por. D e P a m p h i l i s, *Mergers*, s. 5.

<sup>18</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 10.

spółki matki. W efekcie *spin-off* powstaje nowa spółka (jednostka prawna)<sup>19</sup>. Jeśli zatem powstaje nowa spółka w ten sposób, że wydzielona jest część istniejącej spółki i emitowane są akcje nowej spółki, to tę nową spółkę także określa się mianem *spin-off*.

Innym pokrewnym pojęciem jest *downsizing* (redukcja działalności). Polega ona na ograniczeniu kosztów i zmniejszeniu zatrudnienia w celu podniesienia efektywności. Przyczyną takich działań może być na przykład recesja lub międzynarodowa konkurencja wynikająca z globalizacji rynków<sup>20</sup>.

## 6. Wykupienie (*buyout*)

W najprostszym rozumieniu mianem *buyout* określa się wykupienie wszystkich akcji określonej spółki. Akcje te mogą być kupione od jednej osoby lub od grupy osób. Pojęcia tego używa się także w przypadku kupienia kontrolnego pakietu akcji, co wydaje się pewną nieścisłością. W ramach szeroko rozumianego pojęcia *buyout* istnieją także określone kategorie szczegółowe. Można do nich zaliczyć: wykupienie kredytowane (*leveraged buyout* – LBO), wykupienie mocno kredytowane (*highly leveraged buyout*) i wykupienie przez zarząd (*management buyout*).

*Wykupienie kredytowane.* Wykupienie kredytowane (*leveraged buyout* – LBO) ma miejsce wtedy, gdy jest ono realizowane poprzez pożyczanie pieniędzy lub poprzez emisję dodatkowych akcji<sup>21</sup>. Procedura ta jest często stosowana przez spółki pożyczające fundusze w celu wykupienia swoich akcji i przekształcenia się z przedsiębiorstwa będącego w posiadaniu publicznym (z mocno rozproszonym akcjonariatem) do przedsiębiorstwa będącego w posiadaniu prywatnym (z niewielką liczbą akcjonariuszy)<sup>22</sup>. Na podstawie danych historycznych można stwierdzić, że nawet 90% zakupu lub nawet większa część może być sfinansowana za pieniądze pożyczone<sup>23</sup>. Zazwyczaj jako zabezpieczenie tej pożyczki są wykorzystywane najbardziej płynne aktywa spółki, która ma być wykupiona.

Większość LBO to wykupienia małych i średniej wielkości spółek. W latach sześćdziesiątych XX wieku w USA z powodu dobrej koniunktury wiele spółek decydowało się na emisję akcji i stały się w ten sposób spółka-

---

<sup>19</sup> Por. tamże, s. 365.

<sup>20</sup> Por. tamże, s. 11.

<sup>21</sup> Por. tamże, s. 9.

<sup>22</sup> Por. D e P a m p h i l i s, *Mergers*, s. 5.

<sup>23</sup> Por. tamże, s. 558.

mi publicznymi. Mimo że większość z nich nie miała dobrych wyników, to rozwijający się rynek szybko wchłonął ich akcje. Gdy w latach siedemdziesiątych koniunktura się pogorszyła, ceny akcji niektórych spółek znacznie spadły. W następstwie tego w latach siedemdziesiątych i osiemdziesiątych wiele spółek ponownie powróciło do formy posiadania przez małą liczbę akcjonariuszy, co określane jest mianem *going private*, przy wykorzystaniu wykupienia kredytowanego<sup>24</sup>. Transakcje te były typowe w USA w latach osiemdziesiątych, ale w latach dziewięćdziesiątych ich częstość spadła zdecydowanie<sup>25</sup>.

Drugą przyczyną fali LBO w latach osiemdziesiątych w USA był fakt, że w latach sześćdziesiątych powstało wiele konglomeratów, poprzez masowe nabycia spółek (*acquisitions*). Później w latach osiemdziesiątych nastąpiła fala dekonglomeratyzacji. Proces ten częściowo polegał na sprzedaży części spółek poprzez LBO<sup>26</sup>.

Wykupienie kredytowane jest często realizowane przez zarząd firmy wykupywanej. W takim przypadku mamy do czynienia z wykupieniem przez zarząd (MBO). Zarząd wykupuje akcje będące w posiadaniu publicznym i prywatyzuje spółkę, ponieważ uważa, że spółka będzie lepiej zarządzana, jeśli zarząd będzie jej właścicielem. Aby wykupić spółkę, zarząd dość często łączy się z inwestorem dostarczającym kapitału wysokiego ryzyka (*venture capitalist*), ponieważ cały proces jest dość skomplikowany i wymaga dużych nakładów kapitałowych.

## 7. Fale działań restrukturyzacyjnych

Jest rzeczą charakterystyczną, że działania restrukturyzacyjne w gospodarce przebiegają z zasady w sposób nierównomierny i można wyróżnić fale tych działań. Czasem są one określane falami fuzji, czasem falami przejęć, przy czym pojęcie „fuzja” jest w tym kontekście rozumiane bardzo ogólnie i oznacza wszelkie działania restrukturyzacyjne. Najwięcej informacji na ten temat pochodzi z gospodarki USA i na jej przykładzie zagadnienie to zostanie szerzej omówione.

### Lata 1897-1904

Pierwsza fala została odnotowana na przełomie XIX i XX wieku, a największe nasilenie transakcji miało miejsce w 1899 r. Były to z reguły fuzje

---

<sup>24</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 261.

<sup>25</sup> Por. tamże, s. 10.

<sup>26</sup> Por. tamże, s. 261.

poziome i doprowadziły niemal do monopolizacji niektórych branż w USA<sup>27</sup>. Na przykład w wyniku fuzji 785 spółek powstała U.S. Steel, która posiadała 75% zdolności produkcyjnych amerykańskiego przemysłu metalowego. W czasie tej pierwszej fali fuzji powstały takie giganty, jak: DuPont Inc., Standard Oil, General Electric, Eastman Kodak, American Tabaco i wiele innych. American Tabaco posiadało 90% udziałów rynku, a Standard Oil, którego właścicielem był J. D. Rockefeller, posiadało 85% udziałów w rynku. Jak się ocenia, w okresie tym zniknęło z rynku USA około 3000 spółek<sup>28</sup>.

#### Lata 1916-1929

W czasie drugiej fali następowała dalsza konsolidacja przemysłu USA. Gospodarka rozwijała się przede wszystkim z powodu *boomu* ekonomicznego po zakończeniu I wojny światowej. Z powodu wprowadzenia bardziej restrykcyjnych przepisów ograniczających monopolizację (Clayton Act in 1914), efektem tej fali były raczej oligopole a nie monopole. Fuzje miały częściej charakter pionowy, łączyły się spółki z dość odległych branż. Powstały tak zwane konglomeraty. W latach 1926-1930 miało miejsce 4600 fuzji, a z rynku zniknęło około 12 000 spółek. W okresie tym powstały takie giganty, jak: General Motors i IBM. Druga fala fuzji zakończyła się w dniu wielkiego krachu na giełdzie, 24 października 1929<sup>29</sup>.

#### Lata 1965-1969

Trzecia fala fuzji w USA miała miejsce w latach siedemdziesiątych, z największym nasileniem w roku 1969. Jej przyczyną był głównie *boom* ekonomiczny tego okresu. Ponieważ obowiązujące przepisy (tak zwany Clayton Act) ograniczały fuzje prowadzące do monopolizacji określonej branży, to powstawały wtedy głównie zdywersyfikowane konglomeraty. W okresie tym rozwinęła się nauka zarządzania zdywersyfikowanymi organizacjami. W okresie tym zniknęło z gospodarki USA około 25 000 spółek w wyniku około 6000 fuzji<sup>30</sup>.

#### Lata 1970-1980

W czasie tej dekady liczba fuzji i zakupów w Stanach Zjednoczonych gwałtownie spadła. Lata te charakteryzowały się przejęciami określanymi

---

<sup>27</sup> Por. tamże, s. 18.

<sup>28</sup> Por. tamże, s. 20.

<sup>29</sup> Por. tamże, s. 25-26.

<sup>30</sup> Por. tamże, s. 26-29.



mianem *blitzkrieg-style (wojna błyskawiczna) takeovers*. CEO firmy celu mógł się obudzić rano i zobaczyć pełnostronicowe ogłoszenie w „Wall Street Journal”, podające ofertę w gotówce za jego przedsiębiorstwo. Później jednak federalne przepisy prawne w USA dotyczące wcześniejszego zawiadomienia znacznie spowolniły procesy przejęć. Niektóre stany w USA zaczęły także wymagać aprobaty akcjonariuszy dla określonych typów ofert. Ponadto, obecnie większość dużych przedsiębiorstw ma przygotowane strategie obronne, takie jak *poison pills*, i aktualnie w Stanach Zjednoczonych wrogie przejęcia mogą się ciągnąć miesiącami<sup>31</sup>.

#### Lata 1981-1989

Okres ten określany jest w Stanach Zjednoczonych mianem czwartej fali. Liczba fuzji i zakupów wzrosła w stosunku do drugiej połowy lat siedemdziesiątych, jednak nie była aż tak duża, jak w latach wcześniejszych. Ponad 80 000 spółek stało się obiektem przejęć i zakupów<sup>32</sup>. Obiektem ataku były często duże spółki. Większość zainteresowanych przejęciem wybierała wrogą ofertę przejęcia (*hostie tender offer*). Uważano, że przejęcie takie daje element zaskoczenia i zwiększa szansę sukcesu. Atak na inne przedsiębiorstwo stał się wysoko opłacalną działalnością spekulacyjną<sup>33</sup>. Zainteresowany przejęciem, któremu nie udało się osiągnąć kontroli – często z powodu innego oferenta lub zarządu oferującego lepszą cenę – mógł nadal osiągnąć korzyści przez sprzedaż swojej „korzystnej” pozycji, którą uzyskał kupując wcześniej akcje spółki celu<sup>34</sup>.

#### Lata dziewięćdziesiąte XX wieku

We wczesnych latach dziewięćdziesiątych wrogie przejęcia występowały coraz rzadziej. Można wskazać wiele przyczyn tego zjawiska: finansowanie przejęć stało się mniej opłacalne. Po wielu wątpliwych transakcjach w późnych latach osiemdziesiątych było coraz mniej „dobrych zakupów”, które dawałyby szanse późniejszych korzystnych restrukturyzacji. Przepisy prawa, które weszły w życie w Stanach Zjednoczonych w późnych latach osiemdziesiątych, dodały istotne wydatki i element niepewności do wrogich ofert przejęcia. Sądy stanowe (w USA) dały urzędującym radom dyrektorów istotną

---

<sup>31</sup> Por. D e P a m p h i l i s, *Mergers*, s. 115-116.

<sup>32</sup> Por. S h e r m a n, H a r t, *Mergers & Acquisitions*, s. 2.

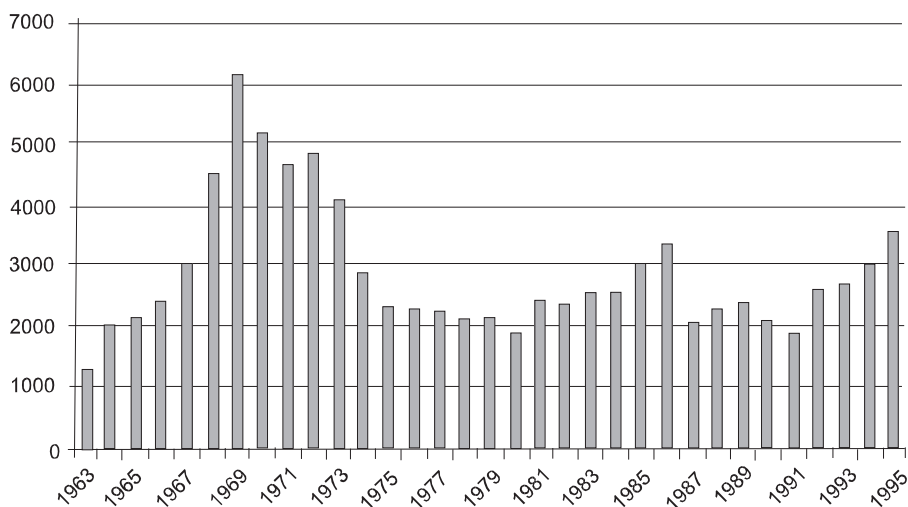
<sup>33</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 40.

<sup>34</sup> Por. P a l m i t e r, *Corporations*, s. 568.

swobodę obrony przed obcymi akcjonariuszami (*outsiders*), w szczególności za pomocą *poison pills*<sup>35</sup>.

Według danych podawanych przez Thompson Financial Securities Data Corporation (2000), w latach dziewięćdziesiątych XX wieku około cztery na pięć transakcji można było zaklasyfikować jako przyjazne<sup>36</sup>.

Na rys. 2. przedstawiono liczbę transakcji fuzji i zakupów w USA w kolejnych latach.



Rys. 2. Liczba M&A w USA w kolejnych latach

Na podstawie: Gaughan, *Mergers, Acquisitions*, s. 27, 41, 48

### Lata 2000

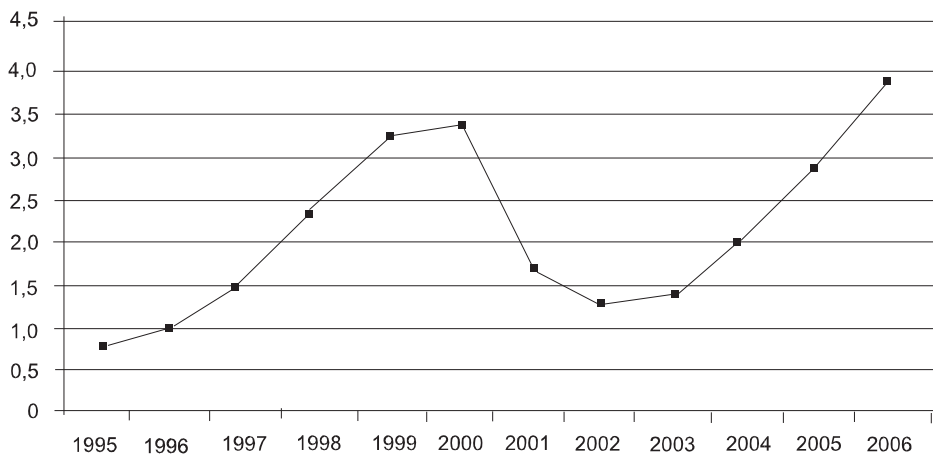
W późnych latach dziewięćdziesiątych liczba przejęć wzrosła i rośnie nadal po roku 2000. Wiele z nich to transakcje negocjowane – przede wszystkim w branżach rozwijających się, jak bankowość, średniej wielkości przedsiębiorstwa produkcyjne, telekomunikacja, branża rozrywkowa. W związku z tym można stwierdzić, że procesy wzrostu liczby przejęć, które miały miejsce w latach osiemdziesiątych, nie były czymś wyjątkowym<sup>37</sup>.

<sup>35</sup> Por. tamże.

<sup>36</sup> Por. DePamphilis, *Mergers*, s. 115-116.

<sup>37</sup> Por. Palmiter, *Corporations*, s. 569.

Na rys. 3. pokazano fale fuzji i przejęć w latach 1995-2006 w skali globalnej. Tutaj także widać wyraźnie zjawisko cykliczności z dużym nasileniem w latach 1999-2000 a także w roku 2006.

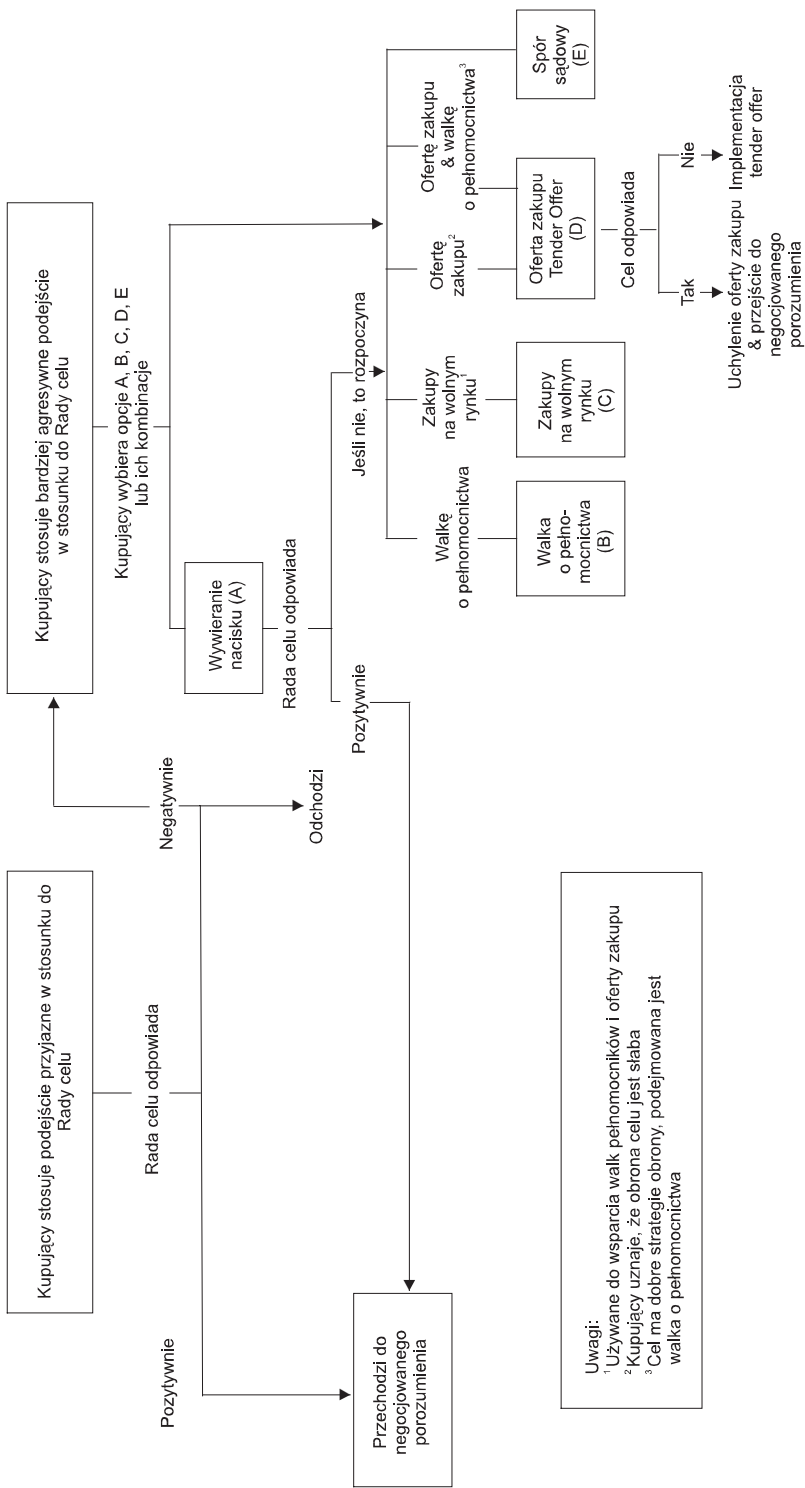


Rys. 3. Wartość M&A w skali globalnej w bilionach US\$

Źródło: S. Douma, H. Schreuder, *Economic Approaches to Organizations*, Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall 2008, s. 307.

## II. TAKTYKI PRZEJĘCIA (*TAKEOVER TACTICS*)

Mianem przejęcia (*takeover*) określa się nabycie kontrolnego pakietu udziałów spółki. Odbywa się to zazwyczaj przez złożenie oferty zakupu udziałów. Spółkę kupującą nazywa się kupującym (*acquirer*), spółkę kupowaną określa się mianem celu (*target company*). Jeżeli akcje spółki są w obrocie publicznym, to oferta zakupu jest kierowana do zewnętrznych akcjonariuszy. Jeżeli oferta jest mile widziana (pożądana), to przejęcie określa się mianem przyjaznego, i jest ono zazwyczaj realizowane bez większych problemów. Jeśli oferta jest niepożądana, to przejęcie określa się mianem wrogiego (*hostile takeover*). Przejęcia wrogie zazwyczaj sprawiają wiele problemów. Ogólny podział sposobów przejęcia przedstawiono na rys. 4.



Uwagi:  
<sup>1</sup> Używane do wsparcia walki pełnomocników i oferty zakupu  
<sup>2</sup> Kupujący uznaje, że obrona celu jest słaba  
<sup>3</sup> Cel ma dobre strategie obrony, podejmowana jest walka o pełnomocnictwa

Rys. 4. Alternatywne taktiki przejęcia  
 Na podstawie: DePamphilis, *Mergers*, s. 131

Według DePamphilisa różnica między przyjaznymi i wrogimi przejęciami w dużym stopniu bazuje na percepcji i często nie może być potwierdzona dowodami na podstawie danych księgowych czy cen akcji. Zauważalna różnica pomiędzy tymi dwoma kategoriami może polegać na przykład na tym, w jaki sposób informacje są przekazywane opinii publicznej. Transakcje, w których negocjacje nie są prowadzone publicznie aż do momentu, gdy zostanie osiągnięte porozumienie, są zazwyczaj uważane za przyjazne. W przeciwieństwie do tego transakcje mogą być uznane za wrogie, gdy negocjacje są prowadzone publicznie, zanim jeszcze zostaną rozstrzygnięte wszystkie ważne kwestie. Informacje dotyczące transakcji mogą być przekazane do publicznej wiadomości na przykład przez oferenta (*bidder*), aby wyrzucić presję na zarządzie przedsiębiorstwa celu<sup>38</sup>.

Próba wrogiego przejęcia i tym samym ogłoszenie oferty może zachęcić nowych kupujących. W następującej po tym licytacji ostateczna cena zakupu może być podniesiona do poziomu znacznie wyższego od ceny początkowo oferowanej. Ponadto kupujący preferują przejęcia przyjazne, ponieważ następujące po nich procesy integracyjne mogą być zrealizowane sprawniej i efektywniej, gdyż obie strony w pełni ze sobą współpracują. Chociaż podejmowanych jest wiele prób przejęć, które można zaklasyfikować jako wrogie i bez aprobaty przejmowanego, to większość tego rodzaju działań jest nieskuteczna i w końcu oferent się wycofuje. Zgodnie z danymi dostarczonymi przez Thomson Financial Securities Corporation, w latach dziewięćdziesiątych XX wieku w USA tylko około 17% prób wrogich przejęć zakończyło się sukcesem. Jednak prawie 40% firm celów zostało ostatecznie sprzedanych innemu oferentowi, a 6% zostało sprzedanych „białym rycerzom”<sup>39</sup>, czyli firmom postrzeganym jako przyjacielskie w stosunku do firm celów. Pozostałe firmy będące celami, pozostały niezależne<sup>40</sup>.

Wrogie przejęcia są znacznie rzadsze. Większość zmian kontroli odbywa się w formie negocjowanych „przyjacielskich” zakupów. Zarządy dwu korporacji targują się o warunki, strukturę i przyszłe zarządzanie. Jeżeli osiągną warunki korzystne dla obu stron (*arm's-length deal*), prezentują je posiadaczom udziałów spółki kupowanej (a czasem także spółki kupującej) w celu zaaprobowania<sup>41</sup>.

Wrogie przejęcie inicjowane jest z reguły przez złożenie nieproszonej oferty, której sprzeciwia się zarząd spółki celu. Takie wrogie negocjacje są

---

<sup>38</sup> Por. D e P a m p h i l i s, *Mergers*, s. 8-9.

<sup>39</sup> Mianem „biały rycerz” określa się oferenta przyjaznego kupowanej spółce.

<sup>40</sup> Por. D e P a m p h i l i s, *Mergers*, s. 8.

<sup>41</sup> Por. P a l m i t e r, *Corporations*, s. 568.

z reguły ujawniane w prasie. Chociaż dokonanie rozróżnienia między przejęciami przyjaznymi i wrogimi wydaje się proste, to w rzeczywistości nie jest to tak oczywiste<sup>42</sup>.

Publiczne ogłoszenia są często częścią strategii negocjowania. Przy czym jednoznaczne, publiczne odrzucenie oferty może w efekcie prowadzić do negocjowanego porozumienia i ugody. Czasem firmy prowadzą poufne negocjacje przed publicznym ogłoszeniem oferty przejęcia lub przed zakończeniem transakcji. W tym przypadku transakcja może być uznana za przyjacielską. W innych przypadkach negocjacje mogą się rozpocząć jako przyjazne, a później stać się nieprzyjaznymi. Nabywcy mogą wybrać publiczne ogłoszenie negocjacji, jeżeli uważają, że w ten sposób mogą wywrzeć presję na radę dyrektorów i zarząd firmy celu, aby zgodzili się na narzucone warunki. Podobnie zarząd firmy celu może ujawnić negocjacje, aby pozyskać innych kupujących<sup>43</sup>.

Istnieją dwie teorie wyjaśniające motywy zachowań zarządu spółki, będącej celem przejęcia:

*The management entrenchment theory* (teoria okopania się zarządu). W myśl tej teorii menedżerowie spółki podejmują działania wykorzystujące różne strategie obrony przed przejęciem, przy czym strategie te tworzone są przede wszystkim w celu zapewnienia zarządowi posad w firmie. Akcjonariusze tracą, gdyż wartość ich udziałów zmniejsza się w efekcie działań podejmowanych przez zarząd<sup>44</sup>.

*The shareholder interests theory* (teoria interesów akcjonariuszy). Według tej teorii zachowania zarządu uwzględniają przede wszystkim interesy akcjonariuszy. Akcjonariusze zyskują, gdy zarząd przeciwstawia się próbom przejęcia. Akcjonariusze zyskują także wtedy, gdy podejmowane działania są nastawione na osiągnięcie wyższej ceny sprzedaży od początkowego oferenta lub od innych oferentów. Akcjonariusze zyskują także wtedy, gdy zarząd nie poświęca dodatkowych zasobów na przeciwdziałania próbom przejęcia. Jest to postrzegane jako ograniczenie kosztów. Oszczędności te mogą dotyczyć także: oszczędności czasu zarządu, mniejszych wydatków na walkę o pełnomocnictwa i zmniejszenia liczebności personelu działu relacji z inwestorami<sup>45</sup>.

Chociaż istnieją dowody potwierdzające obie teorie, to jednak wydaje się, że jest więcej dowodów potwierdzających teorię drugą, w myśl której mene-

---

<sup>42</sup> Por. D e P a m p h i l i s, *Mergers*, s. 114.

<sup>43</sup> Por. tamże.

<sup>44</sup> Por. S. B. S m a r t, W. L. M e g g i n s o n, B. M. L u c e y, *Introduction to Corporate Finance*, London: Cengage Learning EMEA 2008, s. 580.

<sup>45</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 152.

dżerowie podejmują obronę przed przejęciami w celu maksymalizowania wartości dla akcjonariuszy<sup>46</sup>.

### 1. Przejęcia przyjazne

Za przyjazne przejęcia mogą być uznane takie, w których możliwe jest negocjowane porozumienie bez uciekania się do agresywnych taktyk stosowanych w przejęciach wrogich.

Przyjazne przejęcie występuje także wtedy, gdy jedna spółka pragnie być przejęta przez inną. Wtedy spółka cel zwraca się do spółki przejmującej i proponuje jej oszacowanie korzyści wynikających z połączenia dwóch spółek.

W przypadku przyjaznego przejęcia kontroli, zarząd przedsiębiorstwa celu jest skłonny zaakceptować ideę przejęcia i rekomenduje ją akcjonariuszom do akceptacji. Aby uzyskać kontrolę, kupujący musi generalnie zaoferować cenę wyższą (premię) w stosunku do bieżącej, rynkowej ceny akcji. Nadwyżka oferowanej ceny w stosunku do ceny bieżącej akcji celu jest określana mianem *premię kontrolnej* (*a control premium*). Premia kontrolna jest to nadwyżka, jaką kupujący musi zapłacić, aby uzyskać kontrolę nad przedsiębiorstwem (51% akcji). Jeżeli nabywca kupi kontrolny pakiet udziałów spółki celu, to osiąga w ten sposób dwa cele: staje się inwestorem lokującym swoje kapitały w spółce i decydem, mogącym kontrolować i zmieniać strategię przedsiębiorstwa. Uzyskanie kontroli umożliwia kupującemu użycie aktywów celu w sposób, który będzie maksymalizował wartość jego akcji<sup>47</sup>.

Jeżeli akcjonariusze zaakceptują przyjazną propozycję, to transakcja jest realizowana poprzez zakup akcji przedsiębiorstwa celu za gotówkę, papiery wartościowe, długi lub jakąś kombinację tych trzech sposobów<sup>48</sup>. Kupujący zwykle preferują przyjazne przejęcia w stosunku do transakcji wrogich, ponieważ zazwyczaj mogą być one zrealizowane po niższej cenie zakupu.

Chociaż obecnie wrogie przejęcia są trudniejsze w realizacji niż w przeszłości, to jednak mają one także pewne zalety w stosunku do podejścia przyjaznego. Przy wyborze podejścia przyjaznego nabywca nie wykorzystuje elementu zaskoczenia. Nawet ostrzeżenie z kilkudniowym wyprzedzeniem daje zarządowi celu czas na podjęcie działań obronnych, aby przeszkodzić w działaniach nabywcy. Publiczne negocjacje także podnoszą prawdopodobieństwo ujawnienia i gwałtownego wzrostu cen akcji celu, w wyniku działań pośredników (spekulantów) (*arbitrager* (*arbs*)).

---

<sup>46</sup> Por. D e P a m p h i l i s, *Mergers*, s. 115.

<sup>47</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 465.

<sup>48</sup> Por. D e P a m p h i l i s, *Mergers*, s. 8.

Wspomniani tu pośrednicy (*arbitraders*) to grupa inwestorów, którzy chcą osiągnąć zyski wynikające z różnic cen akcji na rynku poprzez dokonywanie szybkich transakcji bez ponoszenia większego ryzyka. Pośrednik może na przykład wyszukać różnice cen notowań akcji w różnych transakcjach (*exchange*). Jeśli w jednej transakcji akcje są niedowartościowane, a następnie po krótkim czasie można je sprzedać w innej transakcji po wyższej cenie, to można w ten sposób zarobić, gdy ceny ponownie się zrównają. *Arbitraders* to zwykle bardzo doświadczeni inwestorzy, ponieważ trudno jest znaleźć okazje do tego rodzaju transakcji i wymagają one szybkiego podejmowania decyzji. Pełnią oni jednak ważną rolę na rynku papierów wartościowych, ponieważ ich dążenia do wykorzystania różnic cen powodują, że ceny kształtują się na bardziej racjonalnym poziomie, niż byłoby to możliwe bez ich udziału.

*Arbitraders* oceniają prawdopodobieństwo, że spółka ostatecznie zostanie przejęta. Jeżeli to nastąpi, to właściciel akcji, włączając w to także pośredników, otrzyma premię. Ponieważ pośrednicy skupują akcje, ich cena zaczyna rosnąć. Dodatkowym efektem zakupów dokonywanych przez pośredników jest podwyższenie ceny oraz zwiększenie prawdopodobieństwa, że spółka zostanie przejęta. Prawdopodobieństwo przejęcia zwiększa się dlatego, że obecnie więcej akcji będzie skoncentrowanych w rękach mniejszej liczby inwestorów i to powoduje, że łatwiej można od nich zakupić duże bloki akcji<sup>49</sup>.

Wzrost cen akcji celu wynikający z działań spekulacyjnych po ogłoszeniu oferty, przyczynia się istotnie do wzrostu kosztów transakcji, ponieważ początkowa oferta kupującego z zasady zawiera premię powyżej bieżącej ceny akcji celu. Ponieważ premia jest zwykle określana jako pewien procent od rynkowej ceny akcji celu, spekulacyjny wzrost ceny akcji spółki celu zostanie dodany do ceny akcji płaconej przez nabywcę. Z tych powodów potencjalny nabywca jest skłonny preferować bardziej przyjazne podejścia<sup>50</sup>.

„Słodkie słówka kierowane do celu” (*sweet-talking the target*). Przejęcie przyjazne rozpoczyna się często zainicjowaniem dialogu przez potencjalnego nabywcę z zarządem spółki celu. W przejęciu przyjacielskim nabywca i cel osiągają porozumienie odnośnie do kluczowych kwestii już we wczesnych fazach procesu negocjacji. Te kluczowe kwestie dotyczą zwykle długofalowej strategii połączenia przedsiębiorstw, jak połączone przedsiębiorstwa będą funkcjonowały w najbliższym okresie i kto będzie zajmował najważniejsze stanowiska w zarządach. Często negocjowana jest tu umowa o moratorium (*standstill agreement*), w której kupujący zobowiązuje się do niedokonywania dalszych

<sup>49</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 467.

<sup>50</sup> Por. D e P a m p h i l i s, *Mergers*, s. 116.



zakupów akcji przedsiębiorstwa celu w ciągu określonego czasu. Umowa ta zmusza nabywcę do prowadzenia dalszych działań jedynie na warunkach przyjacielskich, przynajmniej w okresie uwzględnionym w umowie. Podpisanie umowy pozwala na prowadzenie negocjacji bez groźby użycia agresywnych taktyk, opisanych w następnym rozdziale. Z perspektywy przedsiębiorstwa celu umowa o moratorium jest oznaką dobrych intencji kupującego<sup>51</sup>.

Mówiąc ogólnie, umowa o moratorium w rozpatrywanym tu kontekście jest pisemną umową pomiędzy dwiema firmami, w ramach której jedna firma zobowiązuje się nie podejmować żadnych działań w stosunku do drugiej firmy, aż do terminu określonego w umowie.

Umowa o moratorium może stanowić, że firma będąca celem, ma prawo pierwokupu swoich akcji, w przypadku gdy kupujący zechce je sprzedać. Takie rozwiązanie ma zapobiec przejęciu tych akcji przez innego oferenta. Inna wersja umowy może polegać na tym, że kupujący zgadza się nie zwiększać liczby akcji, jakie posiada, w ciągu określonego czasu. Z tego rodzaju umową wiąże się wynagrodzenie za to, że potencjalny nabywca nie będzie próbował przejąć spółki będącej celem<sup>52</sup>.

Przykład umowy o moratorium: W lutym 1996 r. Chrysler Corporation zawarła umowę o moratorium z zewnętrznym akcjonariuszem (*dissident stockholder*) Kirk Kerkorian. Przez wiele lat Kerkorian zgromadził niemal 13,6% akcji zwykłych Chryslera, podejmując zakończoną niepowodzeniem próbę przejęcia. Bezpośrednio przed zawarciem umowy groził zarządowi Chryslera walką o pełnomocnictwa (*proxy fight*). W ramach umowy moratorium Kerkorian zobowiązał się do niekupowania dodatkowych akcji Chryslera, do niepodjęcia prób wrogiego przejęcia i do niepodjęcia walki o pełnomocnictwa w ciągu najbliższych pięciu lat. W zamian za to zarząd Chryslera zobowiązał się dać kuzynowi Kerkoriana miejsce w radzie dyrektorów (*board of directors*). Firma zgodziła się także na podwojenie ilości swoich akcji wykupowanych na rynku w stosunku do planów z roku 1996 do wielkości 2 miliardów \$, a także do wykupienia dodatkowych akcji wartych 1 miliard \$ w roku następnym. Umowa o moratorium umocniła pozycję Kerkoriana jako akcjonariusza firmy Chrysler (mniej akcji było na rynku) i jednocześnie umożliwiła zarządowi korporacji wyeliminować problem, który angażował wiele czasu i energii firmy.

---

<sup>51</sup> Por. tamże, s. 115.

<sup>52</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 181.

## 2. Przejęcia wrogie

W przeciwieństwie do przejęcia przyjaznego, przejęcie nieprzyjazne lub wrogie przejęcie ma miejsce wtedy, gdy początkowa próba zakupu nie została zaakceptowana, przedsiębiorstwo cel nie jest zainteresowane połączeniem w rozpatrywanym czasie, próba zakupu nie została zaakceptowana przez zarząd przedsiębiorstwa celu, a mimo to kontrola przechodzi w inne ręce (to znaczy nabywana jest więcej niż połowa akcji zwykłych celu)<sup>53</sup>.

Skuteczność wrogich przejęć zależy od takich czynników, jak<sup>54</sup>:

- 1) premia oferowana przez kupującego w stosunku do bieżącej, rynkowej ceny akcji celu;
- 2) skład rady dyrektorów spółki celu;
- 3) rozkład własności akcji;
- 4) prowizja określona przez przepisy wewnętrzne spółki celu;
- 5) możliwości celu do zastosowania dodatkowych strategii obrony.

### *Premia*

Rada celu będzie miała większe trudności z odrzuceniem ofert zawierających istotną premię w stosunku do bieżącej, rynkowej ceny akcji celu, ponieważ odrzucenie takiej oferty będzie wbrew interesom akcjonariuszy. Obawa przed odpowiedzialnością powierniczą i możliwością wytoczenia spraw sądowych przez akcjonariuszy może wywierać presję na radę celu, aby zaakceptować ofertę zakupu akcji.

### *Skład rady dyrektorów*

Pomimo presji wywołanej przez atrakcyjną premię, skład rady celu ma duży wpływ na to, co rada robi i kiedy podejmie swoje decyzje. Rada zdominowana przez niezależnych dyrektorów, osoby niezatrudnione w spółce lub członków jednej rodziny będzie się raczej opierała ofercie, w celu skłonienia oferenta do podniesienia oferowanej ceny lub zyskania na czasie, aby pozyskać konkurencyjne oferty<sup>55</sup>.

### *Rozkład własności akcji*

Ostateczny rezultat próby wrogiego przejęcia zależy w dużym stopniu od rozkładu własności akcji celu i od tego, jak akcjonariusze oceniają jakość pracy zarządu. Aby ocenić te czynniki, nabywca musi opracować listy własności akcji z punktu widzenia różnych kategorii akcjonariuszy<sup>56</sup>: zarząd,

---

<sup>53</sup> Por. D e P a m p h i l i s, *Mergers*, s. 8.

<sup>54</sup> Por. tamże, s. 116.

<sup>55</sup> Por. tamże.

<sup>56</sup> Por. tamże, s. 117.

kierownicy wyższego szczebla (*officers*), plan pozyskiwania akcji przez pracowników (ESOPs – *employee stock ownership plans*)<sup>57</sup>, pracownicy, instytucje takie, jak fundusze emerytalne i inwestycyjne. Czasem nabywca musi pozwać spółkę do sądu, aby uzyskać listę akcjonariuszy. Gdy zostaną określone grupy akcjonariuszy, to podejmowane są wysiłki mające na celu określenie czasu, w jakim każda z grup posiadała swoje akcje. Informacje te mogą być użyte do określenia „wartości akcji celu znajdujących się w publicznym obrocie” (*stock float*)<sup>58</sup>. *Float* reprezentuje liczbę akcji, które mogą być najłatwiej kupione przez kupującego. Można sądzić, że *float* jest wyższy w tych spółkach, które mają słabe wyniki i których akcjonariusze są niezadowoleni z obecnego zarządu. Z tego powodu oferty przejęcia są częściej robione wobec spółek, których efektywność jest niska<sup>59</sup>.

#### *Przepisy wewnętrzne (określone w statucie spółki)*

Przepisy wewnętrzne celu mogą zawierać wiele warunków, które przyczyniają się do wzrostu kosztów przejęcia. Warunki te mogą obejmować: zróżnicowanie rady, niemożność odwołania dyrektorów bez podania przyczyny lub wymaganie uzyskania większości kwalifikowanej przy zatwierdzaniu fuzji<sup>60</sup>.

#### 2.1. *The bear hug* (wywieranie presji): *Limiting the target options* (ograniczenie możliwości celu)

Przed złożeniem oficjalnej oferty zakupu akcji (*tender offer*) inwestor może wcześniej wywierać presję na zarząd celu. Jest to określane mianem *bear hug*. Może to być wykonane przez nawiązanie kontaktu z radą celu i wyrażenie swojego zainteresowania zakupem celu z jednoczesną sugestią, że jeśli ta oferta zostanie odrzucona, to zwróci się on z ofertą zakupu bezpośrednio do akcjonariuszy. Strategia ta może być także zrealizowana przez publiczne ogłoszenie zamiaru złożenia oferty zakupu (*tender offer*). Ogłoszenie takie zmusza zarząd celu do publicznego zajęcia stanowiska<sup>61</sup>.

---

<sup>57</sup> Program, w ramach którego pracownicy regularnie otrzymują akcje i mogą w efekcie osiągnąć kontrolę nad spółką.

<sup>58</sup> Sumaryczna liczba akcji znajdujących się w obrocie publicznym i możliwych do nabycia. Liczbę tę można określić przez odjęcie akcji z ograniczeniami (*restricted stock* – są to na przykład akcje posiadane przez członków zarządu spółki) od akcji znajdujących się w publicznym obrocie. Są one także określane jako „*free float*”. Na przykład spółka ma 10 mln akcji znajdujących się w publicznym obrocie, ale tylko 7 mln jest notowanych na giełdzie, w związku z tym liczba akcji możliwych do nabycia wynosi 7 mln.

<sup>59</sup> Por. D e P a m p h i l l i s, *Mergers*, s. 117.

<sup>60</sup> Por. tamże.

<sup>61</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 233.

Oferta zawiera zazwyczaj nie tylko cenę akcji znacznie powyżej ceny rynkowej, ale także jest duże prawdopodobieństwo, że płatność będzie w gotówce. Jeżeli spółka cel zaakceptuje ofertę, ale zażąda wyższej ceny, to taka sytuacja jest określana mianem *teddy bear hug*.

Intencją takiej oferty jest nakłonienie rady celu do podpisania negocjowanego porozumienia. Rada celu ma powody, aby podpisać takie porozumienie z racji jej powierniczej odpowiedzialności w stosunku do akcjonariuszy celu. Oznacza to w praktyce, że musi ona dbać o interesy akcjonariuszy i nie powinna odrzucać oferty zakupu po cenie wyższej niż cena rynkowa, co z reguły ma tu miejsce. Gdy oferta jest złożona publicznie, spółka jest faktycznie „włączona do gry” (to znaczy może zwrócić uwagę potencjalnych innych kupców). Inwestorzy instytucjonalni i pośrednicy (*arbitrageurs*) mogą poprzez swoje działania wywierać presję na radę celu, aby zaakceptowała ofertę. Jest tu duże prawdopodobieństwo, że pośrednicy (*arbs*) kupią akcje celu i szybko sprzedadzą je temu, kto złożył ofertę zakupu. Akumulacja akcji przez pośredników (*arbs*) powoduje, że kupujący może od nich łatwiej nabyć całe bloki akcji. Publiczne ogłoszenie może także przyciągnąć innych potencjalnych kupców<sup>62</sup>.

Jeżeli oferowana cena jest znacznie powyżej ceny rynkowej akcji, to wywiera to dodatkową presję na zarząd celu. Jeśli zarząd odrzuci propozycję, to może być pozwany do sądu przez akcjonariuszy, że zostały naruszone ich interesy. Typową odpowiedzią zarządu, który nie jest skłonny przyjąć oferty, jest uzyskanie sprawiedliwej opinii od banku inwestycyjnego, który stwierdzi, czy oferta jest adekwatna. Daje to radzie „uzasadnioną” podstawę do odrzucenia oferty<sup>63</sup>.

Ze strategicznego punktu widzenia, jeżeli oferent widzi realistyczną możliwość negocjowanej transakcji, to podejście to może być atrakcyjną alternatywą do wrogiej oferty przejęcia (*tender offer*). Jest to mniej kosztowny i mniej czasochłonny sposób „wrogiego” zakupu. Może także zredukować niekorzystne konsekwencje związane z postępowaniem wrogim, takie jak utrata kluczowego personelu spółki celu, pogorszenie morale pracowników w następstwie zakupu<sup>64</sup>.

Według DePamphilisa *bear hug* zawiera wysłanie bez wcześniejszego uprzedzenia do rady spółki celu listu zawierającego propozycję nabycia i żądającego szybkiej odpowiedzi<sup>65</sup>.

---

<sup>62</sup> Por. D e P a m p h i l i s, *Mergers*, s. 117.

<sup>63</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 234.

<sup>64</sup> Por. tamże.

<sup>65</sup> Por. P a m p h i l i s, *Mergers*, s. 114.

## 2.2. Walka przez pełnomocnictwa (*proxy contest*)

Typowym zachowaniem większości akcjonariuszy jest swojego rodzaju bierność. Dotyczy to nie tylko małych udziałowców, ale także inwestorów instytucjonalnych, którzy w USA są właścicielami około 42,7% wszystkich udziałów. Inwestorzy instytucjonalni nie wykorzystują swojej władzy z różnych powodów. Po pierwsze – zwykle posiadają oni udziały w setkach spółek, co utrudnia aktywne zaangażowanie się w każdej z nich. Po drugie – w przypadku złych wyników spółki nie sprzedają oni posiadanych w niej udziałów, bo taka sprzedaż mogłaby doprowadzić do spadku ich ceny rynkowej<sup>66</sup>. Ponadto nie wszyscy uprawnieni akcjonariusze biorą udział w walnych zgromadzeniach, ponieważ mają inne obowiązki lub są rozproszeni po świecie.

Z tych powodów głosowanie na walnym zgromadzeniu odbywa się często przez pełnomocnictwa. W sensie ogólnym pełnomocnictwo jest to formalna władza dokumentu pełnomocnictwa, który może być podpisany przez akcjonariusza w celu upoważnienia innego akcjonariusza, reprezentanta akcjonariusza lub zarządu spółki do głosowania w imieniu akcjonariusza na walnym zgromadzeniu. Pełnomocnictwa (*proxy statements*) muszą być corocznie odnotowane przez władze sprawujące nadzór nad rynkiem walutowym (SEC w USA) przed walnym zgromadzeniem akcjonariuszy spółki. Pełnomocnictwa są wysyłane przez spółkę do akcjonariuszy przed rocznym zgromadzeniem<sup>67</sup>. Są w nich zawarte między innymi informacje, jak akcjonariusz może głosować nie biorąc udziału w walnym zgromadzeniu<sup>68</sup>. Są one pomyślane tak, aby dostarczyć akcjonariuszowi informacji umożliwiających świadome głosowanie na walnym zgromadzeniu. Informacje te w szczególności dotyczą wyników spółki, propozycji nowych osób, które mają być powołane do rady dyrektorów, danych o wynagrodzeniu dyrektorów, danych o bonusach i planach opcji dla dyrektorów, i wszelkich ważnych deklaracji (uchwał) podjętych przez zarząd, firm audytorskich rekomendowanych przez dyrektorów. Dostarczają one akcjonariuszom i przyszłym (potencjalnym) inwestorom wglądu w działalność rady dyrektorów, a także spojrzenia na to, jak działa jej zarząd.

Zazwyczaj jednak akcjonariusze nie biorą udziału w rocznym walnym zgromadzeniu, aby głosować nad takim decyzjami, jak wybór dyrektorów. Rutynowo raczej podpisują oni dokument pełnomocnictwa, przyznając zarzą-

---

<sup>66</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 239-240.

<sup>67</sup> Por. G. C o h e n, J. O' C o n n o r, F. T o x i c s, *A Manual for Protecting your Family, Community, and Workplace*, Washington, D.C.: Inland Press 1990, s. 66.

<sup>68</sup> Por. R. F. B r u n e r, J. R. P e r e l l a, *Applied Mergers and Acquisitions*, New York: John Wiley & Sons 2004, s. 727.

dowi władzę głosowania w ich imieniu. W związku z tym menedżerowie firmy są w stanie przejąć kontrolę nad mechanizmem pełnomocnictw<sup>69</sup>.

Walka przez pełnomocnictwa (*proxy fight, proxy contests*) jest podejmowaną przez pojedynczego udziałowca lub grupę udziałowców próbą przejęcia kontroli lub doprowadzenia do innych zmian w spółce, poprzez wykorzystanie mechanizmu głosowania przez pełnomocnictwa. W walce przez pełnomocnictwa oferent (zbuntowany akcjonariusz) może próbować użyć swoje prawa głosowania i zebrać pełnomocnictwa innych akcjonariuszy, aby usunąć radę dyrektorów, obecnie pełniącą swoją funkcję, zmienić zarząd lub doprowadzić do zmiany przepisów wewnętrznych spółki (w tym przede wszystkim statutu)<sup>70</sup>.

Zainteresowany przejęciem może apelować do innych udziałowców o ich pełnomocnictwa. Umożliwi to w efekcie usunięcie aktualnej rady dyrektorów i wprowadzenie na urząd rady dyrektorów zaproponowanej przez zainteresowanego przejęciem. Zainteresowany przejęciem (lub buntownik) musi przekonać udziałowców, że będzie im lepiej pod zarządami nowej rady dyrektorów<sup>71</sup>.

Walki przez pełnomocnictwa (*proxy contests*) mają zatem dwie główne formy<sup>72</sup>:

1) Walka o stanowiska w radzie dyrektorów. Zbuntowana grupa akcjonariuszy (lub akcjonariusz) może użyć tego sposobu do wymiany rady dyrektorów. Jeżeli wybrana jest nowa rada dyrektorów, to mogą oni następnie użyć swojej władzy, aby usunąć urzędujący zarząd i wprowadzić w to miejsce nową grupę.

2) Walka odnośnie do propozycji zarządu. Propozycje te mogą dotyczyć akceptacji fuzji lub przejęcia. Zarząd może sprzeciwiać się fuzji, a zbuntowana grupa akcjonariuszy może ją wspierać. Inną ważną propozycją może być wprowadzenie do statutu poprawki dotyczącej obrony przed przejęciem. Zarząd może być za, a zbuntowana grupa przeciw.

Poprzez wymianę członków rady dyrektorów walki przez pełnomocnictwa mogą być efektywnym sposobem uzyskania kontroli bez osiągnięcia 51% kapitału z prawem do głosu, lub mogą być one użyte w celu wyeliminowania strategii obrony przed przejęciem, takich jak trujące pigułki (*poison pills*) bądź oferta przejęcia (*tender offer*). Ewentualnie walki przez pełnomocnictwa mogą być także zainicjowane przez będących w opozycji (*dissident*) akcjo-

---

<sup>69</sup> J. L. Johnson, C. M. Daily, A. E. Ellstrand, *Boards of Directors: A Review and Research Agenda*, „Journal of Management” 22(1996), nr 1, s. 409-436.

<sup>70</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 237; D e P a m p h i l i s, *Mergers*, s. 114-115.

<sup>71</sup> P a l m i t e r, *Corporations*, s. 568.

<sup>72</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 243.

nariuszy, aby uniemożliwić zarządowi zainicjowanie oferty przejęcia<sup>73</sup>. Dotyczy to sytuacji, gdy zarządy firm inicjują połączenie, a akcjonariusze są przeciwni. Taka sytuacja miała miejsce, gdy zarząd HP chciał dokonać połączenia z Compaq w roku 2001.

Walka przez pełnomocnictwa może zakończyć się powodzeniem, jeśli<sup>74</sup>:

- 1) urzędujący zarząd nie ma odpowiedniego poparcia,
- 2) spółka osiągała w ostatnim okresie słabe wyniki,
- 3) zbuntowani akcjonariusze proponują plan poprawy działalności spółki.

Walka przez pełnomocnictwa może być kosztowna. Znaczne sumy muszą być wypłacone, aby wynająć notariuszy (*proxy solicitors*), urzędników bankowych i adwokatów. Do innych wydatków można zaliczyć: drukowanie dokumentów, ich wysyłanie i reklamę. Istotne mogą także być wydatki na sprawy sądowe. Właśnie koszty spraw sądowych mogą się łatwo stać największą pozycją kosztów w najbardziej zażartych walkach przez pełnomocnictwa. Tym niemniej zakończona sukcesem walka przez pełnomocnictwa stanowi znacznie mniej kosztowny sposób osiągnięcia kontroli nad spółką niż oferta przejęcia (*tender offer*), która to może wymagać zakupu kontrolnego pakietu udziałów celu po cenie znacznie wyższej niż rynkowa.

#### *Implementacja walki przez pełnomocnictwa*

Gdy zainteresowany uzyskaniem kontroli (kupujący) jest jednocześnie akcjonariuszem spółki celu, proces przejęcia może się rozpocząć w ten sposób, że kupujący próbuje zwołać specjalne walne zgromadzenie akcjonariuszy. Ewentualnie kupujący może także zgłosić propozycję wymiany rady dyrektorów lub zarządu na zwykłym zgromadzeniu akcjonariuszy, które są zazwyczaj zwoływane cztery do pięciu miesięcy po zakończeniu roku obrotowego<sup>75</sup>. Przed zgromadzeniem kupujący może przeprowadzić agresywną publiczną kampanię *public relations*, zawierającą bezpośrednią ofertę skierowaną do akcjonariuszy i zamówić całostronnicowe ogłoszenie prasowe, jako próbę przekonania akcjonariuszy, aby poparli jego propozycję. Być może kupujący będzie musiał pozwać do sądu spółkę cel, aby uzyskać nazwiska i adresy wszystkich akcjonariuszy. Często takie akcje są przechowywane przez banki lub domy maklerskie i depozytariusze nie mają na ogół uprawnień, aby głosować tymi akcjami<sup>76</sup>.

Jak podaje Gaughan, około 70% wszystkich akcji spółek w USA znajduje się u brokerów (*in street names*). Przy czym większość brokerów nie prze-

<sup>73</sup> D e P a m p h i l i s, *Mergers*, s. 117.

<sup>74</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 244.

<sup>75</sup> Por. tamże, s. 237.

<sup>76</sup> D e P a m p h i l i s, *Mergers*, s. 123.

chowuje powierzonych im akcji w swoich firmach, lecz przekazuje je do depozytu. Jednym z największych depozytariuszy w USA jest Depository Trust Company, znajdująca się w Nowym Jorku. Jeżeli spółka zwróci się do depozytariusza z zapytaniem, kto jest posiadaczem przechowywanych u niego akcji, to otrzyma informację o brokerze, a nie o tym, kto powierzył brokerowi swoje akcje<sup>77</sup>.

#### *Warunki prawne przy realizacji walki przez pełnomocnictwa*

Regulacje prawne Komisji Kontroli Obrotu Papierami Wartościowymi w USA (SEC) obejmują składanie ofert akcjonariuszom spółki celu odnośnie do ich pełnomocnictw lub praw głosowania ich pełnomocnictwami na zlecenie. Wszystkie materiały rozpowszechniane wśród akcjonariuszy muszą być dostarczone do Komisji 10 dni przed ich rozpowszechnieniem, aby mogła się z nimi zapoznać. *Proxy solicitation* (nagabywanie o pełnomocnictwa) jest regulowane przez sekcję 14(a) prawa o obrocie papierami wartościowymi z roku 1934. Grupa, która zamierza gromadzić pełnomocnictwa (*solicitie proxies*) od akcjonariuszy celu, musi wypełnić *proxy statement* oraz załącznik 14A dokumentów wymaganych przez SEC i wysłać te informacje do akcjonariuszy celu. *Proxy statements* zawierają datę przyszłego walnego zgromadzenia akcjonariuszy, na którym ma być zawierana transakcja, szczegóły dotyczące na przykład umowy fuzji, informacje o spółce, przyczynę proponowanej fuzji, a także opinie doradców finansowych i prawnych.

Pomimo że niewiele tego rodzaju walk kończy się sukcesem, to istnieją dowody empiryczne, że walki przez pełnomocnictwa powodują znaczny wzrost zysków dla akcjonariuszy spółki celu niezależnie od ich wyniku. Jak wskazują badania empiryczne, wzrost ceny akcji nastąpił, pomimo że jedynie w 1/5 do 1/3 walk przez pełnomocnictwa rzeczywiście nastąpiły zmiany w kontroli rady dyrektorów. Przyczyny takiego wzrostu ceny akcji mogą wynikać z oczekiwań ostatecznej zmiany w zarządzie większości firm uwikłanych w walki przez pełnomocnictwa i tendencję nowych zarządów do restrukturyzacji firm<sup>78</sup>.

#### 2.3. Zakupy akcji na wolnym rynku (*open market purchases*)

Zakupy akcji na wolnym rynku mogą być taktiką poprzedzającą formalną ofertę przejęcia. Potencjalni kupujący często kupują akcje celu przed formalną ofertą, aby zebrać je po cenie niższej niż ostateczna cena w ofercie. Tego rodzaju zakupy są zwykle utrzymywane w tajemnicy, aby nie spowodować

<sup>77</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 242.

<sup>78</sup> Por. D e P a m p h i l i s, *Mergers*, s. 124.



wzrostu cen i nie zwiększać przeciętnej ceny płaconej za akcje<sup>79</sup>. Zakupy te są często dokonywane za pośrednictwem spółek kadłubowych (*shell corporations*) lub spółek cywilnych, których nazwy nie ujawniają rzeczywistej tożsamości ostatecznego nabywcy<sup>80</sup>. Zazwyczaj bank inwestycyjny wrogiego oferenta pomaga mu przez dostarczenie niezbędnych funduszy na te zakupy i przez wyszukiwanie dużych bloków akcji, które można kupić. Zakupy te mogą być dokonywane w sposób utajniony za pośrednictwem różnych spółek kapitałowych lub cywilnych<sup>81</sup>.

Po osiągnięciu progu 5% nabywca ma dziesięć dni na zawiadomienie SEC i na publiczne ogłoszenie swoich zamiarów<sup>82</sup>. Co oczywiście ogranicza element zaskoczenia<sup>83</sup>. Ten czas może być użyty na zwiększenie liczby posiadanych akcji. Jeżeli kupujący przeprowadzi agresywną akcję zakupów, to może on zebrać nawet do 20% akcji celu<sup>84</sup>. Strategia szybkiego kupowania akcji na wolnym rynku jest także określana mianem „zamiatanie ulicy” – *Street Sweep*. Chodzi o to, aby kupić tak dużo akcji, jak jest to możliwe, i tak szybko, jak jest to możliwe. Polega to na wyszukaniu właścicieli dużych bloków akcji celu, takich przykładowo jak *arbitrageurs* (pośrednicy)<sup>85</sup>.

Skoro tylko intencje kupującego przedostaną się do opinii publicznej, często ceny akcji celu gwałtownie rosną w przewidywaniu, że zostanie złożona spółce oferta jej zakupu. To zniszczy nadzieję kupującego na osiągnięcie kontroli po niższej przeciętnej cenie niż ostateczna cena ofertowa. Z tego powodu oferent może ustalać termin ogłoszenia oferty przejęcia tak, aby zgrać z pierwszym ujawnieniem, że posiada on akcje celu i ma zamiar uzyskać kontrolny pakiet akcji celu<sup>86</sup>.

Zakupy akcji na wolnym rynku mogą być wstępem do ofert przejęcia (*tender offer*), ale mogą też być dla niej alternatywą. Kupujący może dojść do wniosku, że akcje są w posiadaniu niewielu osób, że obecni akcjonariusze są długoterminowymi inwestorami lub że oferta przejęcia nie umożliwi zebrania tak dużo akcji, jak chciałby kupujący. Jeżeli nieprzyjazny oferent dojdzie do wniosku, że oferta przejęcia (*tender offer*) może zakończyć się niepowo-

---

<sup>79</sup> Por. tamże.

<sup>80</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 234.

<sup>81</sup> Por. tamże, s. 235.

<sup>82</sup> Por. P. A. H u n t, *Structuring Mergers & Acquisitions*. A guide to Creating Shareholder Value, New York: Aspen Publishers 2004, s. 523.

<sup>83</sup> Por. B r u n e r, P e r e l l a, *Applied mergers and acquisitions*, s. 831.

<sup>84</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 234.

<sup>85</sup> D e P a m p h i l i s, *Mergers*, s. 124-125.

<sup>86</sup> Tamże, s. 125.

dzeniem, to może jej nie rozpoczynać. Rezultatem może być jedynie zakup dużej liczby akcji na wolnym rynku<sup>87</sup>.

Jeśli nawet w wyniku zakupów akcji na wolnym rynku nie uda się oferentowi uzyskać kontroli nad radą dyrektorów, to może on umieścić w niej swojego przedstawiciela, co z kolei może utrudniać zarządzanie spółką. Przedstawiciel taki może podejmować działania korzystne dla oferenta, na przykład inicjować wypłacenie dodatkowej dywidendy<sup>88</sup>.

Znaczne ilości akcji uzyskane dzięki zakupom na wolnym rynku, mogą być wystarczające do złagodzenia takich taktyk obrony, jak uzyskanie kwalifikowanej większości przy głosowaniu na forum rady dyrektorów. Mogą być one także użyte jako narzędzie negocjacji do wymuszenia na celu zgody na „przyjacielską ofertę zakupu” i do zniechęcenia ewentualnego „białego rycerza” do złożenia oferty zakupu celu. Przyszły „biały rycerz” wie, że będzie musiał sobie poradzić z „niechcianym” ważnym akcjonariuszem, nawet jeśli uda mu się osiągnąć kontrolę nad celem. Nieprzyjazny oferent może nie chcieć zrzec się posiadanych udziałów bez otrzymania wysokiej premii, co może być równoważne z taktyką określaną mianem *greenmail* (jest ona opisana dalej). „Biały rycerz” jest zatem w obliczu nieatrakcyjnej perspektywy zapłacenia premii dla pozostałych akcjonariuszy celu i *greenmail* dla wrogiu oferenta<sup>89</sup>.

Siła głosowania w radzie dyrektorów jest ważna w walkach przez pełnomocnictwa, aby usunąć obrony przed przejęciem, uzyskać aprobatę akcjonariuszy w przypadku podjęcia obrony lub aby wybrać nowych członków rady celu. Dodatkowo akcje celu zebrane przed ofertą przejęcia mogą być później sprzedane przez oferenta przypuszczalnie z zyskiem, w przypadku gdy nie odniesie on sukcesu w nabyciu firmy celu. Umożliwia to nieskutecznemu oferentowi pokrycie niektórych wydatków formalnoprawnych i bankowych, które poniósł<sup>90</sup>.

*Ograniczenia dotyczące zakupów na wolnym rynku.* Prawa federalne i stanowe prawa antytrustowe oraz prawa dotyczące *securities prenotification* w USA powodują, że jest rzeczą niezwykle trudną dla oferenta kupić kontrolny pakiet akcji celu bez upublicznienia tego procesu. Jak wcześniej wspomniano, uzyskanie 5% akcji innej spółki wymaga zgłoszenia tego w ciągu dziesięciu dni. Ponadto federalne prawo antytrustowe przewiduje dodatkowe wymagania, które są określone w tak zwanym *Hart-Scott-Rodino Act*. W myśl

---

<sup>87</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 235.

<sup>88</sup> Por. tamże.

<sup>89</sup> Por. tamże, s. 235.

<sup>90</sup> Por. D e P a m p h i l i s, *Mergers*, s. 124.

tych wymagań, przy spełnieniu określonych warunków trzeba wypełnić obszerny formularz (16 stron)<sup>91</sup> podające szczegóły transakcji. Transakcja nie może być zakończona, jeśli nie upłynął 30-dniowy okres oczekiwania. Transakcja jest ważna dopiero wtedy, jeśli zostanie zrewidowana przez Departament Sprawiedliwości i Federalną Komisję Obrotu. Celem tych zapisów jest zapobieganie transakcjom, które powodują ograniczenie konkurencji<sup>92</sup>.

#### 2.4. Oferta zakupu (*tender offer*)

Jest to strategia polegająca na publicznym ogłoszeniu oferty zakupu akcji celu po określonej cenie. Według innej definicji jest to „publicznie ogłoszona intencja zdobycia kontroli nad spółką połączona z szybkim gromadzeniem jej akcji”<sup>93</sup>. Ogłoszenie zakupu zawiera zwykle ograniczenia, takie jak na przykład minimalna liczba akcji, jakie mogą być zaoferowane, lub okres, w jakim oferty mogą być składane. W Stanach Zjednoczonych czas jest regulowany przez przepisy SEC<sup>94</sup>. Przykładowo – przepisy mówią, że oferta musi pozostać otwarta nie mniej niż 20 dni roboczych od momentu, gdy została opublikowana po raz pierwszy, lub od momentu, gdy została ona wysłana do akcjonariuszy<sup>95</sup>. Dodatkowo ten okres musi być wydłużony o 10 dni, jeśli ogłoszono zmianę ceny akcji lub procent akcji, jaki ma zostać zakupiony<sup>96</sup>. Oferta zakupu może być także skierowana przez spółkę do swoich własnych akcjonariuszy, jeśli chce ona ograniczyć liczbę akcji znajdujących się na rynku. Może być ona także złożona przez akcjonariusza, który chce przejąć kontrolę nad spółką.

W przeciwieństwie do fuzji, w której tradycyjna doktryna prawna mówi, że akcjonariusze mniejszościowi muszą się zgodzić na warunki negocjowanej umowy, oferta zakupu specjalnie pozwala na ominięcie zarządu i rady spółki celu<sup>97</sup>.

Taktyka ta zaczęła być stosowana w USA w latach sześćdziesiątych XX wieku, ale na początku nie była ona akceptowana przez ludzi biznesu, i banki inwestycyjne a także komercyjne generalnie nie udzielały pożyczek na tego rodzaju praktyki. Później zaczęła być coraz częściej akceptowana nie tylko w USA, ale także w Wielkiej Brytanii. Duży wpływ miało na to wydanie

---

<sup>91</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 84.

<sup>92</sup> Por. tamże, s. 83.

<sup>93</sup> Por. tamże, s. 217.

<sup>94</sup> Por. B r u n e r, P e r e l l a, *Applied mergers and acquisitions*, s. 831.

<sup>95</sup> Por. H u n t, *Structuring Mergers & Acquisitions*, s. 532.

<sup>96</sup> Por. S. F. R e e d, A. R e e d L a j o u x, *The art of M&A: A. Merger Acquisition Buyout Guide*, New York: McGraw-Hill 1999, s. 741.

<sup>97</sup> Por. D e P a m p h i l i s, *Mergers*, s. 115.

w USA w roku 1968 prawa określanego mianem „Williams Act”, regulującego zasady, które muszą być spełnione przy realizacji *tender offer*<sup>98</sup>. Prawo to na początku ograniczyło stosowanie *tender offer*, ale później liczba tego rodzaju działań wzrosła, ponieważ Williams Act uregulował zasady *tender offer* i w pewnym stopniu „zalegalizował” tę praktykę. Przed uchwaleniem Williams Act *tender offers* były w dużym stopniu nieuregulowane<sup>99</sup>.

Uzyskanie kontroli w zakończonej sukcesem *tender offer*, w odróżnieniu od walki przez pełnomocnictwa, daje kupującemu większościową pozycję i gwarancję kontroli<sup>100</sup>. Koszty związane z *tender offer*, takie jak koszty prawne i koszty publikacji powodują, że technika ta jest droższa niż transakcja negocjowana (*negotiated deal*)<sup>101</sup>.

Oferty zakupu były szczególnie rozpowszechnione w Stanach Zjednoczonych w latach osiemdziesiątych XX wieku<sup>102</sup>. Kupujący często uciekają się do oferty zakupu, gdy nie jest możliwe „przyjacielskie”, wynegocjowane porozumienie. Początkowe sukcesy ofert zakupu spowodowały powstanie nowych, bardziej efektywnych strategii obrony, takich jak na przykład trująca pigułka (*poison pill*). W rezultacie powstania nowych strategii obrony, oferty zakupu rzadko zmuszają cel do szybkiej kapitulacji wobec oferenta. Taktyki przejęcia musiały się zatem dostosować do szybkiego wzrostu bardziej skutecznych taktyk obrony. Przykładowo – w USA w latach dziewięćdziesiątych XX wieku oferty zakupu skierowane bezpośrednio do akcjonariuszy były stosowane w kombinacji z walką przez pełnomocnictwa, aby tym samym zwiększyć ich skuteczność<sup>103</sup>.

*Implementacja oferty zakupu (tender offer)*. Oferty zakupu mogą być za pieniądze lub za papiery wartościowe. Przy czym inaczej niż w przypadku fuzji, w ofertach zakupu używa się zazwyczaj gotówki jako formy płatności. Transakcje przy użyciu papierów wartościowych wymagają zazwyczaj więcej czasu do ich zakończenia, ponieważ emisja nowych papierów wartościowych musi być zarejestrowana i zaakceptowana w Stanach Zjednoczonych przez Securities and Exchange Commission (SEC), a także przez te stany USA, które mają wymagania odnośnie do rejestracji. W czasie zatwierdzania przed-

---

<sup>98</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 217.

<sup>99</sup> Por. E r n s t & Y o u n g, *Mergers & acquisitions. Back to Basics Techniques for the '90s*, New York: John Wiley & Sons, Inc. 1994, s. 160.

<sup>100</sup> Por. P a l m i t e r, *Corporations*, s. 568.

<sup>101</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 218.

<sup>102</sup> Por. D e P a m p h i l i s, *Mergers*, s. 124-126.

<sup>103</sup> Por. tamże.

siębiorstwa cele są w stanie przygotować obronę i pozyskać nowe oferty zakupu, rezultatem czego jest potencjalny wzrost cen akcji celu<sup>104</sup>.

Jeżeli oferta zakupu jest złożona, to jest prawdopodobne, że cel zostanie kupiony, ale niekoniecznie przez początkowego oferenta. Jak twierdzi DePamphilis, niezaskarżone oferty zakupu powodują przejęcie celu w około 90% przypadków. Natomiast w przypadku zaskarżanych ofert zakupu, cel jest ostatecznie kupowany w 50% przypadków<sup>105</sup>. Według Gaughana na podstawie danych z lat 1985-1994 można stwierdzić, że w przypadku spółek publicznych *tender offer* zakończyła się sukcesem w 81% przypadków<sup>106</sup>.

Premia oferowana za akcje celu w ramach oferty zakupu jest ustalana na zasadzie próby przewidywania cen akcji celu za około 6-12 miesięcy od momentu złożenia oferty zakupu. Kupujący zatem oferuje pewną część różnicy pomiędzy bieżącą ceną rynkową i przewidywaną ceną rynkową akcji celu w formie premii w stosunku do bieżącej ceny akcji. W rezultacie kupujący „mówi” do akcjonariuszy firmy celu, że mogą oni dzisiaj zrealizować przyszłą wartość akcji, a nie czekać na tę realizację w przyszłości<sup>107</sup>. Po wprowadzeniu w USA Williams Act średnia premia w stosunku do bieżącej ceny akcji wynosiła około 53%<sup>108</sup>.

*Tender offer* może być realizowane w wielu etapach (warstwach) zakupów. Wiele stanów USA daje akcjonariuszom spółki celu prawa wyceny, tak że akcjonariusze firmy celu nieoferujący swoich akcji w pierwszej lub drugiej warstwie zakupów, mogą zwrócić się do sądu stanowego, aby określił „uczciwą cenę” za akcje. Ustalona przez sąd wartość akcji może być wyższa lub niższa od tej, jaką zaoferował kupujący<sup>109</sup>.

Akcjonariusze spółki celu często postrzegają ofertę zakupu jako zjawisko korzystne, ponieważ mogą oni dzięki niej uzyskać wysoką premię za posiadane akcje. Nie jest jednak jasne, jak na taką ofertę powinien zareagować zarząd, który ma obowiązek maksymalizować wartość akcji. Jest dyskusyjne, czy aktywna obrona przed ofertą przejęcia zwiększy premię proponowaną w ofercie<sup>110</sup>.

Zwolennicy *tender offer* postrzegają je jako mechanizm monitorowania, który powiększa uczciwe zaangażowanie zarządu i ogranicza koszty urzędowania (*agency costs*). Bez możliwości wrogiej oferty zakupu menedżerowie mieliby

---

<sup>104</sup> Por. tamże, s. 126.

<sup>105</sup> Por. tamże.

<sup>106</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 218.

<sup>107</sup> Por. D e P a m p h i l i s, *Mergers*, s. 126.

<sup>108</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 217.

<sup>109</sup> Por. D e P a m p h i l i s, *Mergers*, s. 129.

<sup>110</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 220.

swobodę w stosowaniu działań, które maksymalizowałyby ich osobiste korzyści i nie prowadziły do korzystnego dla akcjonariuszy wzrostu ceny akcji<sup>111</sup>.

### 2.5. Spór sądowy

Spór sądowy (*litigation*) może być stosowany przez spółkę cel jako taktyka obrony, a także przez kupującego jako taktyka ataku.

Używany przez kupującego staje się typową taktyką w celu wywierania dodatkowego nacisku na radę celu do ustąpienia wobec prób przejęcia lub do usunięcia obrony. Spór sądowy może się okazać efektywny wtedy, gdy cel zastosował szczególnie uciążliwe strategie obrony. Rada celu może być oskarżona o niedostarczanie kupującemu odpowiednich, wymaganych przez prawo informacji. Kupujący może także oskarżyć radę celu o to, że strategie obrony są nastawione tylko na zachowanie pozycji przez najważniejszych członków zarządu (*senior management*). W takim przypadku kupujący będzie twierdził, że rada celu narusza jej obowiązki powiernicze w stosunku do akcjonariuszy celu. Procesy sądowe mogą być użyte jako wsparcie lub niezależnie od innych wrogich taktyk przejęcia<sup>112</sup>.

Nabywca może użyć spór sądowy jako dodatek do swoich ofensywnych akcji w celu pokonania określonych rodzajów obron. Może on złożyć pozew, że rada dyrektorów spółki celu naruszyła swoje obowiązki wobec akcjonariuszy. Może to być zrealizowane na różne sposoby, na przykład z punktu widzenia określonych obron, które zostały zaprojektowane w celu uniemożliwienia złożenia oferty zakupu<sup>113</sup>.

### 2.6. Stosowanie różnych taktyk przejęcia

Różne taktyki, które mogą być użyte w procesie przejęcia, nie powinny być postrzegane jako dyskretne, niezależne działania, a raczej powinny być postrzegane jako rozsądnie strukturalizowana seria punktów decyzyjnych, z różnymi opcjami zwykle dobrze zdefiniowanymi i przemyślanymi. Wybór odpowiedniej powinien być poprzedzony starannym planowaniem. Planowanie to zawiera w sobie przegląd strategii obrony stosowanych obecnie przez cel, oszacowanie strategii obrony, które nie mogą być zastosowane przez cel po złożeniu oferty, i liczbę akcji celu znajdujących się w obrocie (*float*). Jeżeli za najważniejszą kwestię uznaje się minimalizację kosztu zakupu i maksymalizację współpracy pomiędzy dwoma partnerami, to kupujący powinien wybrać podejście „przyjazne”<sup>114</sup>.

---

<sup>111</sup> Por. tamże, s. 222.

<sup>112</sup> Por. D e P a m p h i l i s, *Mergers*, s. 132.

<sup>113</sup> Por. H u n t, *Structuring Mergers & Acquisitions*, s. 610.

<sup>114</sup> D e P a m p h i l i s, *Mergers*, s. 130.

Podejście przyjazne ma taką zaletę, że jest generalnie mniej kosztowne niż bardziej agresywne taktyki i minimalizuje zagrożenie utraty kluczowych pracowników podczas walki o kontrolę nad celem. Przy przyjaznych przejęciach unika się organizowania aukcji, które generalnie powodują wzrost ceny zakupu celu. Ponadto przyjazne nabycie wspiera planowanie integracji i zwiększa prawdopodobieństwo, że połączone spółki będą szybko i efektywne zintegrowane po ich połączeniu. Podstawowym brakiem podejścia przyjaznego jest jednak brak zaskoczenia. Jeżeli cel nie ma ochoty osiągnięcia wynegocjowanego porozumienia, to kupujący albo musi zrezygnować, albo przejść do bardziej agresywnych taktyk. Taktyki agresywne będą w takiej sytuacji prawdopodobnie mniej efektywne, ponieważ zarząd celu będzie miał czas, aby wprowadzić w życie dodatkowe strategie obrony przed atakiem<sup>115</sup>.

Jak wynika z rys. 4., analizowanego od strony lewej do prawej, jeżeli zarząd i rada celu odrzucą początkową ofertę kupującego, to kupujący może zrezygnować lub wykorzystać bardziej agresywne taktyki. Jeżeli zadecyduje się na bardziej agresywne postępowanie, to może rozpocząć wywieranie nacisku (*bear hug*). Obowiązki powiernicze rady dyrektorów wymagają, aby rozważyła ona wszystkie rozsądne oferty. Taktyka wywierania nacisku zakłada, że duzi instytucjonalni akcjonariusze i pośrednicy (*arbs*) będą wywierali nacisk na radę, aby porozumiała się z kupującym<sup>116</sup>.

Jeżeli wywieranie nacisku (*bear hug*) nie przekona zarządu celu do negocjacji, to kupujący może dokonać zakupu znacznego pakietu akcji na wolnym rynku. Może to doprowadzić do zebrania przez kupującego wystarczającej liczby akcji z prawem głosu, aby zwołać specjalne zgromadzenie akcjonariuszy i rozpocząć walkę przez pełnomocnictwa. Jeśli strategii obrony celu są postrzegane jako rzeczywiście słabe, to kupujący może zrezygnować z walki przez pełnomocnictwa i złożyć ofertę zakupu akcji celu (*tender offer*). Jeżeli natomiast strategii celu wydają się być mocne, to kupujący może zastosować równocześnie walkę przez pełnomocnictwa i *tender offer*<sup>117</sup>. Kombinacja tych dwóch taktyk może być korzystna, ponieważ walka przez pełnomocnictwa użyta do osłabienia obrony celu spowoduje, że będzie on bardziej podatny na mniej kosztowną ofertę zakupu<sup>118</sup>.

---

<sup>115</sup> Por. tamże.

<sup>116</sup> Por. tamże, s. 130-132.

<sup>117</sup> Por. tamże, s. 132.

<sup>118</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 255.

## BIBLIOGRAFIA

- B r u n e r Robert F., P e r e l l a Joseph R.: Applied Mergers and Acquisitions, New York: John Wiley & Sons 2004.
- C o h e n Gary, O' C o n n o r John, T o x i c s Fighting: A Manual for Protecting your Family, Community, and Workplace, Washington, D.C.: Inland Press 1990.
- D e P a m p h i l i s Donald: Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities, San Diego–London: Academic Press 2003.
- D o u m a Sytse, S c h r e u d e r Hein: Economic Approaches to Organizations, Upper Saddle River, NY: Prentice Hall 2008.
- E r n s t & Y o u n g: Mergers & acquisitions. Back to Basics Techniques for the '90s., New York: John Wiley & Sons, Inc. 1994.
- G a u g h a n Patrick A.: Mergers, Acquisitions, and corporate Restructurings, New York: John Wiley and Sons, Inc. 1996.
- H u n t Peter A.: Structuring Mergers & Acquisitions. A guide to Creating Shareholder Value, New York: Aspen Publishers 2004.
- J o h n s o n Jonathan L., D a i l y Catherine M., E l l s t r a n d Alan E.: Boards of Directors: A Review and Research Agenda, „Journal of Management” 22(1996), nr 1, s. 409-436.
- P a l m i t e r Alan R.: Corporations, New York: Aspen Publishers 2003.
- R e e d Stanley F., R e e d L a j o u x Alexandra: The art of M&A: A Merger Acquisition Buyout Guide, New York: McGraw-Hill 1999.
- S h e r m a n Andrew J., H a r t Milledge A.: Mergers & Acquisitions from A to Z, New York: Amacom 2006.
- S m a r t Scott B., M e g g i n s o n William L., L u c e y Brian M.: Introduction to Corporate Finance, London: Cengage Learning EMEA 2008.

GENERAL CLASSIFICATION  
OF THE TACTICS OF COMPANIES TAKEOVERS

S u m m a r y

In the article a classification is presented of the techniques of takeovers of companies. It has been made on the basis of American experience. At the beginning basic concepts are defined and explained, and then friendly and hostile takeovers are described. The information may be interesting for the Polish reader since takeovers, especially hostile ones, ever more often occur in the Polish economic reality.

*Translated by Tadeusz Karłowicz*

**Słowa kluczowe:** grupy przedsiębiorstw, przejęcia.

**Key words:** groups of companies, takeovers.