

MAREK PAWLAK

## AKTYWNE TAKTYKI OBRONY PRZED WROGIMI PRZEJĘCIAMI

Funkcjonowanie w Polsce gospodarki rynkowej spowodowało coraz częstsze występowanie zjawiska wrogich przejęć przedsiębiorstw. W niniejszym opracowaniu przedstawiono warianty aktywnych taktyk obrony przed takimi przejęciami. Przy opisie wykorzystano głównie literaturę amerykańską, ponieważ w kraju tym tego rodzaju narzędzia są szczególnie popularne.

Taktyki obrony przed wrogimi przejęciami można podzielić na pasywne i aktywne. Pasywne to takie, które są przygotowywane, zanim jeszcze pojawi się wrogi oferent i próba przejęcia. Obrony stosowane po złożeniu oferty określane są mianem obron aktywnych lub też obron stanowiących odpowiedź na ofertę. Do grupy tej można zaliczyć:

- 1) *greenmail* – mający na celu odwieść oferenta od kontynuacji próby przejęcia,
- 2) Pac-Man Defense,
- 3) biali rycerze i biali giernkowie,
- 4) plany posiadania akcji przez pracowników (ESOPs),
- 5) zmiana struktury kapitałów (*Recapitalization*),
- 6) plany wykupienia własnych akcji (*Share Repurchase or Buyback Plans*),
- 7) restrukturyzacja korporacji (*Corporate Restructuring*),
- 8) spór sądowy (*Litigation*),
- 9) „Just Say No” Defense.

## 1. GREENMAIL

Znaczenie słowa *greenmail* jest dość różnorodne, w zależności od tego, czy rozpatrywane jest z perspektywy oferenta czy zarządu spółki. Z perspektywy oferenta jest swego rodzaju szantażem (*blackmail*) lub wymuszeniem, polegającym na tym, że wrogi napastnik zakupuje duży blok akcji spółki i grozi jej przejęciem, bądź jedynie robi dużo zamieszania wokół transakcji i powoduje, aby stało się to publicznie znane. Skłonny jednak jest zrezygnować z przejęcia, jeśli spółka odkupi od niego posiadany blok akcji po cenie wyższej<sup>1</sup> niż rynkowa. Jeśli zarząd zgadza się na taką propozycję, to odkupuje akcje i zachowuje swoje stanowiska w spółce. Sytuacja taka powoduje, że napastnik może osiągnąć znaczne zyski, nie składając nawet oferty zakupu spółki. Poszkodowani są tu z reguły pozostali akcjonariusze, którzy pozostają ze swoimi akcjami po cenie rynkowej, których wartość rynkowa z reguły spada. Powodem spadku rynkowej ceny akcji jest duża wypłata spółki w gotówce, mająca na celu odkupienie własnych akcji od wrogiego oferenta<sup>2</sup>.

Technika *greenmail* może być bardzo korzystna dla wrogiego oferenta, nawet jeśli nie ma on zamiaru przejąć spółki, ponieważ gdy posiada on np. 10% akcji lub więcej, może je sprzedać po cenie wyższej niż rynkowa oferentowi, który naprawdę chce przejąć spółkę. Może także przejąć zdolność zarządu do określenia ceny, formy i terminu transakcji nabycia spółki, bo to właśnie on posiada kontrolny pakiet jej akcji<sup>3</sup>.

Znacznie częściej jednak *greenmail* jest rozpatrywane jako technika obrony. Z tej perspektywy oznacza udaremnienie potencjalnego przejęcia. Wrogi oferent nie chce jednak kupić spółki, chce raczej sprzedać spółce po dobrej cenie posiadane akcje, grożąc jej przejęciem<sup>4</sup>. Spółka cel odkupuje swoje akcje od wrogiego oferenta (napastnika) po cenie wyższej, niż cena obowiązująca dla

---

<sup>1</sup> Cena płacona za akcje w ramach płatności *greenmail* może być wyższa od rynkowej od 8,6% do nawet 36,6%; por. D. Manry, K. Nathan, *Greenmail premia, board composition and management shareholdings*, „Journal of Corporate Finance” 5(1999), s. 369-382.

<sup>2</sup> Por. R.A.G. Monks, N. Minow, *Corporate governance*, Chichester: John Wiley & Sons Ltd. 2008, s. 275.

<sup>3</sup> Por. M. Lipton, E.H. Steinberg, *Takeovers & Freezeouts*, „Law Journal Press” 2003, vol. 1, s. 1-74, 17.

<sup>4</sup> Por. tamże.

pozostałych akcjonariuszy. Fundusze na sfinansowanie takiej transakcji są często pożyczane, w rezultacie czego spółka może popaść w znaczne długi<sup>5</sup>.

Według P.A. Gaughana, *greenmail* oznacza zapłacenie istotnej premii za znaczną ilość akcji w zamian za zgodę akcjonariusza, że nie będzie on podejmował starań o przejęcie kontroli nad spółką<sup>6</sup>.

*Greenmail* jest także jedną z form odkupywania własnych akcji przez spółkę. Przy czym wykupienie przez spółkę własnych akcji jest dość ogólną techniką, obejmującą wszelkie zakupy własnych akcji od specyficznych grup akcjonariuszy, także takich, którzy nigdy nie rozważali próby przejęcia spółki.

Sekwencję działań przy wykorzystaniu techniki *greenmail* można opisać w następujący sposób<sup>7</sup>:

- 1) Inwestor kupuje ponad 5% akcji spółki będącej celem.
- 2) W Stanach Zjednoczonych w ciągu 10 dni od zakupu inwestor musi wypełnić deklarację 13D Komisji Nadzoru Finansowego, oznajmiając, że jest on posiadaczem więcej niż 5% akcji spółki celu i podając m.in., w jakim celu dokonał tej inwestycji. Wypełnienie deklaracji 13D faktycznie (skutecznie) powiadamia dyrektorów spółki celu i opinię publiczną, że spółka może być celem wrogiego przejęcia.
- 3) W następstwie tego ogłoszenia zwykle wzrastają ceny akcji celu, ponieważ fundusze inwestycyjne i inni akcjonariusze sprzedają swoje akcje spekulantom i pośrednikom (*arbitrageurs*).
- 4) W celu uprzedzenia *tender offer*<sup>8</sup> i zapobieżenia przejęciu, dyrektorzy celu mogą następnie zaoferować odkupienie od inwestora akcji po cenie wyższej niż rynkowa.

Takie odkupienie akcji po cenie wyższej niż rynkowa określane jest właśnie mianem płatności *greenmail*.

*Greenmail* jest niekiedy także definiowany, jako odkupienie akcji po cenie wyższej niż rynkowa przez spółkę będącą celem od inwestora, który posiada więcej niż 3% akcji i był w ich posiadaniu krócej niż dwa lata<sup>9</sup>.

---

<sup>5</sup> Por. [www.dictionary.com](http://www.dictionary.com)

<sup>6</sup> Por. P.A. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructuring*, New York: John Wiley & Sons, Inc. 1996, s. 177.

<sup>7</sup> Por. *Greenmail: Target Stock Repurchases and the Management-Entrenchment Hypothesis*, „Harvard Law Review” 98(1985), z. 5, s. 1045.

<sup>8</sup> Jest to strategia, która polega na publicznym ogłoszeniu oferty zakupu akcji celu po określonej cenie.

Podobną, jednak nieco szerszą definicję *greenmail* podają Manry i Nathan<sup>10</sup>:

- 1) odkupienie akcji musi być za cenę przewyższającą o co najmniej 3% powszechną cenę rynkową;
- 2) oferta nie jest skierowana do pozostałych akcjonariuszy;
- 3) inwestor posiada akcje krócej niż przez dwa lata;
- 4) odkupywany jest od inwestora cały posiadany przez niego blok akcji;
- 5) inwestor zagroził spółce wrogim przejęciem.

Jednym z najwcześniejszych przypadków *greenmail* było wykupienie w 1979 r. przez Carla Icahna 9,9% akcji spółki Axon po 7,21\$ za akcję, które następnie zostały przez spółkę odkupione po cenie 10,50\$ za akcję w roku 1980<sup>11</sup>. Inny przykład miał miejsce w roku 1984, kiedy to Bass Brothers kupili 9,9% akcji Texaco i ogłosili, że są zainteresowani zakupem pozostałych 90,1%. W następstwie tego ogłoszenia zarząd Texaco zapłacił Bass Bothers 1,3 miliardów \$ za akcje i 137 milionów \$ premii ponad cenę rynkową<sup>12</sup>.

Jednym z najbogatszych ludzi świata zaangażowanych w transakcje *greenmail* jest Ronald Perelman. Po raz pierwszy był on oskarżony o przeprowadzenie takiej transakcji w roku 1986. Zakupił on wtedy 8,2% akcji CPC International po 75\$ za akcję i następnie, miesiąc później, odsprzedał je z powrotem za pośrednictwem spółki Salomon Brothers po 88,5\$ za akcję, zyskując na tym 40 milionów \$<sup>13</sup>.

W roku 1984 amerykańskie korporacje zapłaciły od 3 do 5 miliardów \$ wykupując swoje akcje od nieprzyjaznych akcjonariuszy, którzy uzyskali premię około 600 milionów \$ ponad cenę rynkową<sup>14</sup>.

W tabeli 1. przedstawiono kilka przykładów spektakularnych płatności *greenmail*, jakie miały miejsce w Stanach Zjednoczonych w latach 1984 i 1983.

---

<sup>9</sup> Por. *Greenmail: Targeted Stock Repurchases and the Management-Entrenchment Hypothesis*, s. 1045.

<sup>10</sup> Manry, Nathan, *Greenmail premia, board composition and management shareholdings*, s. 369-382, 373.

<sup>11</sup> Por. Gaughan, *Mergers, Acquisitions*, s. 177.

<sup>12</sup> Por. Monks, Minow, *Corporate governance*, s. 276.

<sup>13</sup> Por. *100 Richest People in the World: Illustrated history of their life and wealth, Mobile Reference*, 2007.

<sup>14</sup> *Greenmail: Targeted Stock Repurchases and the Management-Entrenchment Hypothesis*, s. 1045-1065.

Tabela 1. Przykłady płatności *greenmail* w USA w latach 1984 i 1983

| Data          | Inwestor            | Spółka cel              | Zysk inwestora w milionach dolarów |
|---------------|---------------------|-------------------------|------------------------------------|
| grudzień 1984 | Mesa Partners       | Philips Petroleum       | 89                                 |
| czerwiec 1984 | Saul Steinberg      | Walt Disney Productions | 32                                 |
| kwiecień 1984 | Loews Corp          | St. Regis               | 38                                 |
| marzec 1984   | Bass Brothers       | Texaco                  | 400                                |
| marzec 1984   | Sir James Goldsmith | St. Regis               | 50                                 |
| marzec 1984   | Rupert Murdoch      | Warner Communication    | 50                                 |
| luty 1984     | Coastal Corp.       | Houston Natural Gas     | 42                                 |
| listopad 1983 | Bass Brothers       | Blue Bell               | 49                                 |

Źródło: *Greenmail: Target Stock Repurchases and the Management-Entrenchment Hypothesis*, s. 1045.

Należy jednak pamiętać, że *greenmail* może także przynosić efekt przeciwny do zamierzonego. Jeśli taka płatność stanie się znana opinii publicznej, to inni mogą udawać próbę przejęcia w celu uzyskania podobnej płatności. W związku z tym wiele spółek było skłonnych nie angażować się w obronę *greenmail* z powodu tzw. *double dipping* (dwukrotnego płacenia). Polega to na tym, że po zapłaceniu kwoty *greenmail* cena rynkowa akcji spółki spada i jednocześnie spadek ten przyciąga nowego wrogię oferenta. Na przykład spółka St. Regis zapłaciła dwukrotnie *greenmail* i następnie stała się celem trzeciego oferenta. Innymi przykładami spółek, które zapłaciły kwotę *greenmail* i następnie stały się celem nowego wrogię przejęcia, były Chesebrough-Ponds i Viacom<sup>15</sup>. Aby uniknąć takiego zamieszania, niektóre spółki wprowadzają do swoich statutów zapisy uniemożliwiające wypłaty *greenmail*.

Technika *greenmail* może być także bardziej wyszukana. Jeśli wrogi oferent nie chce być postrzegany jako „szantażysta”, może np. sprzedać spółce posiadany przez siebie blok akcji po cenie rynkowej i zażądać jednocześnie, aby spółka kupiła od niego spółkę córkę lub oddział spółki, którego chciał się właśnie pozbyć, jednak po cenie wyższej, niż mogłoby uzyskać w „uczciwej” transakcji rynkowej<sup>16</sup>.

<sup>15</sup> Por. Lipton, Steinberg, *Takeovers & Freezeouts*, s. 1-74,18.

<sup>16</sup> Por. tamże.

Według D. DePamphilisa, *greenmail* jest praktyką, polegającą na zapłaceniu potencjalnemu nabywcy, aby pozostawił spółkę cel w spokoju. W tym kontekście *greenmail* polega zatem na odkupieniu własnych akcji po cenie wyższej niż rynkowa w zamian za zgodę kupującego na rezygnację z wrogiego przejęcia. Wymaga się, aby w zamian za zapłatę potencjalny kupujący podpisał porozumienie o moratorium, które zwykle specyfikuje liczbę akcji, które inwestor może już posiadać, warunki, pod jakimi napastnik (*raider*) może sprzedać akcje, które obecnie posiada, a także okres porozumienia. Sądy Stanów Zjednoczonych nie mają jednolitego poglądu na temat zgodności takiego postępowania z prawem, bowiem poszczególni akcjonariusze nie są tu traktowani na tych samych zasadach. Zawarcie umowy tylko z jednym akcjonariuszem (napastnikiem) i płacenie mu wyższej ceny może być uznane przez innych akcjonariuszy za dyskryminujące<sup>17</sup>.

Sądy Stanów Zjednoczonych zwykle wydawały wyroki, że zróżnicowane zapłaty za akcje dla różnych grup akcjonariuszy są zgodne z prawem, o ile są one dokonywane z ważnych przyczyn biznesowych. Aczkolwiek pojęcie „ważne przyczyny biznesowe” jest tak szerokie, że daje ono zarządowi znaczną swobodę podejmowania działań, które mogą być bardziej w interesie zarządu niż akcjonariuszy<sup>18</sup>.

Jeszcze w roku 1985 w USA wyrażany był przez prawników pogląd, że ani prawo federalne, ani stanowe nie chroni mniejszościowych inwestorów przed *greenmail*<sup>19</sup>. Jednak znaczenie *greenmail* jako taktyki obrony zmniejszyło się w USA od późnych lat osiemdziesiątych XX wieku. Federalne prawo podatkowe w USA zmieniło się w roku 1987 i nałożono dodatkowy 50% podatek na każdy dochód związany z płatnością *greenmail*. W rezultacie tego dodatkowego podatku akcjonariusz, który uzyska płatność *greenmail*, musi zapłacić sumaryczny podatek w wysokości 84% kwoty *greenmail*. Aby podlegać opodatkowaniu, płatność musi być dokonana w związku z nabyciem akcji od akcjonariusza składającego ofertę przejęcia lub grożącego złożeniem takiej oferty. Akcjonariusz taki musi posiadać akcje krócej niż 2 lata<sup>20</sup>.

---

<sup>17</sup> Por. D. DePamphilis, *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*, Amsterdam Academic Press 2003, s. 144.

<sup>18</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 178.

<sup>19</sup> Por. *Greenmail: Target Stock Repurchases and the Management-Entrenchment Hypothesis*, s. 1045.

<sup>20</sup> Por. L i p t o n, S t e i n b e r g, *Takeovers & Freezeouts*, s. 1-74,18.

Ponadto w odpowiedzi na publiczną krytykę niektóre firmy znowelizowały swoje statuty i wprowadziły w nich zapisy przeciw *greenmail*, wymagając, aby zarząd uzyskał zgodę większości lub kwalifikowanej większości niepartycypujących w takiej transakcji akcjonariuszy przed odkupieniem od specyficznego akcjonariusza (napastnika) akcji po cenie wyższej niż rynkowa<sup>21</sup>.

Inną przyczyną spadku znaczenia *greenmail* w Stanach Zjednoczonych było zmniejszenie się liczby prób wrogich przejęć w latach dziewięćdziesiątych, co z kolei spowodowało redukcję potrzeby angażowania się w tego typu płatności<sup>22</sup>.

## 2. PAC-MAN DEFENSE

To rzadko używana, ale w wysokim stopniu agresywna taktyka obrony polegająca na tym, że cel składa ofertę przejęcia kupującego. Nazwa tej taktyki obrony pochodzi z popularnej gry komputerowej, w której bohaterowie próbują się wzajemnie zjeść i w efekcie obaj przestają istnieć<sup>23</sup>. Tego rodzaju obrona jest efektywna tylko wtedy, gdy cel ma finansowe zasoby, aby złożyć prawdziwą ofertę przejęcia kupującego. Scenariusz ten może być wzajemnie destrukcyjny, ponieważ obie spółki mogą się mocno zadłużyć w następstwie prób wzajemnego zastosowania wrogiej oferty przejęcia<sup>24</sup>.

Można wyróżnić dwa warianty tej strategii. Pierwszy, gdy spółka cel składa ofertę zakupu akcji bezpośrednio do spółki nabywcy. W drugim wariantcie spółka cel składa ofertę zakupu akcji kupującego na wolnym rynku (akumulacja kontrująca). Główna różnica między obydwoimi wariantami polega na tym, że wariant drugi może być przeprowadzony z mniejszym zaangażowaniem kapitałowym niż *tender offer*. Nie ma tu potrzeby emitowania ulotki z ofertą, z wymaganymi przez prawo w USA oświadczeniami, aczkolwiek intencje firmy muszą być zgłoszone Komisji Obrotu Papierami Wartościowymi (SEC). Dodatkowo, w przypadku

---

<sup>21</sup> Por. De P amph ilis, *Mergers, Acquisitions*, s. 144-146.

<sup>22</sup> Por. G u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 180.

<sup>23</sup> Tamże, s. 206.

<sup>24</sup> Por. De P amph ilis, *Mergers, Acquisitions*, s. 146.

akumulacji kontrującej nie trzeba płacić premii w stosunku do bieżącej ceny rynkowej, która jest zwykle płacona w przypadku oferty przejścia (*tender offer*)<sup>25</sup>.

Według Roberta Brunera, strategia ta po raz pierwszy została zastosowana w roku 1980 w czasie wrogiej próby przejścia Midway Manufacturing Company<sup>26</sup>. Według Martina Liptona i Eriki Steinberg, stała się ona efektywną strategią obrony i ataku w 1982 r., kiedy to American General/NLT wykazał efektywność zastosowania kontroferty zakupu w celu uzyskania wyższej ceny sprzedaży<sup>27</sup>.

Innym przykładem takiej obrony była kontroferta zakupu Mesa Petroleum (wrogiego oferenta) przez Cities Service (spółkę cel). Było to zapobiegawcze uderzenie, mające na celu pokrzyżowanie planów potencjalnego wrogiego oferenta. Chociaż Mesa złożyła wrogą ofertę zakupu, która została przerwana, gdy Gulf Oil pojawił się w roli białego rycerza, to jednak po ogłoszeniu przez Mesę, że nie będzie kontynuowała transakcji zakupu, spółka Cities Services została zakupiona przez Occidental Petroleum<sup>28</sup>.

Innym przykładem zastosowania tej techniki była kontroferta spółki Olympia Brewing, zmierzająca do zakupienia spółki Pabst, w sytuacji gdy Pabst posiadał 49% akcji spółki Olympia. Celem tej kontroferty było odparcie wrogiego ataku i ponadto przeprowadzenie planowej rekapitalizacji<sup>29</sup>.

Jako jeszcze jeden przykład można wskazać obronną procedurę zakupu, jaką przeprowadziła spółka Heublein kupując akcje napastnika – spółki General Cinema. W następstwie tych działań spółka General Cinema rozpoczęła wykupywanie na rynku swoich własnych akcji, aby nie utracić nad nimi kontroli. W rezultacie General Cinema zrezygnowała z zakupu większej liczby akcji spółki Heublein<sup>30</sup>.

Zaletą kontroferty jest demonstracja agresywnego oporu, wzrost możliwości sukcesu celu i dostarczenie jeszcze jednego dodatkowego negocjacyjnego argumentu w negocjacjach z wrogim oferentem. Kontroferta zakupu ma jednak trzy główne wady: 1) Może sprawiać wrażenie uznania zalety połączenia dwóch firm, tym samym eliminując szereg żądań i obron, które cel w innym przypadku mógłby robić. 2) Wystawia ona pierwotny cel na możliwość zastosowania wobec

---

<sup>25</sup> Por. *The Blackwell Encyclopedic Dictionary of Strategic Management*, red. D.F. Channon, Malden: Blackwell Publishers 1999, s. 22.

<sup>26</sup> Por. R.F. Bruner, *Applied mergers and acquisitions*, Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. 2004, s. 846.

<sup>27</sup> Por. Lipton, Steinberg, *Takeovers and freezeouts*, t. II, s. 6-239.

<sup>28</sup> Tamże.

<sup>29</sup> Tamże.

<sup>30</sup> Tamże, s. 6-241.



niego różnych taktyk obrony. 3) Jest bardzo mało jasności, jak ta obrona się zakończy<sup>31</sup>.

Najbardziej znanym przypadkiem zastosowania tej taktyki była walka pomiędzy spółkami Bendix i Martin-Marietta w roku 1982. Została ona rozpoczęta atakiem Bendix, który złożył ofertę zakupu Martin-Marietta. Martin odpowiedział kontrofertą finansowaną częściowo przez białego giermka Allied Corporation. W końcowej fazie walki Martin i Bendix posiadali wzajemnie większości swoich akcji i wydawało się, że każdy był spółką córką drugiej strony. Impas został przełamany przez Allied Corporation, która poprzez skomplikowaną wymianę akcji nabyła Bendix i następnie wymieniła akcje Martin posiadane przez Bendix na akcje Bendix posiadane przez Martin. Allied pozostał ważnym akcjonariuszem spółki Martin, ale wynegocjował podpisanie umowy o moratorium, która ograniczała dalsze zakupy akcji spółki Martin<sup>32</sup>.

W roku 1988 spółka American Brands skutecznie zastosowała tę strategię obronną w obliczu wrogiego ataku przez spółkę E-II Holdings. Odbyło się to w ten sposób, że E-II Brands ogłosiła plany nabycia i likwidacji spółki American Brands. W odpowiedzi American Brands ogłosił publiczną ofertę zakupu akcji spółki E-II Holdings. W kolejnym kroku E-II zgodziła się na jej przejęcie, ale dopiero wtedy, gdy American Brands podwyższyła swoją ofertę<sup>33</sup>.

Jak podaje Gaughan, często grozi się zastosowaniem tej taktyki, jednak w praktyce jest ona rzadko stosowana<sup>34</sup>.

### 3. BIALI RYCERZE I BIALI GIEMKOWIE (WHITE KNIGHTS AND WHITE SQUIRES)

Spółka cel, chcąc uniknąć wrogiego przejęcia, może próbować znaleźć innego, przyjaznego inwestora – tak zwanego *białego rycerza*. Aby zrealizować tego

---

<sup>31</sup> Por. Bruner, *Applied mergers and acquisitions*, s. 846.

<sup>32</sup> Por. tamże, s. 846-847; S.F. Reed, A. Reed Lajoux, *The art of M&A: a merger acquisition buyout guide*, New York: McGraw-Hill 1999, s. 788; *Pac-Man Defense*, red. L.M. Surhone, M.T. Tennoe, S.F. Henssonow, Saarbrücken: VDM Verlag Dr Mueller AG & Co, Kg, 2010.

<sup>33</sup> Por. Lipton, Steinberg, *Takeovers and freezeouts*, t. II, s. 6-241.

<sup>34</sup> Por. Gaughan, *Mergers, Acquisitions*, s. 206.

rodzaju transakcję, *biały rycerz* musi mieć ochotę nabyć kontrolny pakiet akcji celu na bardziej korzystnych warunkach niż pierwotny (wrogi) oferent. *Biały rycerz* to także taki oferent, który obiecuje, że nie zlikwiduje spółki po jej przejściu i nie będzie masowo zwalniał pracowników<sup>35</sup>.

Według Petera Hunta, *białym rycerzem* jest spółka przyjaźnie nastawiona do spółki celu, która dokonuje zakupu spółki celu, aby nie została ona przejęta przez wrogięgo oferenta<sup>36</sup>. *Biały rycerz* jest poszukiwany, gdy już proces przejęcia został rozpoczęty i udostępnia mu się informacje finansowe, a także inne dane dotyczące spółki będącej celem przejęcia. Cena oferowana za spółkę przez *białego rycerza* powinna być taka sama lub wyższa, jak cena oferowana przez wrogięgo nabywcę.

*Białym rycerzem* może być także zarząd spółki celu, który przejmuje nad nią kontrolę, wykorzystując przejęcie kredytowane – LBO<sup>37</sup>. Jednak spółki, które chcą pozostać niezależne i być w posiadaniu publicznym, mogą preferować rozwiązanie, w którym *białym rycerzem* jest inwestor zewnętrzny, np. spółka, fundusz inwestycyjny, osoba fizyczna, i staje on po stronie zarządu w walce z niechcianym oferentem. W ten sposób *biały rycerz* może zablokować wysiłki wrogięgo oferenta i jego inwestycja może być także źródłem gotówki dla spółki.

*Białemu rycerzowi* można sprzedawać pakiet kontrolny lub jedynie najbardziej atrakcyjne elementy majątku spółki, tak zwane klejnoty koronne (*crown jewel*). Dzięki temu można je utrzymać poza zasięgiem wrogięgo oferenta i spółka także staje się dla niego mniej atrakcyjna<sup>38</sup>.

*Biały rycerz* jest często pionowym lub poziomym rówieśnikiem spółki celu i motywami jego oferty może być dążenie do uzyskania efektu synergetycznego po połączeniu dwóch firm<sup>39</sup>. Motywacja *białego rycerza* wynika w większym stopniu z wyrachowania niż z rycerskości. Z obawy, że może się wywiązać wojna licytacyjna (*bidding war*), *biały rycerz* często wymaga pewnej ochrony w formie (zamrożenia sprzedaży) (*lock-up*)<sup>40</sup> w umowie dotyczącej zakupu i sprzedaży

---

<sup>35</sup> Por. J.F. Weston, S.C. Weaver, *Mergers & Acquisitions*, New York: The McGraw-Hill Companies 2001, s. 245.

<sup>36</sup> Por. P.A. Hunt, *Structuring Mergers & Acquisitions: A Guide to Creating Shareholder Value*, Aspen: Wolters Kluwer Law & Business 2004, s. 583.

<sup>37</sup> Por. *The Mergers & acquisitions Handbook*, red. M.L. Rock, R.H. Rock, M.J. Sikora, New York: McGraw-Hill, Inc. 1994, s. 489.

<sup>38</sup> Por. tamże.

<sup>39</sup> Por. Bruner, *Applied mergers and acquisitions*, s. 848.

<sup>40</sup> Kontrakt zawarty na mocy prawa pomiędzy spółką a inwestorem, zakazujący temu ostatniemu sprzedaż akcji przedsiębiorstwa w ciągu określonego czasu. Okres zamrożenia (*lock-up*) zazwyczaj

akcji ostatecznie podpisanej z celem. *Lock-up* może zawierać przekazanie *białemu ryerczowi* możliwości (opcji) zakupu akcji celu, które nie zostały jeszcze wyemitowane po ustalonej cenie, lub możliwość nabycia po uczciwej cenie (*fair price*) akcji celu, które są uważane przez *białego ryercza* za strategiczne. Tego rodzaju *lock-up* zwykle powoduje, że cel staje się mniej atrakcyjny dla pierwotnego oferenta. W przypadku, gdy wybuchnie wojna licytacyjna, *ryercz* może korzystać z możliwości (opcji) zakupu akcji i sprzedać je później z zyskiem spółce kupującej<sup>41</sup>.

Jak pisze Gaughan, *biały ryercz* zwykle kupuje akcje na bardziej korzystnych dla spółki warunkach niż wrogi oferent. Te bardziej korzystne warunki mogą obejmować np. wyższą cenę. *Biały ryercz* może także obiecać, że nie będzie dzielił spółki po jej zakupie, może także obiecać, że nie zwolni obecnego zarządu lub innych pracowników. Zazwyczaj jest trudno znaleźć kupca, który zaoferuje tak korzystne dla spółki warunki. Często spółka cel musi się targować z *białym ryerczem*, aby osiągnąć najlepsze dla siebie rozwiązanie i nie dostać się w ręce wrogięgo oferenta<sup>42</sup>.

Zazwyczaj jest tak, że urzędujący zarząd stara się zawrzeć takie porozumienie z *białym ryerczem*, które zagwarantuje mu zachowanie dotychczasowej pozycji w przedsiębiorstwie i kontynuowanie wcześniej przyjętej strategii. Jednak, jak pokazują badania przeprowadzone w Stanach Zjednoczonych, oferty składane przez *białego ryercza* nie są często w najlepszym interesie akcjonariuszy. Konkurencja o przejęcie firmy ma z zasady negatywny wpływ na finansową pozycję akcjonariuszy<sup>43</sup>.

Jednym z przykładów działania *białego księcia* było nabycie spółki Scott & Fetzer przez spółkę Berkshire Hathaway w roku 1986. Menedżerowie Scott & Fetzer próbowali przejąć kontrolę na spółką w kredytowanym zakupie (*leveraged buyout*) w obliczu ogłoszonej próby wrogięgo przejęcia. Gdy departament pracy USA nie zgodził się na wykorzystanie w tej transakcji planu posiadania akcji przez pracowników (*employee stock ownership plan*), transakcja upadła. Wkrótce

---

trwa 180 dni (sześć miesięcy) lub nawet 365 dni (jeden rok). Sygnatariusze tej umowy wprowadzają element stabilności odnośnie do ceny akcji. Gdy okres obowiązywania umowy się kończy, jej sygnatariusze są uprawnieni do sprzedaży swoich akcji, co czasem (jeśli ci sygnatariusze chcą sprzedać swoje akcje) powoduje drastyczny spadek cen akcji z powodu dużego wzrostu ich podaży. [www.dictionary.com](http://www.dictionary.com)

<sup>41</sup> Por. De P a m p h i l i s, *Mergers, Acquisitions*, s. 146.

<sup>42</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 184.

<sup>43</sup> Por. tamże, s. 185.

spółka otrzymała nieproszone oferty jej zakupu, w tym jedną od Ivana F. Boesky'ego. W efekcie Warren Buffett CEO Berkshire Hathaway zaoferował zakupienie spółki za 315 milionów \$ (wartość księgowa wynosiła 172, 6 mln \$). W następstwie nabycia spółki Scott & Fetzer Berkshire Hathaway osiągnął zwrot z inwestycji w wysokości około 36%<sup>44</sup>.

Według Brunera, *biały książę* jedynie kupuje duży blok akcji celu, ale często nie przejmuje kontroli. Zwykle zgadza się głosować w zgodzie z interesami zarządu spółki celu i zgadza się nie kupować więcej akcji celu w ciągu określonego czasu. Przykładowo – we wrogiej walce o przejęcie kontroli nad firmą Polaroid celowi udało się poprosić biznesowych partnerów o zainwestowanie w jej akcje, co w połączeniu z ESOP zablokowało blok 33% akcji z prawem do głosowania i zatrzymało wrogą ofertę. Jedną ze znanych postaci, wiele razy występującą w roli *białego księcia*, jest Warren Buffett. Dotyczyło to takich spółek, jak: Gillette, First Empire State, US Air, Salomon Brothers, Champion International, Coca-Cola<sup>45</sup>.

*Białymi giermkami (mecenasami)* są firmy lub osoby, które zgadzają się kupić duży blok akcji celu. Zazwyczaj *biały giermek* nie jest zainteresowany w zakupie kontrolnego pakietu akcji. Z punktu widzenia spółki celu jest tu dążenie, aby duża ilość akcji z prawem do głosu znalazła się w rękach spółki lub inwestora, który nie odsprzeda ich wrogiemu oferentowi<sup>46</sup>. *Biały giermek* jest zwykle przyjaźnie nastawiony do spółki celu i zakłada się, że będzie on głosował na walnym zgromadzeniu tak, jak sobie życzy zarząd<sup>47</sup>. Wymaga się także, aby *biały giermek* zobowiązał się, że nie zakupi więcej akcji celu w ciągu określonego czasu i że nie sprzeda już posiadanego pakietu akcji w ciągu określonego przedziału czasu. Spółka cel może sobie także zastrzec prawo pierwokupu akcji posiadanych przez *białego giermka*. W zamian za takie ustępstwa *biały giermek* może otrzymać akcje po cenie niższej niż rynkowa, może dostać stanowisko w radzie dyrektorów i specjalną dywidendę<sup>48</sup>.

---

<sup>44</sup> Por. Bruner, *Applied mergers and acquisitions*, s. 848.

<sup>45</sup> Por. Gaughan, *Mergers, Acquisitions*, s. 186; Bruner, *Applied mergers and acquisitions*, s. 849.

<sup>46</sup> Por. Gaughan, *Mergers, Acquisitions*, s. 185.

<sup>47</sup> Por. Weston, Weaver, *Mergers & Acquisitions*, s. 246.

<sup>48</sup> Por. tamże.

Akcje te są często uprzywilejowane z punktu widzenia wymienialności (*convertible*<sup>49</sup> *preferred*) i mogły być już zaaprobowane, ale jeszcze nie wyemitowane przez spółkę cel. Jeżeli akcje celu są w obrocie na giełdzie NYSE, to cel nadal będzie musiał uzyskać aprobatę akcjonariuszy, aby sprzedać tego rodzaju akcje *białemu giernkowi*. Giełda NYSE wymaga aprobaty akcjonariuszy, jeżeli tego rodzaju akcje są wyemitowane dla oficerów lub dyrektorów, lub jeżeli liczba akcji wyemitowanych równa się 20% akcji będących w obiegu. Dla *białych rycerzy* i *białych giernków* mogą być emitowane tak zwane *Blank check preferred stock*<sup>50</sup>.

W tabeli 2. przedstawiono kilka przykładów działań *białych rycerzy*, jakie miały miejsce w Europie w latach 2003-2008.

Tabela 2. Przykłady działań *białych rycerzy* w Europie

| Rok  | Cel                     | Kupujący              | Biały rycerz | Opis transakcji  |
|------|-------------------------|-----------------------|--------------|--|
| 2008 | ImClone Systems         | Bristol-Meyers Squibb | Eli Lilly    | W celu odparcia niechcianej propozycji, Bristol-Meyers Squibb zaaprobowano propozycję Eli Lilly w wysokości 70 EUR za akcję.                               |
| 2006 | Germanischer Lloyd (GL) | Bureau Veritas        | Guenter Herz | W celu uniknięcia wrogiego przejęcia przez Bureau Veritas, prywatny inwestor Guenter Herz nabył 100% akcji Germanischer Lloyd, płacąc w sumie 550 mln EUR. |
| 2006 | Schering                | Merck                 | Bayer        | Bayer działał jako <i>biały rycerz</i> w relacji do Scheringa. Merck oferował w swojej wrogiej ofercie   |

<sup>49</sup> Convertible securities – są to papiery wartościowe, które w zależności od wyboru właściciela mogą być wymienione na inne akcje, zazwyczaj na określoną liczbę akcji zwykłych. Wymienialne papiery wartościowe są często papierami o stałym dochodzie (fixed-income), jak np. obligacje lub akcje uprzywilejowane. Na ich cenę mają wpływ zmiany stóp procentowych i wartości aktywów (assets), na które mogą być one wymienione. Ceny wymienialnych papierów wartościowych zmieniają się w większym zakresie niż zwykłych zobowiązań (debt), ale w mniejszym zakresie niż podstawowych aktywów (asset). [www.dictionary.com](http://www.dictionary.com)

<sup>50</sup> Są to uprzywilejowane akcje, które nie zostały jeszcze wyemitowane, przy czym terminy i warunki ich emisji mogą być formalnie określone przez radę dyrektorów spółki. Aby takie akcje wyemitować, należy wprowadzić poprawkę do statutu spółki. Dzięki posiadaniu takich akcji, spółka może uzyskać dodatkowe fundusze od określonych inwestorów bez uzyskania zgody mniejszościowego akcjonariusza (separate shareholder). [www.dictionary.com](http://www.dictionary.com). Zob. D e P a m p h i l i s, *Mergers, Acquisitions*, s. 146.

|      |                                   |                |                   |  |
|------|-----------------------------------|----------------|-------------------|--|
|      |                                   |                |                   | 77 EUR za akcję, ale Bayer zaferował 86 EUR za akcję.  |
| 2006 | Mojo Foods                        | Steel Partners | Nissan Foods      | Nissan zaproponował przyjazną ofertę 314 mln USD, aby zapobiec nabyciu Majo Foods przez amerykański fundusz powierniczy (hedge fund) Steel Partners. |
| 2003 | The Canada Life Assurance Company | Manulife       | Great-West Lifeco | Zaprobowano tu konkurencyjną ofertę <i>białego rycerza</i> Great-West Lifeco, który zaproponował 4.458 mil EUR za spółkę cel.                        |

Źródło: J. Gorzala, *The Art of Hostile Takeover Defense. The Roadmap to Fighting Corporate Raiders*, Hamburg: Igel Verlag 2010, s. 23.

#### 4. PLANY POSIADANIA AKCJI PRZEZ PRACOWNIKÓW – EMPLOYEE STOCK OWNERSHIP PLANS (ESOPS)

ESOPs są to instytucje powiernicze, które zostały wymyślone i wprowadzone w życie w roku 1950 przez prawnika z San Francisco Louisa Kelso. Motywem było m.in. zwiększenie liczby inwestorów (kapitalistów) działających w gospodarce<sup>51</sup>. ESOPs jest definiowany jako instytucja zarządzająca udziałami, która inwestuje przede wszystkim w akcje spółki sponsorującej tę instytucję. Zazwyczaj firma, która utworzyła instytucję powierniczą, wnosi do niego swoje fundusze. Instytucja używa pieniędzy do zakupu akcji spółki i przechowuje je wykorzystując ulgi podatkowe ustanowione na korzyść pracowników objętych planem. Specjalne ulgi podatkowe powodują, że te plany są atrakcyjne dla korporacji, które mogą potrącić od podatków swoje wkłady.

Według Petera Hunta, ESOPs jest to narzędzie spółki, które umożliwia przekazywanie do instytucji powierniczej nieopodatkowanych darowizn dla pracowników w formie akcji lub gotówki<sup>52</sup>. Pracownicy nie są opodatkowani z racji posiadania tych wkładów, są oni opodatkowani jedynie wtedy, gdy wycofują

<sup>51</sup> Por. P. D. Kinder, S. D. Lydenberg, A. L. Domini, *Investing for good: making money while being socially responsible*, New York: HarperCollins Publishers, Inc. 1993, s. 167.

<sup>52</sup> Por. Hunt, *Structuring Mergers & Acquisitions*, s. 297.

swoje wkłady z ESOPs. Wpłaty do ESOPs na rzecz pracowników są robione przez spółkę proporcjonalnie do ich wynagrodzenia i są swego rodzaju funduszem emerytalnym.

Jak podaje Peter Hunt, pod koniec XX wieku nastąpił istotny wzrost liczby ESOPs i w roku 2000 w Stanach Zjednoczonych było około 11 500 takich instytucji. Istotnym powodem rozwoju ESOPs po roku 1974 było umożliwienie im pożyczania pieniędzy w celu nabywania akcji, a także używanie ich jako taktyki obrony przed wrogimi przejęciami.

Wyróżnia się dwa rodzaje ESOPs: 1) o zdefiniowanych korzyściach i 2) o zdefiniowanych wkładach. W pierwszym przypadku fundusz przekazuje pracownikowi z góry ustaloną kwotę pieniędzy w momencie, gdy przechodzi on na emeryturę. W drugim przypadku pracownik przekazuje do funduszu określone wkłady w z góry określonych terminach. Pracownik może wycofać swoje wkłady w momencie przejścia na emeryturę, ale wielkość wypłaty zależy od wyników, jaki fundusz osiągnął<sup>53</sup>.

ESOPs mogą działać w formie lewarowanej (*leveraged*) i nie lewarowanej. W pierwszym przypadku fundusz może pożyczać pieniądze (np. w banku), aby finansować swoją działalność. W drugim przypadku takiej możliwości nie ma. W przypadku funduszu lewarowanego spółka może pożyczyć pieniądze, aby wykupić na rynku swoje własne akcje, które następnie są przekazywane do ESOPs. Fundusz spłaca tę pożyczkę, a także płaci należne odsetki<sup>54</sup>.

W roku 1990 w USA około 11 milionów pracowników stało się w ten sposób akcjonariuszami swoich spółek. ESOPs posiadały akcje szacowane na około 3% wszystkich akcji znajdujących się w obrocie. Wiele firm, szczególnie w branży stalowej, stało się w pełni lub częściowo własnością ich ESOPs<sup>55</sup>.

Według innych źródeł, ESOPs są to trusty<sup>56</sup> (instytucje powiernicze), które posiadają akcje firm przede wszystkim jako inwestycję dla programu emerytalnego ich pracowników<sup>57</sup>.

ESOPs mogą być postrzegane jako alternatywa dla obrony *białego rycerza* lub *białego giermka*. Obrony te mogą być szybko wprowadzone w życie albo poprzez

---

<sup>53</sup> Tamże, s. 297.

<sup>54</sup> Por. tamże.

<sup>55</sup> Por. K i n d e r, L y d e n b e r g, D o m i n i, *Investing for good*, s. 167.

<sup>56</sup> Relacja powiernicza, w której jedna osoba określana mianem „powiernika”, ma prawo do majątku lub aktywów innej osoby tak zwanego beneficjenta. [www.dictionary.com](http://www.dictionary.com)

<sup>57</sup> Por. A. J. S h e r m a n, M. A. H a r t, *Mergers and Acquisitions from A to Z*, New York: AMACOM Books 2005, s. 125-130; G a u g h a n, *Mergers and Acquisitions*, s. 342-360.

emisje akcji bezpośrednio do ESOPs, albo w ten sposób, że ESOP kupuje akcje na wolnym rynku. Akcje posiadane przez ESOPs będą prawdopodobnie używane w głosowaniach na korzyść zarządu w przypadku próby wrogiego przejęcia. Wsparcie to jednak nie jest zagwarantowane, ponieważ zgodnie z federalnym prawem USA dotyczącym dochodów i podatków, trzeba zapewnić pracownikom swobodę w decydowaniu o tym, jak ich akcje ESOPs mają głosować<sup>58</sup>.

Spółki cele mogą także wykorzystywać porozumienia z pracownikami w celu obrony przed przejęciem. Jedną drogą jest ulokowanie funduszy emerytalnych w akcjach własnych firmy, tworząc w ten sposób duży blok posiadany przez spółkę. Do tego właśnie może być wykorzystany ESOPs, który pożyczka pieniądze, aby kupić akcje firmy i następnie wykorzystuje strumień wpłat emerytalnych w celu obsługi długu. Jednym z najbardziej znanych przykładów wykorzystania ESOPs do powstrzymania przejęcia był przypadek Polaroid Corporation zagrożonej przejęciem przez Shamrock Holdings. W statucie Polaroid był zapis wymagający większości 85% głosów akcjonariuszy akceptujących połączenie z inną spółką. Polaroid utworzył ESOPs mający 14% udziałów w firmie, a prezes zarządu (CEO) Polaroid był jednocześnie administratorem funduszu. W związku z tym CEO mógł głosować nieulokowanymi akcjami ESOPs. Shamrock wycofał ofertę, gdy Sąd Najwyższy stanu Delaware odmówił wydania nakazu sądowego uchylającego obronę<sup>59</sup>.

Na mocy umów ze związkami zawodowymi członkami rad dyrektorów mogą być także przedstawiciele związków. Na podstawie tych umów mogą być także formułowane zapisy w statucie przeciwdziałające przejęciom. Na przykład w roku 1990 UAL Corporation zawarła takie wspólne wynegocjowane porozumienie ze związkiem maszynistów w celu udaremnienia wrogiej oferty, złożonej przez najeźdźcę (*raider*) działającego wspólnie ze związkiem pilotów. Sąd Federalny w USA unieważnił porozumienie obronne zawarte przez UAL, określając je mianem „Bomba dnia sądowego”, która jest nieproporcjonalnie wielka w stosunku do zagrożenia spowodowanego przez najeźdźcę<sup>60</sup>.

---

<sup>58</sup> Por. DePamphilis, *Mergers and Acquisitions*, s. 147.

<sup>59</sup> Por. R.F. Bruner, *Applied mergers and acquisitions*, s. 837.

<sup>60</sup> Por. tamże.



## 5. ZMIANA STRUKTURY KAPITAŁÓW (RECAPITALIZATION)

Aby zapobiec wrogiemu przejęciu, spółka może zainicjować różne zmiany w strukturze swojego kapitału. W następstwie takiej zmiany jest ona w zdecydowanie innej sytuacji finansowej, niż była wcześniej. Plan rekapitalizacji często zawiera wypłatę nadzwyczajnej dywidendy dla akcjonariuszy, która jest zwykle finansowana poprzez zaciągnięcie znacznych pożyczek. Jeżeli spółka podlega rekapitalizacji, zastępuje ona większość swoich kapitałów własnych (*equity*) przez długi, jednocześnie płacąc akcjonariuszom dużą dywidendę, zazwyczaj w gotówce<sup>61</sup>.

Według Stanleya Fostera Reeda i Alexandry Reed Lajoux, w przypadku rekapitalizacji spółka publiczna z zasady w celu obrony przed przejęciem dokonuje rekonfiguracji prawej strony bilansu, zaciągając więcej długów i redukując kapitały własne poprzez wykupywanie swoich własnych akcji. Jest to szczególnie efektywny sposób obrony dla spółek posiadających wiele kapitałów własnych lub posiadających dużą zdolność kredytową. Można tym samym zniechęcić potencjalnego nabywcę, który liczył na wykorzystanie kapitałów i zdolności kredytowej spółki celu do sfinansowania transakcji<sup>62</sup>.

W celu zmiany struktury kapitałów spółka może potrzebować aprobaty akcjonariuszy, w zależności od sformułowań statutu i praw kraju (stanu w USA), w którym jest zarejestrowana. Spółka może zmienić strukturę finansowania poprzez zaciągnięcie nowych pożyczek, które są wykorzystane w celu wykupienia własnych akcji lub sfinansowania dywidendy dla akcjonariuszy. Po wykonaniu takiej operacji cel staje się mniej atrakcyjny dla oferenta, ponieważ długi zmniejszają jego zdolności kredytowe, które mogły być użyte przez oferenta jako pomoc w sfinansowaniu przejęcia celu. Ponadto, wypłata dywidendy lub wykupienie własnych akcji może przekonać akcjonariuszy do wsparcia zarządu celu w walce przez pełnomocnictwa lub w obronie przed wrogą ofertą przejęcia. W wyniku zastosowania takich działań, firma cel znacznie się zadłuża, dlatego krytycy uważali tę strategię jako równoważną do taktyki spalonej ziemi. Aczkolwiek w praktyce działania takie mogą być korzystne dla akcjonariuszy<sup>63</sup>.

---

<sup>61</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers and Acquisitions*, s. 189; H u n t, *Structuring Mergers & Acquisitions*, s. 373.

<sup>62</sup> Por. F o s t e r R e e d, R e e d L a j o u x, *The art of M&A*, s. 7.

<sup>63</sup> D e P a m p h i l i s, *Mergers and Acquisitions*, s. 147.

To, czy zmiana struktury kapitału rzeczywiście osłabia firmę cel, w dłuższym czasie zależy od wpływu tej zmiany na wartość spółki celu (*shareholder value*). Akcjonariusze osiągną korzyści, ponieważ otrzymają dywidendę lub otrzymają zapłatę w ramach wykupywania przez spółkę swoich akcji. Ponadto, zwiększenie obsługi dodatkowego zadłużenia umożliwi ukrycie znacznej wartości zysków spółki podlegających opodatkowaniu. W ten sposób kombinacja tych czynników może spowodować, że bieżące zyski akcjonariuszy będą większe w wyniku zastosowania tej strategii obrony, niż w wyniku wrogiego przejęcia firmy.

Alternatywą do zaciągnięcia większego długu może być wyemitowanie przez spółkę cel dodatkowych akcji. W ten sposób wrogi oferent będzie miał większe trudności z uzyskaniem pakietu kontrolnego. Wzrost liczby akcji na rynku spowoduje obniżenie zysku na jedną akcję i zredukuje cenę akcji celu<sup>64</sup>.

#### 6. PLANY WYKUPIENIA AKCJI WŁASNYCH AKCJI (SHARE REPURCHASE OR BUYBACK PLANS)

W sensie ogólnym plany wykupienia własnych akcji mogą być użyte w celu:

- przekazania gotówki akcjonariuszom, co jest pewną nadwyżką w stosunku do wymagań,
- wykupienia niepożądanego akcjonariusza,
- dostosowania struktury kapitału do bardziej odpowiedniego poziomu działalności,
- podniesienia ceny akcji, gdy te z jakichś powodów okresowo spadły.

Wykupienie akcji jest dobrowolną umową między spółką i akcjonariuszem. Oznacza to, że jeśli akcjonariusz chce zachować swoje akcje, to może to zrobić<sup>65</sup>.

Plany wykupienia własnych akcji lub *buyback plans* mogą być także użyte jako taktyka obrony przed przejęciem<sup>66</sup>. W tym przypadku są one przygotowywane w celu zredukowania liczby akcji, które mogą być kupione przez potencjalnego nabywcę lub przez pośredników (*arbitrageurs*), którzy

---

<sup>64</sup> Por. tamże.

<sup>65</sup> Por. P. Atrill, *Financial management for decision makers*, Edinburgh: Pearson Education Limited 2006, s. 377.

<sup>66</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 198.

następnie odsprzedają je najważniejszemu oferentowi (*the highest bidder*). Jeśli firma wykupuje swoje akcje, to jednocześnie zmniejsza liczbę akcji, które mogą być kupione przez wrogię oferenta. W związku z tym, aby wrogię przejęcie zostało zrealizowane, wrogi oferent musi zaoferować wyższą cenę (premię) za pozostałe (nie wykupione jeszcze przez firmę) akcje. Ta wyższa cena, którą trzeba zapłacić, może zniechęcić niektórych potencjalnych oferentów<sup>67</sup>.

Odmianą taktyki wykupienia własnych akcji, mającą na celu pokonanie nieproszonego oferenta lub przynajmniej osiągnięcie wyższej ceny jest *self-tender*<sup>68</sup>. Taktyka ta polega na wykupywaniu akcji po cenie wyższej niż rynkowa od określonych akcjonariuszy, ale nie na wolnym rynku. Dzięki temu można tę transakcję zrealizować szybciej i nie wpływa ona na cenę rynkową. Firmy także często wykupują swoje własne akcje od akcjonariuszy posiadających niewielką ich ilość, aby ograniczyć koszty ich obsługi. Firmy mogą także odkupywać akcje od specjalnej grupy akcjonariuszy lub od niewielkiej liczby dużych akcjonariuszy. Transakcja taka może być także określana mianem *buy back plan*<sup>69</sup>.

Cena oferowana w ramach *self-tender* może być czasami wyższa, niż cena oferowana przez wrogię oferenta, ale w większości przypadków jest taka sama. Przy założeniu, że inne czynniki pozostają takie same, akcjonariusze będą popierać urzędujący zarząd<sup>70</sup>.

Taktyka wykupienia własnych akcji (*self-tender*) może jednak w praktyce doprowadzić do niepożądanych konsekwencji. Jeśli spółka zredukuje liczbę swoich akcji będących w obiegu, to wrogi kupujący może łatwiej uzyskać kontrolę, ponieważ trzeba zakupić mniej akcji, aby osiągnąć 51% akcji z prawem głosu. Ponadto *self-tenders* mogą w rzeczywistości przyciągnąć potencjalnego oferenta, jeżeli są one postrzegane jako informacja o dobrej płynności spółki<sup>71</sup>.

---

<sup>67</sup> Por. DePamphilis, *Mergers, Acquisitions*, s. 147-148.

<sup>68</sup> Por. Foster Reed, Reed Lajoux, *The art of M&A*, s. 23.

<sup>69</sup> [www.dictionary.com](http://www.dictionary.com)

<sup>70</sup> Por. *The Blackwell Encyclopedic Dictionary of Strategic Management*, s. 23.

<sup>71</sup> Por. DePamphilis, *Mergers, Acquisitions*, s. 148.

## 7. RESTRUKTURYZACJA KORPORACJI (CORPORATE RESTRUCTURING)

W sensie ogólnym restrukturyzacja spółki może oznaczać istotną zmianę długów, produkcji lub struktury spółki. Ten typ działań jest podejmowany zwykle, gdy pojawia się istotny problem w spółce, który powoduje pewną formę finansowych kłopotów i stanowi zagrożenie dla całego przedsiębiorstwa. Pojawia się nadzieja, że dzięki restrukturyzacji spółka może wyeliminować finansowe zagrożenia i poprawić swoje wyniki<sup>72</sup>.

Według Petera Hunta, transakcje restrukturyzacyjne, w odróżnieniu od fuzji i przejęć, obejmują: Spin-Offs, Split-Offs, Equity Carve-Outs, odkupienie akcji i rekapitalizację<sup>73</sup>.

Jeśli restrukturyzacja jest stosowana jako taktyka obrony, to może ona obejmować: 1) prywatyzację spółki, 2) sprzedaż atrakcyjnych aktywów, 3) dokonanie dużego zakupu (obronnego) lub nawet 4) likwidację spółki<sup>74</sup>. Może być ona wykorzystana zarówno jako aktywna, ale także pasywna technika obrony<sup>75</sup>.

Prywatyzacja polega zazwyczaj na zakupie przez zarząd większościowego pakietu akcji firmy. Może to być korzystne dla akcjonariuszy, którzy otrzymają premię za swoje akcje, i dla zarządu, który zachowa kontrolę<sup>76</sup>. Aby uniknąć procesu sądowego, cena płacona za akcje musi reprezentować istotną premię w stosunku do bieżącej ceny rynkowej. Spółka przejęta przez zarząd nie może być już obiektem wrogiego przejęcia<sup>77</sup>.

Cel może uczynić sam siebie mniej atrakcyjnym poprzez sprzedaż elementów majątku, które są atrakcyjne dla wrogiego oferenta<sup>78</sup>. Akcjonariusze są raczej przeciwko takim transakcjom i w przeszłości w USA często pozywali spółki do sądu, aby im przeciwdziałać<sup>79</sup>. W rezultacie sprzedaży wrogi kupiec może wycofać swoją ofertę<sup>80</sup>. Sprzedająca firma otrzymuje zapłatę w gotówce lub w

---

<sup>72</sup> Por. [www.dictionary.com](http://www.dictionary.com)

<sup>73</sup> Por. H u n t, *Structuring mergers & acquisitions*, s. 6.

<sup>74</sup> Por. D e P a m p h i l i s, *Mergers, Acquisitions*, s. 148.

<sup>75</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 201.

<sup>76</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 202.

<sup>77</sup> Por. D e P a m p h i l i s, *Mergers, Acquisitions*, s. 148.

<sup>78</sup> Tamże.

<sup>79</sup> Por. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions*, s. 202.

<sup>80</sup> Tamże.

papierach wartościowych<sup>81</sup>. Gotówka uzyskana z takiej sprzedaży może być wykorzystana do finansowania innych strategii obrony, takich jak wykupywanie własnych akcji lub wypłacenie akcjonariuszom specjalnej dywidendy.

Spółka cel może także dokonać tak zwanego zakupu „obronnego” (*defensive acquisition*), aby zmniejszyć posiadaną nadwyżkę gotówki i aby tym samym zmniejszyć swoją bieżącą zdolność kredytową. Spółka może się także zaangażować w strategię defensywnych zakupów, poprzez zakup małych firm działających w tej samej branży. Poprzez zakup tych firm spółka zabezpiecza się przed wrogą ofertą przejęcia, ponieważ staje się ona większą spółką i przejęcie jej może spowodować powstanie monopolu w branży generalnie zabronionego przez prawo antymonopolowe<sup>82</sup>.

Likwidacja reprezentuje najbardziej drastyczną taktykę obrony. Firma może wybrać likwidację spółki, zapłacić zaległe zobowiązania wierzycielom i rozdyponować pozostałą kwotę między akcjonariuszy jako dywidendę z likwidacji. Takie postępowanie ma sens jedynie wtedy, gdy dywidenda z likwidacji przewyższy kwotę, jaką akcjonariusze otrzymaliby od wrogiego oferenta<sup>83</sup>.

## 8. SPÓR SĄDOWY (LITIGATION)

Spór sądowy związany z przejęciem, często wynika z przepisów antytrustowych, domniemanego naruszenia federalnych przepisów dotyczących papierów wartościowych, nieodpowiedniego ujawniania informacji przez oferenta, tak jak jest to wymagane w USA przez Williams Act, i domniemanego nieuczciwego zachowania (*fraudulent behavior*).

Williams Act został uchwalony jako prawo federalne w USA w roku 1968<sup>84</sup>. Określa on przepisy regulujące sferę *acquisitions and tender offer*. W latach sześćdziesiątych wiele przejęć spółek następowało bez ich ogłaszania. Powodowało to trudności dla menedżerów i akcjonariuszy, którzy byli zmuszani do

---

<sup>81</sup> Por. tamże, s. 365.

<sup>82</sup> [www.dictionary.com](http://www.dictionary.com); por. J.M. Bartos, *United States securities law: a practical guide*, New York: Kluwer Law International 2006, s. 206.

<sup>83</sup> Por. DePamphilis, *Mergers, Acquisitions*, s. 148.

<sup>84</sup> Por. Gaghan, *Mergers, Acquisitions*, s. 55-78.

podejmowania ważnych decyzji w bardzo krótkim czasie i bez przygotowania. Williams Act został uchwalony w celu ochrony inwestorów przed takimi wydarzeniami. W myśl tego prawa, oferent musi przedstawić wszystkie szczegóły swojej oferty przejęcia (*tender offer*) w swoich dokumentach przekazywanych do SEC (Securities Exchange Commission) i do spółki celu. Dokumenty te muszą określać: przyczyny nabycia, liczbę posiadanych akcji, źródła gotówki użytej do zakupu, plany dotyczące spółki po jej przejęciu itd. Są tu także określone warunki czasowe podające minimalny czas, w jakim oferta musi być podana do publicznej wiadomości, i liczbę dni po złożeniu oferty, w ciągu których akcjonariusze mają prawo zmienić swoje postanowienia<sup>85</sup>.

Spółki cele często próbują uzyskać nakaz sądowy czasowo wstrzymujący próbę przejęcia do momentu, aż sąd zadecyduje, czy zarzuty stawiane przez cele wobec oferentów są bezpodstawne. Poprzez zatrzymanie procesu zakupów przez oferenta coraz większej ilości akcji firma cel zyskuje czas na przygotowanie dodatkowych strategii obrony. Według DePamphilisa, spory sądowe pojawiają się w około jednej trzeciej przypadków prób przejęcia<sup>86</sup>.

Należy jednak pamiętać, że spór sądowy może być także użyty przez wrogię oferenta do wsparcia jego wysiłków nabycia spółki. Może on przykładowo złożyć skargę, że rada dyrektorów spółki celu naruszyła jej obowiązki wobec akcjonariuszy. Może to mieć miejsce w wielu przypadkach, np. w kontekście określonych strategii obrony stworzonych w celu odrzucenia wrogiej oferty<sup>87</sup>.

## 9. „JUST SAY NO” DEFENSE

Rada celu może próbować zyskać na czasie w obliczu próby wrogię przejęcia po prostu poprzez odmowę przychylenia się do żądań oferenta.

Aczkolwiek odmowa nie może być arbitralna (bezpodstawna). Rada nie może odmówić wycofania określonych strategii obrony lub odrzucić ofertę bez możliwości spełnienia dwóch warunków. Według pierwszego warunku rada musi udowodnić, że ma ona uzasadnione podstawy, aby uważać, iż oferta jest nieodpo-

---

<sup>85</sup> Por. także: [www.dictionary.com](http://www.dictionary.com)

<sup>86</sup> De P a m p h i l i s, *Mergers, Acquisitions*, s. 148-149.

<sup>87</sup> Por. H u n t, *Structuring Mergers & Acquisitions*, s. 603.

wiednia i zagraża aktualnej strategii spółki. Drugi warunek wymaga, aby działania podjęte w celu obrony przed próbą wrogiego przejęcia były w odpowiedniej proporcji do rozmiarów zagrożenia. Innymi słowy, rada celu nie może przygotować obrony, która byłaby nieadekwatna do zagrożenia. Takie scenariusze prawdopodobnie zachęciłyby akcjonariuszy do sporów sądowych. Generalnie rzecz biorąc, „Just Say No” Defense rozpadnie się w rezultacie nacisków akcjonariuszy, jeżeli cena oferowana przez kupującego jest wystarczająco atrakcyjna<sup>88</sup>.

Strategia ta została wykorzystana po raz pierwszy w roku 1989, kiedy to Paramount Communications złożył ofertę przejęcia Time-Life Company. Sytuacja była następująca: Time-Life zawarło umowę z Warner Communications dotyczącą przyjaznego połączenia tych dwóch spółek. W miesiąc po ogłoszeniu zamiaru przyjaznego połączenia Paramount ogłosił zamiar wrogiego przejęcia spółki Time-Life, oferując cenę w gotówce za akcję znacznie wyższą od ceny rynkowej. Wcześniej nie było przypadku, by ktoś mógł po prostu zignorować tak korzystną ofertę. Ponieważ jednak Time-Life był w okresie negocjacji z Warner, zaproponował sędziemu sądu Delaware, aby pozwolono mu dokończyć wcześniej rozpoczętą transakcję. Sąd przychylił się do prośby Time-Life i jednocześnie nie zezwolił na ofertę zaproponowaną przez Paramount Communications<sup>89</sup>.

\*

Jak wynika z przedstawionego przeglądu, istnieje dość dużo tak zwanych aktywnych taktyk obrony przed wrogimi przejęciami. Ich popularność w Polsce jest obecnie stosunkowo niewielka, jednak biorąc pod uwagę coraz liczniejsze i niekiedy spektakularne przypadki wrogich przejęć, można się spodziewać, że spółki coraz częściej będą sięgały do stosowania różnych taktyk obrony. Oczywiście duże znaczenie mają tu uwarunkowania prawne, ponieważ w Stanach Zjednoczonych, skąd zaczerpnięto podane tu przykłady taktyk obronnych, przepisy prawa regulujące zagadnienia wrogich przejęć i taktyk obrony są znacznie bardziej rozbudowane niż w Polsce. Tym niemniej, jeżeli polskie przepisy prawa dopuszczają stosowanie rozwiązań, które zostały tu opisane, to można rozważyć w każdym konkretnym przypadku ich zastosowanie także w naszym kraju.

<sup>88</sup> DePamphilis, *Mergers, Acquisitions*, s. 149.

<sup>89</sup> Por. K. M. Moore, *Risk Arbitrage an Investor's Guide*, Wiley Frontiers in Finance 1999, s. 109.

## BIBLIOGRAFIA

- 100 Richest People in the World: Illustrated history of their life and wealth, Mobile Reference, 2007.
- Bartos James M.: United States securities law: a practical guide, New York: Kluwer Law International 2006.
- Bruner Robert F.: Applied mergers and acquisitions, Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. 2004.
- DePamphilis Donald: Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities, Amsterdam: Academic Press 2003.
- Foster Reed Stanley, Reed Lajoux Alexandra: The art of M&A: a merger acquisition buyout guide, New York: McGraw-Hill 1999.
- Gaughan Patrick A.: Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructuring, New York: John Wiley & Sons, Inc. 1996.
- Goetzala Jeannette: The Art of Hostile Takeover Defense. The Roadmap to Fighting Corporate Raiders, Hamburg: Igel Verlag 2010.
- Greenmail: Target Stock Repurchases and the Management-Entrenchment Hypothesis, „Harvard Law Review” 98(1985), z. 5.
- Hunt Peter A.: Structuring Mergers & Acquisitions: A Guide to Creating Shareholder Value, Aspen: Wolters Kluwer Law & Business 2004.
- Kinder Peter D., Lydenberg Steven D., Domini Amy L.: Investing for good: making money while being socially responsible, New York: HarperCollins Publishers, Inc. 1993.
- Lipton Martin, Steinberg Erica H.: Takeovers & Freezeouts, „Law Journal Press” 2003, vol. 1, s. 1-74, 17.
- Manry David, Kevin Nathan: Greenmail premia, board composition and management shareholdings, „Journal of Corporate Finance” 5(1999), s. 369-382.
- Monks Robert A.G., Minow Nell: Corporate governance, Chichester: John Wiley & Sons Ltd. 2008.
- Moore Keith M.: Risk Arbitrage an Investor’s Guide, Wiley Frontiers in Finance 1999.
- Pac-Man Defense, red. Lambert M. Surhone, Mariam T. Tennoe, Susan F. Henssonow, VDM Saarbrücken: Verlag Dr Mueller AG & Co, Kg, 2010.
- Sherman Andrew J., Hart Milledge A.: Mergers and Acquisitions from A to Z, New York: AMACOM Books, Saranac Lake 2005.
- The Blackwell Encyclopedic Dictionary of Strategic Management, red. Derek F. Channon, Malden: Blackwell Publishers 1999.
- Weston J. Fred, Weaver Samuel C.: Mergers & Acquisitions, New York: The McGraw-Hill Companies 2001.
- The Mergers & acquisitions Handbook, red. Milton L. Rock, Robert H. Rock, Martin J. Sikora, New York: McGraw-Hill, Inc. 1994.



## ACTIVE DEFENCE STRATEGIES AGAINST HOSTILE TAKEOVERS

## Summary

The article presents a survey of active defence strategies against hostile takeovers, i.e. strategies employed when the bid has been made. The survey only relies on the English-language literature of the subject, owing to the fact that most of the solutions in question originated in the United States of America. In Poland, these strategies still wait for recognition. However, as the rate of hostile takeovers on the Polish market grows, one can expect an increased interest in the relevant defensive strategies. It must also be emphasised that the implementation of a given anti-takeover measure can be subject to respective legal regulations.

*Translated by Konrad Klimkowski*

**Słowa kluczowe:** aktywne taktyki obrony, wrogie przejęcia, oferta zakupu

**Key words:** active defence strategies, hostile takeovers, purchase offer