

MAREK PAWLAK

PREWENCYJNE TAKTYKI OBRONY PRZED WROGIMI PRZEJĘCIAMI

WPROWADZENIE

Do ważnych zadań zarządu przedsiębiorstwa, obok m.in. formułowania strategii, podejmowania decyzji odnośnie do obsadzania kluczowych stanowisk, należy obrona przed wrogimi przejęciami. W artykule dokonano przeglądu prewencyjnych taktyk obrony przed nimi. Jako źródła informacji wykorzystano przede wszystkim publikacje opisujące realia amerykańskie, ponieważ w kraju tym ukształtowała się większość najbardziej znanych taktyk obronnych. Można przypuszczać, że taktyki te będą się cieszyły coraz większym zainteresowaniem w Polsce i coraz większej polskich firm będzie stosowało podobne rozwiązania. Jako przykład stosowania prewencyjnych takt obrony w Polsce można podać zmianę statutu PKO BP, o czym donosiła „Rzeczpospolita” 22 VI 2011 r. Według niej w kwietniu 2011 r. na wniosek Skarbu Państwa został zmieniony statut banku, który ograniczył prawo wykonywania głosu dla mniejszościowych akcjonariuszy do 10%, co ma zapobiec ewentualnemu wrogiemu przejęciu.

Opisując taktyki obrony przed przejęciami stosowane w Stanach Zjednoczonych, należy wspomnieć o hipotezie okopania się zarządu (*Entrenchment Hypothesis*), opisanej po raz pierwszy w roku 1983¹. W myśl tej hipotezy taktyki obrony utrudniające akcjonariuszom wymianę zarządu zwiększają jego zdolność do podejmowania inwestycji we własnym interesie i podejmowania

Prof. dr hab. MAREK PAWLAK – kierownik Katedry Zarządzania Przedsiębiorstwem w Instytucie Ekonomii i Zarządzania na Wydziale Nauk Społecznych KUL; adres: Al. Racławickie 14, 20-950 Lublin; e-mail: mpawlak@kul.lublin.pl

¹ K. A. B o r o k h o v i c h, K. R. B r u n a r s k i, R. P a r r i n o, *CEO Contracting and Antitakeover Amendments*, „The Journal of Finance” 52(1997), No 4, s. 1499.

decyzji, które są korzystne tylko dla zarządu kosztem akcjonariuszy. Decyzje takie mogą polegać na przykład na zbyt dużych inwestycjach spółki w określone rodzaje działalności lub wydawaniu pieniędzy na różne udogodnienia dla zarządu, jak np. prywatne samoloty, restauracje, opłacanie członkostwa w klubach biznesu. Tego rodzaju atrakcje są z zasady wysoko cenione przez członków zarządu. Zatem w wielu przypadkach zarządy inicjują zastosowanie określonych taktyk obrony, nawet jeśli propozycja zakupu spółki wydaje korzystna dla akcjonariuszy.

Można wskazać dwa wyjaśnienia, dlaczego zarządy inicjują określone taktyki obrony, nawet jeśli propozycja zakupu spółki jest korzystna dla akcjonariuszy². Pierwsze wyjaśnienie ma charakter personalny, a drugie jest związane z pieniędzmi.

Według pierwszego wyjaśnienia motywy są czysto osobiste. Menadżerowie uważają, że spółka jest ich własnością, zapominając, że to akcjonariusze mają większe prawa do jej majątku. W związku z tym starają się zachować kontrolę niezależnie od tego, jakie to będzie miało konsekwencje dla akcjonariuszy.

Drugie wyjaśnienie jest związane z wynagrodzeniami członków zarządu. Według analiz przeprowadzanych w Stanach Zjednoczonych w ciągu trzech lat po przejęciu spółki około 52% jej członków zarządu traci swoje stanowiska. W związku z tym przejęcie spółki może oznaczać dla członków jej zarządu utratę bardzo wysokich wynagrodzeń. Na marginesie można wspomnieć, że wynagrodzenia członków zarządów dużych spółek wynosiły w 2005 r. w Stanach Zjednoczonych około 2 mln \$, a w Wielkiej Brytanii, Kanadzie, Francji i we Włoszech około 1 mln \$ rocznie³.

Generalnie można stwierdzić, że są przeciwnicy i zwolennicy stosowania taktyk obrony. Przeciwnicy twierdzą, że umacniają one aktualny zarząd i zmniejszą potencjalne korzyści akcjonariuszy. Uważają oni działalność „najeźdźców” za element, który dyscyplinuje zarząd i sprzyja jego „uczciwości”. Zwolennicy stosowania taktyk obrony argumentują, że zapobiegają one działaniom wrogich najeźdźców, którzy nie są zainteresowani podnoszeniem wartości spółki w dłuższym okresie, a tylko są spekulantami dążącymi

² Porównaj: I. Kesner, F. Idalene, D. Dalton, *Antitakeover Tactics: Management 42, Stockholders 0*, „Business Horizons” 1985, September-October, s. 19.

³ Porównaj na temat wysokości wynagrodzeń członków zarządów w różnych krajach: S. Brenner, J. Schwabach, *Legal Institutions, Board Diligence, and Top Executives Pay*, „Corporate Governance: An International Review” 17(2009), s. 4.

do osiągnięcia krótkoterminowych zysków, jednocześnie poświęcają przyszłość spółki, która – być może – była budowana przez wiele dziesięcioleci⁴.

Ważną rzeczą przy stosowaniu różnych taktyk obrony jest wcześniejsze planowanie. Chodzi tu z jednej strony o przygotowanie omawianych tu taktyk prewencyjnych, z drugiej – o nadzorowanie stanu posiadania akcji spółki i śledzenie zmian w tym zakresie. Jeżeli ktoś w krótkim czasie kupuje duże bloki akcji określonej spółki, to jest to sygnał, że być może przygotowuje wrogie przejęcie.

1. PODZIAŁ PREWENCYJNYCH TAKTYK OBRONY

Taktyki obrony przed przejęciem mogą być podzielone na dwie kategorie: te, które są stosowane przed otrzymaniem oferty zakupu spółki, i te, które są stosowane po otrzymaniu oferty. Taktyki przedofertowe mogą być także określane mianem prewencyjnych, a poofertowe – mianem aktywnych. Taktyki obrony przed złożeniem oferty są używane w celu „odstraszenia wrogiego inwestora”, a także przeciwdziałania nagłym niespodziewanym przejęciom. Dają one czas zarządowi na przygotowanie stosownej obrony. Takie opóźnienie działań kupującego może dać także więcej czasu na przygotowanie taktyk stosowanych po złożeniu oferty. W tabeli 1 podano najczęściej stosowane prewencyjne taktyki obrony. Według DePamphilisa spółki publiczne w USA używają jednocześnie przeciętnie około trzech różnych taktyk obrony stosowanych przed złożeniem i po złożeniu oferty, czyli prewencyjnych i aktywnych⁵. Według Gaughana w latach dziewięćdziesiątych XX w. około 85% dużych spółek w USA stosowało jakieś formy obrony przed przejęciami⁶.

Prewencyjne taktyki przedstawione poniżej podzielono na dwie grupy. Są to – po pierwsze – tak zwane taktyki określane mianem „obrony przed rekinem” (*Shark repellants*) i – po drugie – „trujące pigułki”. Przy czym mianem rekina określa się tu wrogiego w stosunku oferenta (*Raider*), który wbrew woli jej zarządu chce dokonać przejęcia. Obrony przed rekinem konstruowane są w ten sposób, aby „utrzymać na odległość” wrogiego oferenta. Nazwa „trujące pigułki” pochodzi natomiast stąd, że kupujący musi kupić

⁴ Porównaj: P. A. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructuring*, New York: John Wiley & Sons, Inc. 1996, s. 151.

⁵ D. D e P a m p h i l i s, *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*, Amsterdam: Academic Press 2003, s. 132.

⁶ Por. G u g h a n, *Mergers...*, s. 151.

określony procent akcji spółki celu, czyli połączyć pigułkę, aby następnie stała się ona trująca. Należy zaznaczyć, że stosowanie trujących pigułek może być bardzo destrukcyjne dla broniącej się spółki.

Tabela 1. Prewencyjne taktyki obrony przed wrogimi przejęciami

I. Obrony polegające na zmianie statutu lub przepisów wewnętrznych spółki (Shark Repellants – obrony przed rekinem)
1. Wzmocnienie obron rady dyrektorów: – Zróżnicowany wybór rady dyrektorów lub wybór rady kategoriami – Prawa głosowania dopuszczające kumulację – Postanowienia „na wypadek”
2. Ograniczenie działań akcjonariuszy: – Zwołanie specjalnego zgromadzenia – Zabieganie o zgodę – Postanowienia dotyczące wcześniejszego ogłoszenia – Wymagania kwalifikowanej większości
3. Klauzula Antigreenmail
4. Klauzula „uczciwej ceny”
5. Akcje uprawnione co do głosu
6. Zmiana miejsca rejestracji spółki
7. Złote i srebrne spadochrony
II. Trujące pigułki
1. Pierwsza generacja trujących pigułek (preferowane plany akcji)
2. Druga generacja trujących pigułek (Flip-Over Rights Plans)
3. Trzecia generacja trujących pigułek (Flip-In Rights Plans)
4. Plany zakończenia (Back-End Plans)
5. Poison Puts
6. Obrona makaronowa

2. OBRONY PRZED REKINEM

(LICHWIARZEM, OSZUSTEM, SZULEREM) *SHARK REPELLENTS*

Obrony przed rekinem są specyficznymi typami obron przed przejęciem, które polegają na zmianie statutu spółki lub na zmianie regulaminów wewnętrznych spółki. Statut jest podstawowym dokumentem regulującym wewnętrzne sprawy spółki.

Obrony przed rekinem są stosowane głównie w celu wzmocnienia zdolności rady dyrektorów do zachowania kontroli. Według DePampilisa wspólnie obrony przed rekinem są stosowane przede wszystkim jako dodatek

do trujących pigulek⁷. Ich rola polega przede wszystkim na utrudnieniu uzyskania kontroli nad radą dyrektorów poprzez walki przez pełnomocnictwa⁸.

Przepisy prawa określają, jakie zmiany w statucie lub w przepisach wewnętrznych spółki mogą być dokonane bez aprobaty akcjonariuszy. W praktyce większość obron przed rekinem wymaga poprawek do statutu firmy, które jednak muszą być głosowane przez akcjonariuszy, przy czym zazwyczaj wyrażają oni na nie zgodę⁹.

2.1. Wzmocnienie obron rady dyrektorów

Zasady pracy rady dyrektorów

Rada dyrektorów jest grupą osób wybranych przez akcjonariuszy w celu nadzorowania (dogłądania) działań zarządu, jak też w celu rekomendowania akcjonariuszom określonych działań¹⁰. Nie są to pełnoetatowe stanowiska i wynagrodzenie jest wypłacane w formie rocznego uposażenia lub jako honorarium za każde posiedzenie. Można przyjąć, że rada dyrektorów w spółkach amerykańskich jest w przybliżeniu odpowiednikiem rady nadzorczej w spółkach polskich.

Rada dyrektorów powołuje zarząd, który z kolei zarządza codziennymi sprawami spółki. Dyrektorzy generalnie nie są zorientowani w szczegółach codziennych spraw spółki i są uzależnieni od informacji dostarczanych przez zarząd. Często określają oni ogólną strategię spółki i decydują w ważnych kwestiach i proponowanych zmianach¹¹.

Wiele rad składa się z członków zewnętrznych (*outsiders*) i członków wewnętrznych (*insiders*). W skład grupy członków wewnętrznych wchodzi z zasady członkowie zarządu, natomiast w skład grupy członków zewnętrznych osoby spoza spółki (które nie są członkami jej zarządu). Udział członków zarządu w radzie dyrektorów jest podstawową cechą, jaka różni ten organ od występującej w Polsce rady nadzorczej. Często także prezes zarządu, czyli

⁷ De P a m p h i l i s, *Mergers*, s. 139.

⁸ Więcej szczegółów na temat walki o pełnomocnictwa można znaleźć w pracy: M. P a w l a k, *Ogólna klasyfikacja taktyk przejęć przedsiębiorstw*, „Roczniki Ekonomii i Zarządzania” 3(30), 2011, s. 259-262.

⁹ G a u g h a n, *Merges*, s. 162.

¹⁰ Tamże, s. 163.

¹¹ M. M i z r u c h i, *Who Controls Whom? An Examination of the Relation Between Management and Boards of Directors in Large American Corporations*, „Academy of Management” 8(1983), No. 3, s. 426-430.

Chief Executive Officers (CEO), jest jednocześnie przewodniczącym rady dyrektorów (*Chairmen*).

Niektóre decyzje, jak na przykład oferta zakupu spółki, mogą wymagać akceptacji rady dyrektorów. Rada ustala warunki i może także zalecić, aby konkretna sprawa została przedłożona do akceptacji akcjonariuszom¹².

Jeżeli akcjonariusze chcą zmienić zarząd spółki, to może to wymagać zmiany rady dyrektorów, ponieważ rada dyrektorów, z zasady powołuje zarząd i ustala jego wynagrodzenie. Na przykład wrogi oferent, który przejmuje kontrolę nad spółką, może chcieć zmienić zarząd na takie osoby, które będą zarządzały w sposób zgodny z jego interesami. Oferent może także chcieć pełnić funkcję prezesa zarządu (CEO). Jeżeli oferent ma wystarczającą liczbę głosów i spółka nie zastosowała żadnych strategii obrony, która ograniczałaby możliwości szybkiej wymiany rady, to może on powołać nową radę dyrektorów¹³.

Zróznicowany wybór rady lub wybór rady kategoriami (Staggered Board Amendments)

Obrona polegająca na zróżnicowanym wyborze rady oznacza dążenie do zachowaniu większości głosów w radzie dyrektorów, a tym samym zachowania kontroli nad spółką. Polega ona na tym, że są różne terminy wyborów członków rady i w danym roku można wybrać osoby tylko na część stanowisk. Jeżeli oferent zdobył już większość głosów na walnym zgromadzeniu, to zróżnicowany wybór rady może uniemożliwić mu zdobycie od razu większości w radzie dyrektorów. Ponieważ rada dyrektorów wybiera zarząd, więc nie może on także spowodować wyboru zarządu działającego tylko w jego interesie. Jeżeli oferentowi udałoby się uzyskać większość głosów w zarządzie, to zarząd mógłby, na przykład, sprzedać część majątku spółki, aby spłacić zobowiązania oferenta zaciągnięte przez niego w celu nabycia spółki¹⁴.

Można podać następujący przykład zróżnicowanych wyborów rady. W następstwie zmian w statucie firmy jej dyrektorzy są dzieleni na pewną liczbę grup. Każdego roku dokonywane są wybory do innej grupy¹⁵. Na przykład dla rady składającej się z 12 członków dyrektorzy mogą być podzieleni na

¹² G a u g h a n, *Mergers...*, s. 164.

¹³ Tamże.

¹⁴ Tamże.

¹⁵ F. J. W e s t o n, S. C. W e a v e r, *Mergers and Acquisitions*, New York: McGraw-Hill Companies 2001, s. 236.

cztery grupy i każdy z dyrektorów jest wybierany na okres 4 lat. W pierwszym roku powoływani są dyrektorzy do grupy pierwszej, w drugim roku powoływani są dyrektorzy do grupy drugiej i tak dalej. W rezultacie wrogi oferent, który może posiadać większość akcji i większość głosów na walnym zgromadzeniu, ciągle będzie musiał czekać przez trzy tury wyborów, aby uzyskać kontrolę nad radą dyrektorów. Większościowy akcjonariusz może jednak narzucić spółce swoją wolę na drodze sądowej. Prawdopodobieństwo sporu sądowego i nacisku na radę jest największe wtedy, gdy oferta ceny za spółkę będącą celem przejęcia znacznie przewyższa bieżącą cenę rynkową. W takiej sytuacji przejęcie jest właściwie w interesie akcjonariuszy. Według DePamphilisa około połowy amerykańskich firm, których akcje znajdują się w obrocie publicznym, stosuje zasadę wyboru rady na zasadzie częściowego odnawiania (z podziałem na grupy)¹⁶. Według Morisa Danielsona i Jonathana Karpoffa taktykę tę stosuje około 54% amerykańskich spółek¹⁷.

Cumulative Voting Rights (Prawa głosowania dopuszczające kumulację)

Mianem *Cumulative Voting Rights* określa się zasady głosowania, według których każdy głosujący ma tyle głosów, ile ma akcji, razy liczba miejsc, które mają być obsadzone i głosy te mogą być oddane na jednego kandydata lub rozdysponowane dowolnie między kandydatów. W ten sposób kandydat wspierany przez głosujących stanowiących mniejszość może wygrać, mając wsparcie mniejszej liczby głosujących, niż byłoby to potrzebne przy zwykłych wyborach większościowych¹⁸. *Cumulative voting rights* ułatwiają reprezentację małych grup interesów w radzie dyrektorów i są one wymagane przez przepisy prawa niektórych stanów USA. Większość dużych spółek w USA, będących w posiadaniu publicznym i notowanych na giełdach, nie ma jednak praw głosowania dopuszczających kumulację¹⁹.

Używając poprzedniego przykładu rady dyrektorów składającej się z 12 członków, możemy powiedzieć, że akcjonariusz, który ma 100 akcji, ma 300 głosów na wybór 3 osób do rady dyrektorów. Akcjonariusz może ku-

¹⁶ *Mergers*, s. 139.

¹⁷ *On the uses of corporate governance provisions*, „Journal of Corporate Finance” 4(1998), No 4, s. 354.

¹⁸ *Voting Rights Act: an Examination of the Scope and Criteria for Coverage under the Special Provisions of the Act*. October 20, 2005, Serial No. 109-68. Printed for the use of the Committee on the Judiciary. USA.

¹⁹ G a u g h a n, *Merges...*, s. 164.

mulować swoje głosy i przydzielić je do jednego kandydata lub może rozdzielić swoje 300 głosów pomiędzy dwóch kandydatów. Zewnętrzny oferent, który ma już mocną pozycję na walnym zgromadzeniu i jest teraz określany mianem „zbuntowanego akcjonariusza”, może wybrać to podejście w celu uzyskania jednego miejsca w radzie dyrektorów, aby w ten sposób uzyskać dostęp do użytecznych informacji, które nie są łatwo dostępne w inny sposób. Jednak prawa głosowania skumulowanego mogą także odnieść odwrotny skutek dla zbuntowanego akcjonariusza. Prawa głosowania skumulowanego mogą być użyte w celu przeciwdziałania zdolności buntowników do uzyskania kontroli nad radą poprzez kumulowanie głosów przeciwnych temu akcjonariuszom i ich głosowania za kandydatem, który będzie stanowczo reprezentował stanowisko rady. Według DePamphilisa w USA jedynie około jedna piąta spółek posiada akcje dające prawo głosowania skumulowanego²⁰. Według Danielsona i Kapoffa około 16% spółek stosuje tę technikę²¹.

Postanowienia „na wypadek” („For Cause” Provisions)

Są to specjalne zapisy w statucie spółki, które określają jednoznacznie sytuacje, w których można usunąć członka rady dyrektorów. Zacieśnia to zakres przyczyn usunięcia i ogranicza możliwości wrogiego akcjonariusza do szybkiego wprowadzenia do rady dyrektorów sprzyjających mu członków²².

2.2. Ograniczenie działań akcjonariuszy

Innym sposobem wzmocnienia zdolności rady dyrektorów do zachowania kontroli jest ograniczenie zdolności akcjonariuszy do uzyskania kontroli nad firmą przez całkowite ominięcie rady dyrektorów. Może to polegać na: ograniczeniu uprawnień akcjonariuszy do zwoływania specjalnych walnych zgromadzeń, na ograniczeniu uprawnień do uzyskania zgody (*consent solicitations*), a także na ograniczeniu użycia wymagań kwalifikowanej większości głosów *super majority rules*²³.

²⁰ *Mergers...*, s. 139.

²¹ *On the uses...*, p. 354.

²² Porównaj: F. J. Weston, S. C. Weaver, *Mergers and Acquisitions*, New York: McGraw-Hill Companies 2001, s. 237.

²³ DePamphilis, *Mergers...*, s. 141.

Zwoływanie nadzwyczajnych walnych zgromadzeń

Wiele stanów USA wymaga od firmy zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia, jeżeli żąda tego określony procent akcjonariuszy²⁴. Jeżeli takie zgromadzenie jest zwołane, to rada dyrektorów staje w obliczu wielu wyzwań. Aby ograniczyć zdolność akcjonariuszy do zwoływania specjalnych walnych zgromadzeń, rada dyrektorów może wprowadzić specjalne wymagania. Specjalne walne zgromadzenie może być wykorzystane przez zbuntowanego akcjonariusza do zastąpienia obecnych dyrektorów przez takich, którzy prawdopodobnie będą chętniej z nim współpracowali lub na specjalnym walnym zgromadzeniu może być zwiększona liczba miejsc w radzie dyrektorów i na te nowe miejsca mogą być wybrane osoby zaproponowane przez zbuntowanego akcjonariusza. Aby ograniczyć tego rodzaju działania, firmy często umieszczają w swoich przepisach wewnętrznych postanowienie, że dyrektorzy mogą być usunięci tylko „w przypadkach” zdefiniowanych w statucie lub w innych przepisach wewnętrznych spółki. W statucie może być także zapisane ograniczenie liczby miejsc w radzie dyrektorów. Specjalne walne zgromadzenie może być także wykorzystane do usunięcia niektórych taktyk obrony, takich na przykład jak trujące pigułki.

Zabieganie o zgodę (Consent solicitation)

W niektórych stanach USA akcjonariusze mogą podjąć działania mające na celu zwiększenie liczby miejsc w radzie, usunięcie określonego członka rady lub wybór nowych członków bez zwoływania nadzwyczajnego zgromadzenia. Wszystko to wymaga pisemnej zgody (*consent*) akcjonariuszy. Aczkolwiek zabieganie o zgodę (*Consent solicitation*) musi spełniać wymagania dotyczące ujawniania informacji, mające zastosowanie do *proxy contests* (walki przez pełnomocnictwa), to jednak zbuntowani akcjonariusze mogą wykorzystać ten sposób do przyspieszenia swoich wysiłków mających na celu przejęcie kontroli nad spółką lub usunięcie innych obron. Proces ten unika opóźnień związanych ze zwołaniem walnego zgromadzenia w celu przeprowadzenia głosowania akcjonariuszy. Spółki próbują ograniczyć zdolność akcjonariuszy do użycia tej procedury przez wprowadzenie poprawek do statutu lub do przepisów wewnętrznych spółki (*bylaws*). Poprawki w przepisach wewnętrznych mogą nie wymagać zgody akcjonariuszy. Należy tu podkreślić, że sądy USA zazwyczaj krzywo patrzyły na działania ograniczające prawa

²⁴ W Polsce w przypadku spółek akcyjnych akcjonariusze reprezentujący co najmniej jedną dziesiątą kapitału zakładowego mogą żądać zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia – Art. 400. § 1. KSH.

akcjonariuszy bez ich akceptacji²⁵. Za wyrażenie pisemnej zgody (*consent*) na poprawki w statucie akcjonariusz może otrzymać określone wynagrodzenie. Uważa się jednak, że zdobycie w ten sposób większości jest trudniejsze od zdobycia większości poprzez o walkę przez pełnomocnictwa, ponieważ w tym pierwszym przypadku trzeba uzyskać większość w odniesieniu do wszystkich akcji wyemitowanych, w tym drugim większość w odniesieniu do głosów obecnych na walnym zgromadzeniu²⁶. Około 40% spółek badanych przez Danielsona i Karpoffa w USA stosowało ograniczenia odnośnie zwoływania specjalnych walnych zgromadzeń lub ograniczenia odnośnie zabiegania o zgodę (*Consent solicitation*)²⁷.

Postanowienia dotyczące wcześniejszego ogłaszania (Advance Notice Provisions)

Niektóre przepisy wewnętrzne spółek wymagają ogłoszenia propozycji akcjonariuszy odnośnie do nominacji do rady dyrektorów ze znacznym wyprzedzeniem w stosunku do rzeczywistego terminu głosowania. Niektóre przepisy wewnętrzne (regulaminy) wymagają składania stosownego ogłoszenia z wyprzedzeniem 2 miesięcy. Takie zapisy dają istotny czas radzie dyrektorów spółki, będącej celem przejęcia, na ustalenie odpowiedniej odpowiedzi na nieproszoną ofertę²⁸.

Wymagania kwalifikowanej większości (Super-Majority Rules)

Przepisy te wymagają zazwyczaj, że dla zmian w statucie lub dla specjalnych typów transakcji takich, jak fuzje, nabycia, sprzedaż akcji wymagany jest wyższy poziom aprobaty niż zazwyczaj, czyli wymagana jest kwalifikowana większość²⁹. Przepisy takie są uruchamiane (aktywowane) jeżeli jakaś „zainteresowana grupa” kupuje specyficzny procent akcji (np. 5-10%). Przepisy o kwalifikowanej większości mogą wymagać, że 80% lub nawet 95%³⁰ akcjonariuszy musi zaaprobować propozycję fuzji lub zwykła większość głosów wszystkich akcjonariuszy oprócz „zainteresowanej grupy”. Przepisy te także mogą zwiększać wymagania dotyczące quorum na walnym

²⁵ D e P a m p h i l i s, *Mergers...*, s. 141.

²⁶ R. F. B r u n e r, *Applied mergers and acquisitions*, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., Hoboken 2004, s. 832.

²⁷ *On the uses...*, s. 354.

²⁸ D e P a m p h i l i s, *Mergers...*, s. 141.

²⁹ D a n i e l s o n, K a r p o f f, *On the uses...*, (1998), s. 349.

³⁰ G a u g h a n, *Mergers...*, s. 166.

zebraniu akcjonariuszy, aby było ono ważne³¹. Wymagania kwalifikowanej większości często zawierają klauzule uprawniające do uwolnienia od zobowiązania (*escape clause*), która umożliwi radzie odstępnie od wymagań³². Na przykład wymagania o kwalifikowanej większości mogą nie mieć zastosowania w przypadku, gdy rada dyrektorów zaakceptuje fuzję lub gdy fuzja ma dotyczyć spółki córki (*subsidiary*)³³.

Wymagania kwalifikowanej większości są najczęściej używane w celu niedopuszczenia do zmian w statucie po zastosowaniu innych technik obrony przed przejęciem. Jeżeli zapis dotyczący kwalifikowanej większości przy akceptacji transakcji jest zapisany w statucie i zmiana statutu także wymaga kwalifikowanej większości, to jest to dodatkowym utrudnieniem dla wrogiego oferenta³⁴.

Niektóre zapisy dotyczące kwalifikowanej większości mają zastosowanie do wszystkich rodzajów fuzji. Inne mają jedynie stosowane według uznania rady dyrektorów w odniesieniu do przejęć, których rada dyrektorów nie akceptuje lub w które zaangażowany jest „duży” akcjonariusz. Wrogi oferent musi zdobyć większy procent akcji, aby uzyskać kontrolę nad spółką, jeśli w jej statucie jest zapis o tego rodzaju kwalifikowanej większości³⁵. Około 26% amerykańskich spółek badanych przez Danielsona i Karpoffa posiadało zapisy w statucie dotyczące kwalifikowanej większości³⁶.

2.3. Zabezpieczenie na wypadek *greenmail* (*Antigreenmail Provisions*)

Greenmail jest to technika polegająca na tym, że napastnik (*raider*) staje się udziałowcem spółki celu, kupując duży blok jej akcji i następnie stara się te akcje odsprzedać spółce, która jest celem, po wyższej cenie grożąc jej przejęciem. Praktyka ta była stosowana w USA w latach osiemdziesiątych XX w. Kilka przykładów tego rodzaju akcji podają J. Kesner i D. Dalton³⁷. Na przykład spółka Walt Disney Productions zapłaciła w roku 1984 Saulowi

³¹ Danielson, Karpoff, *On the uses...*, s. 349.

³² Donald Depamphilis, *Mergers...*, s. 142.

³³ Gaghan, *Mergers...*, s. 166.

³⁴ Tamże, s. 167.

³⁵ *Mergers and Acquisitions*, E. A. J. Auerbach, London: National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press 1988, s. 57.

³⁶ Danielson, *On the uses...*, s. 354.

³⁷ *Antitakeover Tactics: Management 42, Stockholders 0*, „*Business Horizons*”, 1985, September-October, s. 17-25.

Steinbergowi 325 milionów \$ za posiadanych przez niego 4,2 miliona akcji spółki, płacąc przeciętnie 14,25 \$ więcej niż cena, za którą Steinebrg wcześniej nabył akcje. Steinberg zarobił na tej operacji prawie 60 mln \$. Wiele osób uważa, że płacenie *greenmail* jedynie zachęcało do tego typu zachowań. W związku z tym wiele spółek dostosowało zapisy swoich statutów, ograniczając zdolność firmy do odkupienia swoich akcji po cenie wyższej niż ta, za jaką zostały sprzedane. *Antigreenmail provision* jest to zapis w statucie, uniemożliwiający zarządowi zakup dużego bloku akcji od określonego akcjonariusza po cenie wyższej niż rynkowa, bez skierowania tej samej oferty do innych akcjonariuszy lub bez uzyskania zgody akcjonariuszy na taką transakcję³⁸. Spółki sądzą, że przez wprowadzenie tego rodzaju zapisu stają się mniej atrakcyjne jako potencjalne cele przejęcia. W związku z tym *Antigreenmail Provisions* mogą być postrzegane jako taktyka zapobiegająca przejęciom. Według DePamphilisa około 10% spółek publicznych w USA posiada *antigreenmail defenses*³⁹. W badanej przez Danielsona i Karpoffa grupie 513 spółek w latach 1984-1989 liczba takich zapisów wzrosła z 4 do 47, a więc dziesięciokrotnie⁴⁰.

Niektórzy jednak uważają *antigreenmail provisions* za ograniczenie uprawnień akcjonariuszy⁴¹.

2.4. Postanowienia odnośnie do uczciwej ceny (*Fair-Price Provisions*)

Postanowienie odnośnie do uczciwej ceny jest modyfikacją statutu spółki, w myśl której nabywca musi zapłacić akcjonariuszom mniejszościowym przynajmniej „uczciwą cenę rynkową” (*fair market price*) za akcje spółki⁴². Uczciwa cena rynkowa może być wyrażona jako pewna historyczna wielokrotność zysków spółki lub jako specyficzna cena równa maksymalnej cenie płaconej wtedy, gdy sprzedający kupował akcje spółki. Postanowienia odnośnie do uczciwej ceny są najbardziej efektywne wtedy, gdy firma cel jest przedmiotem tak zwanej dwuwarstwowej oferty przejęcia (*two-tiered tender*

³⁸ Danielson, Karpoff, *On the uses...*, s. 350.

³⁹ *Mergers...*, s. 142.

⁴⁰ *On the uses...*, s. 354.

⁴¹ *Corporate governance and corporate finance: a European perspective*, ed. R. A. I. Van Frederikslust, James S. Ang, P. S. Sudarsanam, 2007, Taylor & Francis e-Library, USA, s. 548.

⁴² Gaghan, *Mergers...*, s. 168.

offer). Postanowienie odnośnie do uczciwej ceny zmusza oferenta do zapłacenia akcjonariuszom celu, którzy przedłożyli swoje akcje w drugiej warstwie takiej samej ceny, jaka została zaoferowana akcjonariuszom oferujących swoje akcje w pierwszej warstwie. Większość takich postanowień nie jest stosowana, jeżeli proponowane przejęcie jest zaaprobowane przez radę dyrektorów firmy celu lub jeżeli oferent osiągnie specyficzną kwalifikowaną większość aprobaty od akcjonariuszy spółki celu. Według DePamphila około 40% spółek publicznych w USA wykorzystuje postanowienia odnośnie do uczciwej ceny⁴³. W badanej przez Danielsona i Karpoffa grupie 513 dużych spółek amerykańskich także w około 40% przypadków stosowano zapis o uczciwej cenie⁴⁴.

W rezultacie postanowienie o uczciwej cenie wymaga, aby wszyscy akcjonariusze sprzedający swoje akcje otrzymali od kupującego taką samą cenę. Zapobiega to dyskryminowaniu niektórych sprzedających przez kupującego, który może dążyć do wzbudzenia paniki (przestraszenia) wśród akcjonariuszy. Przykładem może być dwuwarstwowa oferta zakupu akcji, w przypadku której oferent w pierwszej warstwie kupuje kontrolny pakiet akcji po cenie wyższej, a następnie w drugiej warstwie kupuje pozostałe akcje po cenie niższej. Postanowienie o uczciwej cenie zapobiega takim praktykom. Pomimo że nie jest to bardzo efektywna obrona przed przejęciem, to odgrywa istotną rolę w udaremnianiu dwuwarstwowych ofert przejęcia. Wiele stanów w Stanach Zjednoczonych wymaga obecnie, aby oferta przejęcia zawierała zapis o „uczciwej cenie” dla wszystkich akcjonariuszy⁴⁵.

Większość zapisów odnośnie do uczciwej ceny nie ma zastosowania w przypadku, gdy oferta dużego akcjonariusza jest zaaprobowana przez radę dyrektorów spółki celu lub jeżeli oferent uzyska określony poziom kwalifikowanej większości poparcia od akcjonariuszy spółki celu. Zapis odnośnie do uczciwej ceny może zwiększyć koszty ponoszone przez oferenta przy pozyskiwaniu dodatkowych akcji, ponieważ wymaga on płacenia takiej samej ceny w ofercie dwuwarstwowej. Zapis ten może zniechęcić niektórych wrogich oferentów⁴⁶.

⁴³ *Mergers...*, s. 142.

⁴⁴ *On the use...*, s. 354.

⁴⁵ R. F. Bruner, *Applied mergers and acquisitions*, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., Hoboken 2004, s. 835.

⁴⁶ J. M. Karpoff, M. Wayne Marr, M. G. Danielson, *Corporate Governance and Firm Performance*, Malden: Blackwell Publishers Inc. 2000, s. 27.

2.5. Akcje uprzywilejowane pod względem praw głosowania (*Super-Voting Stock*)

Mianem akcji uprzywilejowanych pod względem głosowania określa się akcje, które umożliwiają swoim właścicielom nieproporcjonalnie większe prawa głosowania w porównaniu z innymi akcjami wyemitowanymi przez daną spółkę. Na przykład akcje zwykłe mogą mieć jeden głos na każdą akcję, a akcje uprzywilejowane dziesięć głosów na każdą akcję. Akcje uprzywilejowane pozwalają ograniczonej liczbie akcjonariuszy zachować lub uzyskać kontrolę nad spółką bez konieczności posiadania więcej niż 50% akcji zwykłych. Na przykład spółka Down Jones & Company ma dwa rodzaje akcji: (1) uprzywilejowane z punktu widzenia prawa głosowania dające dziesięć głosów na akcję i (2) zwykłe dające jedynie jeden głos za każdą akcję. Na koniec roku 2001 akcje uprzywilejowane stanowiły jedynie 20 % akcji będących w obiegu, ale skupiały one trzy czwarte siły głosowania.

W ramach obrony przed przejęciem firma może wyemitować wiele klas akcji mających różne prawa głosowania. Celem jest skoncentrowanie akcji z największymi prawami głosowania w rękach tych, którzy z największym prawdopodobieństwem będą wspierali zarząd. Jedna klasa akcji może mieć od 10, a nawet do 100 razy większe prawa głosowania niż inna klasa. O takich akcjach mówi się, że mają *super voting rights*. Zazwyczaj są one emitowane do wszystkich akcjonariuszy wraz z prawem ich wymiany na akcje zwykłe. Większość akcjonariuszy prawdopodobnie wymieni akcje uprzywilejowane pod względem praw głosowania na akcje zwykłe, ponieważ akcje z większym prawem głosu mają zwykle ograniczone prawa ich odsprzedaży i zwykle płaci się ich posiadaczom mniejszą dywidendę niż posiadaczom innych akcji wyemitowanych przez spółkę. Zarząd zwykle zatrzymuje dla siebie akcje uprzywilejowane, skutecznie zwiększając w ten sposób swoją kontrolę nad spółką. Jak twierdzi DePamphilis, w Stanach Zjednoczonych obecnie nie jest generalnie dozwolone tworzenie nowych klas akcji uprzywilejowanych z punktu widzenia praw głosowania. Aczkolwiek spółki, które wyemitowały takie akcje przed czerwcem 1988, kiedy były one dozwolone, mają zgodę na kontynuację emisji takich akcji⁴⁷. Tworzenie akcji uprzywilejowanych z punktu widzenia prawa głosowania nie jest obecnie w USA dopuszczalne zgodnie ze współczesną polityką Securities Exchange Commission,

⁴⁷ *Mergers...*, s. 142-143.

New York Stock Exchange, American Stock Exchange i NASDAQ, ale technika ta była stosowana skutecznie w przeszłości⁴⁸.

Tworzenie akcji uprzywilejowanych z punktu widzenia prawa głosowania było typowe dla spółek rodzinnych, gdzie rodzina zachowywała akcje uprzywilejowane, a akcje zwykłe były oferowane dla typowych inwestorów zewnętrznych⁴⁹.

Podział akcji na dwie klasy z punktu widzenia prawa głosu jest także określany mianem *dual capitalization* (dualna kapitalizacja)⁵⁰. Jak twierdzi jednak Joel Seligman, niewielu menedżerów stosowało ten prawny sposób w celu zachowania kontroli nad ich spółkami. Według danych z 1988 r. jedynie 170 spośród 4886 spółek (czyli około 3%) notowanych na giełdach AMEX i NASDAQ wykorzystywało dualną kapitalizację⁵¹. Według badań przeprowadzonych przez Danielsona i Karpoffa około 10% amerykańskich spółek stosuje tego typu rozwiązanie⁵².

2.6. Zmiana miejsca rejestracji spółki (*Reincorporation*)

Firma cel może dokonać zmiany kraju (w USA stanu) jej rejestracji na taki, gdzie prawo w większym stopniu sprzyja zastosowaniu określonych strategii obrony. Wiele czynników powinno być wzięte pod uwagę przy wyborze miejsca nowej rejestracji. Można do nich zaliczyć sprawdzenie, jakie wyroki wydawały sądy danego kraju w sprawach sądowych dotyczących naruszenia odpowiedzialności powierniczej prezesa zarządu spółki w sytuacji przejęcia i przepisy danego kraju dotyczące traktowania „zatrutych pigułek”, „wyborów rady grupami” i „wrogich ofert przejęcia”. Zmiana miejsca rejestracji obejmuje także utworzenie spółki córki w innym kraju i połączenie spółki matki z córką. Z reguły akcjonariusze spółki matki muszą zaaprobować taki ruch, ponieważ dotyczy on zmiany spółki matki⁵³. Zmiana miejsca reje-

⁴⁸ J. F. Weston, S. C. Weaver, *Mergers & Acquisitions*, New York: The McGraw-Hill Companies, Inc. 2004, s. 238.

⁴⁹ B. F. Davis, *The role of independent directors after Sarbanes-Oxley*, Chicago: American Bar Association 2007, s. 103.

⁵⁰ G a u g h a n, *Mergers...*, s. 169.

⁵¹ *Knights, raiders, and targets: the impact of hostile takeover*, ed. by: J. C. Coffee, L. Lowenstein, S. Rose-Ackerman, New York: Oxford University Press, Oxford 1988, s. 473.

⁵² D a n i e l s o n, K a r p o f f, *On the uses...*, s. 354.

⁵³ D e P a m p h i l i s, *Mergers...*, s. 142-143.

stracji może nie zapobiec przejściu, ale może doprowadzić do uzyskania wyższej ceny od przejmującego⁵⁴.

Ze względu na specyficzne warunki prawne duża część spółek w USA jest zarejestrowana w stanie Delaware, w którym takie specjalne przepisy obowiązują. Na przykład w stanie Kalifornia wymagane jest stosowanie *cumulative voting* i zabroniony jest wybór rady grupami (*board classification*). W przeciwieństwie do tego prawo stanu Delaware umożliwia spółkom dokonanie wyboru: czy zastosować wybór rady grupami czy dopuścić do zastosowania *cumulative voting*⁵⁵. Zazwyczaj zmiana miejsca rejestracji spółki wymaga aprobaty akcjonariuszy.

W wielu przypadkach prawo stanowe może być zmodyfikowane w statucie spółki. Na przykład większość głosów wymagana przy akceptowaniu transakcji może wynosić jedną trzecią w prawie stanowym Delaware, ale w statucie spółki może być zapisana inna większość. Stan Delaware ma także inny zapis w sekcji 203 swojego prawa spółek (*Delaware General Corporation Code*), który uniemożliwia (wstrzymuje) fuzję na trzy lata, po tym, jak nabywca kupił 15% akcji. Prawo to może nie być stosowane, jeżeli na przykład głosuje za tym 66% akcjonariuszy oprócz akcji posiadanych przez oferenta⁵⁶. Spółka może także uchylić (*opt out*) ten przepis prawa⁵⁷.

Niektóre stany USA mają przepisy prawa dotyczące zakupów akcji, które zakazują akcjonariuszowi nabycie więcej niż progowa wartość procentowa spółki celu, chyba że dotychczasowi akcjonariusze zaaprobują taki zakup⁵⁸.

2.7. Złote, srebrne i cynowe spadochrony

Złote spadochrony są formą dodatkowego wynagrodzenia, które jest pomyslane po to, aby zatrzymać najlepszych kierowników i menedżerów. Są one warunkami wstępnymi, które zobowiązują spółkę do istotnej wypłaty w gotówce, jeśli kierownik odejdzie, jest zwolniony lub po prostu pójdzie na emeryturę. Dodatkowo *złoty spadochron* może zawierać także warunek, który

⁵⁴ G a u g h a n, *Mergers...*, s. 176.

⁵⁵ D a n i e l s o n, K a r p o f f, *On the uses...*, s. 349.

⁵⁶ M. L i p t o n, E. H. S t e i n b e r g, *Takeovers & Freezeouts*, vol. IV, New York: Law Journal Press 2003, s. 89.

⁵⁷ P. A. H u n t, *Structuring Mergers & Acquisitions: A Guide to Creating Shareholder Value*, Aspen Publishers, New York Wolters Kluwer: Law & Business, United States of America 2007, s. 557.

⁵⁸ Tamże.

umożliwia kierownikowi zamianę na gotówkę otrzymanego wcześniej wynagrodzenia w formie akcji⁵⁹.

Jako strategia obrony *złote spadochrony* są to porozumienia dotyczące rozwiązania umowy o pracę z pracownikami, które zaczynają obowiązywać, jeżeli nastąpi zmiana w kontroli spółki. Porozumienia takie zwykle obejmują określonych pracowników i zobowiązują spółkę do dokonania jednorazowej wypłaty pewnej kwoty pracownikom objętym planem, którzy są zwalniani w następstwie zmiany w kontroli. Chociaż spółki zwykle twierdzą, że stosują takie porozumienia z powodów innych niż zapobieganie przejęciom, to jednak mogą one zapobiegać przejęciom⁶⁰. Według zwolenników tej taktyki *złote spadochrony* zachęcają kierowników do obiektywnego spojrzenia na ofertę zakupu, mając na uwadze jedynie interesy akcjonariuszy, ponieważ są osobiście zabezpieczeni na wypadek przejęcia. Spadochrony są „złote”, ponieważ wypłata w gotówce może wynosić od kilku do dziesiątków milionów dolarów⁶¹.

Oprócz wypłaty gotówki wynagrodzenie takie może polegać na opcji na akcje (*stock options*), *bonuses*, *severance pay*. Pieniądze, które mają być wypłacone jako *złote spadochrony*, są często umieszczane na specjalnych kontach określanych mianem *rabbi trusts*⁶². Celem tych gwarancji wypłat jest zniechęcenie potencjalnego inwestora do próby przejęcia spółki. Uważa się, że zmiana w kontroli następuje wtedy, gdy inwestor zgromadzi więcej niż określony procent akcji spółki z prawem do głosu. Zmiany w kontroli będące rezultatem przyjaznego przejęcia mogą być wyłączone z takiego planu. Aczkolwiek eliminuje to podstawowy cel tej techniki, czyli zachowanie najważniejszych (kluczowych) pracowników, którzy mogą się czuć zagrożeni przez będącą w toku zmianę w kontroli. *Złote spadochrony* mogą być stosowane przed złożeniem wrogiej oferty lub mogą być wprowadzone w życie w trakcie walki o przejęcie. W przypadku dużych przejęć wypłaty w ramach złotych spadochronów mogą być jedynie niewielkim procentem kwoty płaconej za przejęcie spółki. W takiej sytuacji ich efekt obrony przed przejęciem jest stosunkowo niewielki⁶³.

⁵⁹ J. A. P e a r c e, R. B. R o b i n s o n, *Formulation, implementation, and control of competitive strategy*, New York: McGraw-Hill Irwin 2004, s. 303.

⁶⁰ G a u g h a n, *Mergers...*, s. 172.

⁶¹ P e a r c e, R o b i n s o n, *Formulation, implementation, and control of competitive strategy*, s. 304.

⁶² G a u g h a n, *Mergers...*, s. 173.

⁶³ Tamże, s. 172.

Decyzje w prawie wprowadzenia *spadochronów* są podejmowane przez radę dyrektorów i – w odróżnieniu od zmian w statucie – nie wymagają aprobaty akcjonariuszy. Pozytywnymi skutkami ich zastosowania są: zwiększenie możliwości zatrzymania pracowników w czasie walki o przejęcie, motywowanie pracowników, aby skupili się na interesach akcjonariuszy, a nie na sprawach personalnych, podniesienie zdolności spółki do rekrutowania nowych talentów. Krytycy *złoty spadochronów* traktują je jako nagrodę za zaniedbania, ponieważ wynagradzają one hojnie menedżerów za dopuszczenie do sytuacji, w której spółka stała się celem przejęcia⁶⁴.

Wpływ zastosowania tej taktyki obrony na ceny akcji jest niejednoznaczny – według jednych badań pozytywny, według innych – negatywny. Wprowadzenie *złoty spadochronów* może także zwiększyć prawdopodobieństwo otrzymania przez firmę oferty zakupu, być może dlatego, że jest sygnałem słabego zarządu (liczącego się z możliwością zwolnienia z pracy)⁶⁵.

Złote spadochrony mogą mieć istotne konsekwencje podatkowe. Według obowiązującego w USA prawa, jeśli spółka dokonuje „nadmierne wypłaty w formie spadochronów” dla swoich pracowników, to płatność ta nie może być potrącona przez spółkę i pracownik musi dodatkowo zapłacić 20-procentowy dodatkowy podatek oprócz normalnego podatku od wynagrodzeń⁶⁶.

Jeśli rozpatrujemy *złote spadochrony* jedynie jako sposób wynagradzania kierowników najwyższego szczebla, a nie jako strategię obrony, to opinie na ich temat mogą być bardzo negatywne. Określenie przychodzi na myśl wizję CEO, który może odchodzić na emeryturę, może spowodował fuzję z innym przedsiębiorstwem i odchodzi lub który nie wypełniał należycie swoich obowiązków, co spowodowało odwołanie go ze stanowiska. Jak jednak uważają niektórzy, niezależnie od przyczyny odejścia zbyt często odchodzący menedżerowie wysokiego szczebla otrzymują hojny, często kosztowny zestaw nagród⁶⁷.

⁶⁴ R. F. Bruner, *Applied mergers and acquisitions*, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., Hoboken 2004, s. 836-837.

⁶⁵ R. F. Bruner, *Applied mergers and acquisitions*, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., Hoboken 2004, s. 837.

⁶⁶ S. Foster Reed, A. Reed Lajoux, H. P. Nesvold, *The art of M & A: a merger, acquisition, buyout guide*, New York: The McGrawHill Companies 2007, s. 507.

⁶⁷ J. L. Colley, J. L. Doyle, G. W. Logan, & W. Stettinius, *Corporate governance*, New York: The McGraw Hill Companies 2003, s. 128.

Złote spadochrony są dość popularną taktyką stosowaną w USA. Według przeprowadzonych w roku 1982 badań spółek z listy Fortune 1000 około 40% stosowało jakieś formy ochrony swoich najwyższych rangą menedżerów. Wypłaty w formie *złotych spadochronów* mogą sięgać od wielu setek tysięcy dolarów do ponad 5 milionów dolarów⁶⁸. Wiele *złotych spadochronów* nie obejmuje swoim zakresem pojedynczych osób. Na przykład spółka United Technologies przygotowała *złote spadochrony* dla 64 menedżerów, Kimberly Clark objęło ochroną 80 menedżerów. Zdarzały się przypadki, że nawet 234 „kluczowych menedżerów” było objętych taką formą wynagradzania. Zapisy dotyczące *złotych spadochronów* mogą obowiązywać nawet do pięciu lat po przejściu spółki lub do osiągnięcia przez menadżera określonego wieku – np. 65 lat. Warunkiem wypłacania *złotych spadochronów* nie musi być przejście spółki. Czasem zakup przez zewnętrznego akcjonariusza jedynie 15% lub 20% akcji może być podstawą do wypłacenia *złotych spadochronów*⁶⁹.

Oprócz złotych są także *srebrne spadochrony*; są to porozumienia dotyczące rozwiązania umowy o pracę, które dotyczą znacznie większej liczby pracowników i wchodzi w życie na takich samych zasadach jak *złote spadochrony*. O ile wypłaty jako *złote spadochrony* mogą być równe wielokrotności rocznych wynagrodzeń pracowników, o tyle wypłaty jako *srebrne spadochrony* są zwykle znacznie mniejsze i ich wartość wynosi od pensji 6-miesięcznej do pensji rocznej. *Srebrne spadochrony* mogą obejmować także opcje na akcje i inne bonusy. W niektórych przypadkach stosowane są *cynowe spadochrony*, które obejmują niemal wszystkich pracowników i polegają na bardzo skromnej zapłacie przy odejściu z pracy⁷⁰. Jeżeli takie plany dotyczące wypłaty odpraw są uruchomione, to powodują one znaczny wzrost kosztów przejścia dla inwestora.

Zasadniczo rada dyrektorów może zastosować *złote, srebrne i cynowe spadochrony* bez aprobaty akcjonariuszy. Plany stosowane jako obrona przed specyficznym zagrożeniem, przejściem, są w USA powszechnie chronione przez *the business judgement rule*, w myśl której działania zarządu są odpowiednie, jeżeli są stosowane w najlepiej rozumianym interesie akcjonariuszy. Zgodnie z wyrokami sądów USA rady dyrektorów podejmujące działania, zanim pojawi się groźba przejścia, muszą być w stanie udowodnić, że spółka

⁶⁸ K e s n e r, D a l t o n, *Antitakeover Tactics...*, s. 21.

⁶⁹ Tamże, s. 22.

⁷⁰ G a u g h a n, *Mergers...*, s. 174.

przeprowadziła rozsądne, uczciwe (*good-faith*⁷¹) badanie przewidywanego zagrożenia przejęciem i że plan stanowi rozsądną odpowiedź. Publiczna krytyka tego rodzaju planów skłoniła wiele korporacji do stworzenia komitetów rekompensat składających się z dyrektorów zewnętrznych (*outside directors*) w celu przeglądu wszystkich rekompensat i planów korzyści przed ich zastosowaniem. Prawo podatkowe USA z roku 1986 nakłada surowe kary na tego rodzaju plany, jeżeli powodują one wypłaty uznane za zbyt duże. Za nadmierne wypłaty uznawane są te, które przekraczają trzykrotnie średnią pensję pracownika za ostatnie 5 lat i nie zostały opodatkowane. Jak to już wcześniej sygnalizowano, pracownik otrzymujący spadochronową wypłatę musi także zapłacić 20-procentową dopłatę jako dodatek do normalnego podatku płacowego za wynagrodzenie⁷².

3. TRUJĄCE PIGUŁKI (*POISON PILLS*)

O ile opisane w punkcie drugim taktyki obrony mają raczej trzymać na odległość wrogiego oferenta (rekina), o tyle *trujące pigułki* zaczynają działać dopiero wtedy, gdy zostaną „połknięte”, czyli wrogi oferent kupi określony procent akcji spółki. Wprowadzenie *trujących pigułek* oznacza, że rada spółki wolałaby raczej zniszczyć spółkę, niż dopuścić do jej przejęcia, ponieważ *trujące pigułki* znacznie obciążają finansowo wprowadzającą je spółkę⁷³.

Trująca pigułka jest taktyką obrony przed przejęciem, w ramach której emituje się wśród akcjonariuszy gwarancje (*warrants*) lub kontrakty (*bonds*), dające im prawo zakupu akcji firmy po atrakcyjnej cenie w przypadku, gdy oferent wrogi w stosunku do zarządu zakupi ustalony procent akcji firmy. Intencją *trujących pigułek* jest uczynienie przejęcia tak kosztownym, że zaniechana będzie każda taka próba. *Trujące pigułki* są podobne do „obrony makaronowej” (*Macaroni defense*) opisanej dalej, z tym, że są w ich przypadku używane raczej udziały (*equity*) niż kontrakty.

Podobnie definiuje *trujące pigułki* DePamphilis. Według niego stanowią one nową klasę papierów wartościowych emitowanych przez spółkę dla swoich akcjonariuszy. Papiery te nie mają wartości do momentu, aż osoba chcąc przejąć spółkę kupi określony procent jej akcji z prawem głosu. Jeżeli ten

⁷¹ W zgodzie ze standardami przyzwoitości i uczciwości.

⁷² D e P a m p h i l i s, *Mergers...*, s. 144.

⁷³ K e s n e r, D a l t o n, *Antitakeover Tactics...*, s. 21.

progowy procent jest przekroczony, to papiery wartościowe będące *trującymi pigułkami* są aktywowane i zwykle umożliwiają akcjonariuszom zakup dodatkowych papierów z puli emisji zwykłych akcji firmy. Efektem tego jest wzrost kosztów zakupu dla wrogięgo oferenta. Ma to miejsce szczególnie wtedy, gdy akcjonariusze spółki celu wykorzystują swoje prawo do zakupu większej liczby akcji celu (często po cenie niższej niż bieżąca cena rynkowa) lub dokonują konwersji posiadanych akcji uprzywilejowanych do postaci akcji zwykłych spółki celu. W każdym z tych przypadków powiększa to całkowite koszty ponoszone przez kupującego przez wzrost liczby zwykłych akcji celu, które muszą być kupione za gotówkę lub za akcje spółki kupującej na zasadzie wymiany akcje za akcje. Według DePamphilisa około 60% amerykańskich firm, których akcje są w obrocie publicznym, posiada *trujące pigułki*. Według Danielsona i Karpofa w latach 1984-1989 w Stanach Zjednoczonych liczba firm stosujących *trujące pigułki* wzrosła z 2% do 60% (badano 513 spółek). Według Gaughana w roku 1988 około 30% spółek z listy Fortune 500 stosowało *trujące pigułki*⁷⁴. Po tym, jak sądy USA podtrzymały uprawnienia spółek do stosowania *trujących pigulek*, stały się one popularną taktyką obronną. Należy dodać, że w USA jako taktyka obronna mogą być one wprowadzane bez akceptacji akcjonariuszy⁷⁵.

Wyształciły się trzy generacje *trujących pigulek*, przy czym nowe wersje były wprowadzane w celu rozwiązania problemów występujących we wcześniejszych wersjach.

Pierwsza generacja „trujących pigulek” (plany akcji uprzywilejowanych)

Pierwsza generacja *trujących pigulek* z roku 1982 była pomysłem Martina Liptona, znanego adwokata z Wall Street. Taktyka ta polegała na wypłacaniu dywidendy dla akcjonariuszy spółki celu w formie akcji specjalnie uprzywilejowanych, które mogły być wymienione na akcje zwykłe spółki przejmującej w momencie przejęcia. Taka sytuacja, oczywiście, osłabia pozycję właścicielską akcjonariuszy spółki przejmującej⁷⁶. Taktyka ta była po raz pierwszy stosowana, gdy spółka Brown Foreman (producent alkoholu, właściciel w owym czasie marki Jack Daniels) starała się o przejęcie spółki Lenox (głównego producenta porcelany). Lipton zasugerował, aby Lenox zaoferował każdemu swojemu akcjonariuszowi dywidendę w postaci akcji uprzywilejowa-

⁷⁴ G a u g h a n, *Mergers...*, s. 157.

⁷⁵ R. M o n k s, N. M i n o w, *Power and Accountability*, <http://www.lenslibrary.com/power/contents.html> (dostęp 23.03.2011).

⁷⁶ D e P a m p h i l i s, *Mergers...*, s. 137.

nych, które mogłyby być wymienne na 40 akcji Brown Foreman, jeżeli Brown Foreman przejmie spółkę Lenox⁷⁷.

Druga generacja „trujących pigułek”

Trujące pigułki nie były popularne aż do roku 1985, kiedy to zostały udoskonalone przez swojego twórcę⁷⁸. Powstała wtedy tzw. druga generacja trujących pigułek *flip-over pills*. *Trujące pigułki* drugiej generacji nie są uprzywilejowanymi akcjami, lecz prawami zakupu akcji. Prawa te umożliwiają ich posiadaczowi zakup akcji kupującego po obniżonej cenie w ciągu określonego czasu. Rezultatem tych *pigułek* jest osłabienie pozycji właścicielskiej akcjonariuszy firmy kupującej poprzez umożliwienie akcjonariuszom spółki celu zakupu akcji w nowej spółce (która powstała przez połączenie kupującego i kupowanego) po obniżonej cenie. O akcjonariuszach spółki celu mówi się, że „fikleli koziołka” (*flip-over*) i stali się akcjonariuszami kupującego⁷⁹.

Prawa zakupu akcji będące *trującymi pigułkami* drugiej generacji są rozprawdane w następnym określonych zdarzeń, np.⁸⁰:

- nabycie 20% akcji zwykłych przez osobę fizyczną, spółkę partnerską lub korporację
- oferta zakupu 30% lub większej liczby akcji celu.

Trzecia generacja „trujących pigułek”

Pewną niedoskonałością „pigułek” drugiej generacji jest to, że są one efektywne, gdy kupujący chce nabyć 100% akcji celu. W przypadku zakupu mniejszej liczby nie zapewniają one skutecznej obrony. W związku z tym opracowano trzecią generację *trujących pigułek*, określaną mianem *flip-in pills*, które są skuteczne w przypadku próby uzyskania kontroli przy zakupie mniej niż 51% akcji spółki celu⁸¹. „Pigułki” te powodują, że zakup taki staje się bardzo kosztowny.

W ramach tego planu akcjonariusze otrzymują specjalną dywidendę w postaci prawa zakupu jednej akcji na każdą akcję, którą posiadają. Prawa takie są aktywowane, jeżeli jakiś inwestor kupi określony procent akcji spółki wydającej te prawa, np. już 15%⁸² (zazwyczaj 20-50%), bez uprzedniej apro-

⁷⁷ G a u g h a n, *Mergers...*, s. 154.

⁷⁸ Tamże.

⁷⁹ D e P a m p h i l i s, *Mergers...*, s. 137.

⁸⁰ G a u g h a n, *Mergers...*, s. 154.

⁸¹ Tamże, s. 157.

⁸² G. C h a r m a i n e, *Essays on Takeover Defenses and Cancellations, A Dissertation*

baty rady dyrektorów. Gdy prawa są aktywowane, posiadacze tych praw mają możliwość zakupu akcji w spółce emitującej (czyli w spółce celu) po znacznie obniżonej cenie. Zwiększa to liczbę akcji, które nabywca musi kupić, aby uzyskać kontrolę, i tym samym zwiększa koszty dla firmy kupującej. Więcej pieniędzy porzeba na zakup zwiększonej liczby akcji celu lub trzeba wyemitować więcej akcji kupującego w przypadku wymiany akcje za akcje. W tym drugim przypadku zwiększona liczba akcji wyemitowanych przez kupującego osłabia pozycję właścicielską obecnych akcjonariuszy kupującego. *Trujące pigułki* trzeciej generacji są odmianą najczęściej obecnie stosowaną⁸³.

Back-End Plans i Poison Puts

Innymi odmianami *trujących pigulek* są *back-end plans* i *poison puts*. Pierwszy *back-end plan* został przygotowany w roku 1984⁸⁴. W tym przypadku akcjonariusze otrzymują dywidendę w postaci praw, dającą im możliwość wymiany tych praw na gotówkę lub na *senior debt securities*⁸⁵ po specjalnej cenie, ustalonej przez radę celu⁸⁶. Prawa te są aktywowane, jeżeli nabywca kupi określony procent akcji spółki celu. Cena *senior debt securities* jest zwykle ustalana powyżej bieżącej ceny rynkowej akcji spółki celu. W rzeczywistości zawiera to informację dla potencjalnego nabywcy, za jaką cenę rada dyrektorów skłonna byłby sprzedać spółkę⁸⁷. Cena ta powinna być ustalona z dużą rozważą. Według R. Foster, A. Lajoux i P. Nesvold *back-end plan* nie jest stworzony w celu przeciwdziałania ofercie przejęcia, ale dla zagwarantowania odpowiedniej, negocjowanej wartości spółki dla jej akcjonariuszy⁸⁸.

Submitted to the Faculty of the College of Business, Florida: Florida Atlantic University 2006, s. 54.

⁸³ D e P a m p h i l i s, s. 137.

⁸⁴ G a u g h a n, *Mergers...*, s. 158.

⁸⁵ *Senior debt securities* są to papiery wartościowe, które mają pierwszeństwo w stosunku do innych klas akcji i innych zobowiązań (obligacji). Jeśli spółka zbankrutuje, to te papiery wartościowe muszą być spłacone jako pierwsze, zanim jeszcze inni wierzyciele (kredytodawcy) otrzymają jakiegokolwiek wypłaty.

⁸⁶ D e P a m p h i l i s, *Mergers...*, s. 137.

⁸⁷ Tamże.

⁸⁸ *The art of M & A: a merger, acquisition, buyout guide*, New York: The McGraw-Hill Companies, USA: 2007, s. 846 .

W przypadku *poison puts (super poison put)*⁸⁹ cel emituje specjalne kontrakty (*bonds*), zawierające *put options*, wykonalną tylko wtedy, gdy nastąpi wrogie przejęcie⁹⁰. Opcja ta daje właścicielowi prawo, ale nie obowiązek, sprzedaży spółce, która je wyemitowała, określonej ilości kontraktów po określonej cenie, w określonym czasie. Umożliwia to posiadaczom tych praw zamienić kontrakty na gotówkę, tym samym powodując znaczne zapotrzebowanie na gotówkę w spółce kupującej⁹¹. W ten sposób przejęcie staje się mniej atrakcyjne.

Aczkolwiek *trujące pigułki* udowodniły, że są efektywnym sposobem opóźniającym przejęcie i powiększającym całkowite wydatki spółki kupującej, to obrona za pomocą *pigułek* rzadko chroni całkowicie firmę przed jej nabyciem. Większość *pigułek* jest stosowana z klauzulą zastrzeżenia lub zwolnienia z odpowiedzialności (*escape clause*). Polega ona na tym, że rada dyrektorów spółki emitującej może wykupić *pigułki*, płacąc akcjonariuszom ich nominalną cenę. Jest to konieczne dla uniknięcia osłabienia pozycji właścicielskiej kupującego w przypadku, gdy przejęcie ma charakter przyjazny. Ponadto należy pamiętać, że akceptacja *trujących pigułek* przez prawo USA jako strategii obrony i sposobu podniesienia ceny za spółkę cel jest powiązana z koniecznością istnienia *escape clause*⁹².

Obrona makaronowa

Jest to także taktyka, która może być zastosowana, gdy spółka dostrzega zbliżającego się wrogiego inwestora. Jest ona określana mianem *obrony makaronowej (Macaroni defense)*, ponieważ kiedy pojawia się niebezpieczeństwo przejęcia, spółka emituje dużą liczbę kontraktów (*bonds*) do przyjaźnie nastawionych inwestorów z klauzulą, że muszą być one wykupione po wyższej cenie, jeżeli spółka zostanie przejęta. Cena ich wykupienia zwiększy się (tak jak makaron zwiększa swoją objętość we wrzącej wodzie). Jest to nie tylko kosztowne dla emitującej spółki, ale pogarsza wskaźnik stosunku długu do majątku spółki celu, przez co staje się ona mniej atrakcyjna dla potencjalnego kupca⁹³.

⁸⁹ E. F. B r i g h a m, M. C. E h r h a r d t, *Financial management: theory and practice*, Mason, OH: Thomson South-West 2008, s. 161.

⁹⁰ G a u g h a n, *Mergers...*, s. 162.

⁹¹ D e P a m p h i l i s, *Mergers...*, s. 137-138.

⁹² Tamże, s. 138.

⁹³ J. S t e i n b ä c h e r, *Defense strategies against hostile takeovers*, GRIN Verlag, Germany 2007, s. 30.

PODSUMOWANIE

W artykule opisano jedynie niektóre taktyki obrony przed wrogimi przejęciami – taktyki prewencyjne. Ich liczba jest znaczna. Są one stosowane w coraz większym zakresie w Stanach Zjednoczonych. Biorąc pod uwagę fakt, że w Polsce także coraz częściej pojawiają się przypadki wrogich przejęć, można przyjąć, że będą także stosowane różne strategie obrony. Trudno orzec, że będą one jedynie kopia rozwiązań stosowanych w Stanach Zjednoczonych. Niezależnie od tego, czy będą to jakieś zupełnie oryginalne rozwiązania czy też adaptacje technik stosowanych w USA, można mieć nadzieję, że zaprezentowany tu tekst będzie przydatny nie tylko dla tych, którzy chcą lepiej poznać istotę zjawiska wrogich przejęć, ale także dla tych, którzy myślą o zabezpieczeniu „swojej” spółki, przed „niespodziewanym atakiem z zewnątrz”.

BIBLIOGRAFIA

- B o r o k h o v i c h K. A., B r u n a r s k i K. R., and P a r r i n o R.: CEO Contracting and Antitakeover Amendments, „The Journal of Finance” 52(1997), No. 4, s. 1495-1517.
- B r e n n e r S., S c h w a l b a c h J.: Legal Institutions, Board Diligence, and Top Executives Pay, „Corporate Governance: An International Review” 2009, No. 17 (1) s. 1-12.
- B r i g h a m E. F., E h r h a r d t M. C.: Financial management: theory and practice, Mason, OH: Thomson South-West, 2008.
- B r u n e r R. F.: Applied mergers and acquisitions, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, 2004.
- C o l l e y J. L., D o y l e J. L., L o g a n G. W. & S t e t t i n i u s W.: Corporate governance, New York: The McGraw Hill Companies 2003.
- Corporate governance and corporate finance: a European perspective, edited by: R. A. I. Van Frederikslust, James S. Ang, P. S. Sudarsanam, London–New York: Taylor & Francis e-Library, USA 2008.
- D a n i e l s o n, M. G., K a r p o f f J. M.: On the uses of corporate governance provisions, „Journal of Corporate Finance” 4(1988), Issue 4, s. 347-371.
- D e P a m p h i l i s D.: Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities, Amsterdam: Academic Press 2003.
- D r a v i s B. F.: The role of independent directors after Sarbanex-Oxley, Chicago: American Bar Association 2007.

- Foster R. S., Reed Lajoux A., Nesvold P. H.: The art of M & A: a merger, acquisition, buyout guide, New York: The McGrawHill Companies 2007.
- Gaughan P. A.: Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructuring, New York: John Wiley & Sons, Inc. 1996.
- Glegg Ch.: Essays on Takeover Defenses and Cancellations, A Dissertation Submitted to the Faculty of the College of Business, Florida: Florida Atlantic University 2006.
- Hunt P. A., Structuring Mergers & Acquisitions: A Guide to Creating Shareholder Value, Aspen Publishers, New York: Wolters Kluwer Law & Business, United States of America: 2007.
- Karpoff J. M., Marr W. M., Danielson M. G.: Corporate Governance and Firm Performance, Malden: Blackwell Publishers Inc. 2000.
- Kesner I. F., Dalton D. R.: Antitakeover Tactics, Management 42, Stockholders 0, „Business Horizons” 1985, September-October, s. 17-25.
- Knights, raiders, and targets: the impact of hostile takeover, (1988), ed. by: J. C. Coffee, L. Lowenstein, S. Rose-Ackerman, Oxford–New York: Oxford University Press 1988.
- Lipton M., Steinberg E. H.: Takeovers & Freezeouts, vol. IV, New York: Law Journal Press 2003.
- Mergers and Acquisitions, ed. by A. J. Auerbach, London: National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press 1988.
- Mizuchi M. S.: Who Controls Whom? An Examination of the Relation Between Management and Boards of Directors in Large American Corporations, „Academy of Management Review” 8(1983), No. 3, s. 426-435.
- Monks R. A. G., Minow N.: Power and Accountability, <http://www.lens-library.com/power/contents.html> (dostęp 23.03.2011).
- Pawlak M., Ogólna klasyfikacja taktyk przejęć przedsiębiorstw, „Roczniki Ekonomii i Zarządzania, 3(39) (2011), s. 239-270.
- Pearce J. A., Robinson R. B.: Formulation, implementation, and control of competitive strategy, New York: McGraw-Hill Irwin 2004.
- Voting Rights Act: An Examination of the Scope and Criteria for Coverage under the Special Provisions of the Act. October 20, 2005, Serial No. 109-68. Printed for the use of the Committee on the Judiciary. USA.
- Weston F. J., Weaver S. C.: Mergers and Acquisitions, New York: McGraw-Hill Companies 2001.

PREVENTIVE TACTICS AGAINST HOSTILE TAKEOVERS

S u m m a r y

Two categories of preventive tactics to ward off hostile takeovers can be distinguished: a company's changed status and "poisoned pills". The former category has a strictly preventive character because it serves only as deterrent for a potential hostile bidder, while the poisoned pills begin to work only when a hostile bidder buys a certain amount of shares. Changed-status tactics can be divided into a dozen categories. They are increasingly used by American public companies. Opinions about such techniques are divided. Some think that they are not in shareholders' interest.

Translated by Tomasz Pałkowski

Key words: fusions and takeovers, corporate defensive tactics, corporate management

Słowa kluczowe: fuzje i przejęcia, taktyki obrony przedsiębiorstw, zarządzanie przedsiębiorstwem.