

**Bogdan Nogalski**

Uniwersytet Gdański

**Marek Szymański**

Wyższa Szkoła Administracji i Biznesu im. Eugeniusza Kwiatkowskiego w Gdyni

---

**MIĘDZY SCYLLĄ AGRESJI I CHARYBDĄ OBRONY.  
WROGIE PRZEJĘCIA JAKO SYTUACJE KRYZYSOWE**

---

**Streszczenie:** Praktyczne podejście do dopuszczalności obrony przed wrogim przejęciem powinno uwzględniać ocenę poszczególnych działań, ich motywów i sytuacji, w jakiej zostały podjęte. Wydaje się, że twarde reguły określające ogólne zasady działania kierownictwa w sytuacji zagrożenia wrogim przejęciem byłyby niepożądane. Nawet ustalenie precyzyjnych parametrów zachowań kierownictwa spółki przejmowanej w określonej sytuacji może rodzić poważne wątpliwości<sup>1</sup>.

**Słowa kluczowe:** agresja, obrona, wrogie przejęcie, akcjonariusze, interesariusze.

## 1. Wstęp

Przejęcia spółek kapitałowych realizowane przy sprzeciwie władz zaatakowanego podmiotu odbierane są nierzadko jako sytuacje kryzysowe – często są nieprzewidywalne, zagrażają organizacji i pozostawiają niewiele czasu na reakcję. Emocje, jakie wzbudzają podobne zdarzenia, nie ułatwiają odpowiedzi na kluczowe pytania: Czy zagrożenie przejęciem jest rzeczywistym kryzysem? Czy i jakimi metodami kierownictwo spółki powinno go rozwiązać?

Amerykańska *the great takeover debate* trwająca od lat osiemdziesiątych ubiegłego wieku skoncentrowała się właśnie na ocenie wrogich przejęć i dopuszczalności obrony przed takimi działaniami. Jej dorobek – choć wyrosły na odmiennym niż

---

<sup>1</sup> Jak zauważyli F.H. Easterbrook i D.R. Fishel (zwolennicy całkowitej pasywności w obliczu wrogiego przejęcia!): „Nasz postulat całkowitej pasywności kierownictwa nie oznacza, że kierownictwo musi iść spać, kiedy podejrzewa bliskie wezwanie do sprzedaży akcji. Wymóg ospałości kierownictwa może pozbawić przedsiębiorstwo wartościowych możliwości biznesowych i może stanowić sposób na utrudnienie przedsiębiorstwom działalności konkurencyjnej. Mimo to wiele uzasadnionych decyzji biznesowych może uczynić spółkę mniej atrakcyjną dla oferenta, a zatem być uznanymi za obronę. Jednakże jest też możliwe, że wiele decyzji biznesowych rzekomo podjętych w celu wychwycenia cennych okazji, w rzeczywistości jest podejmowanych w celu pokonania oferty. Rozróżnienie oporu od pasywności będzie łatwe w pewnych przypadkach i trudne w innych” [Easterbrook, Fishel 1994, s. 1201-1202].

polski gruncie prawnym i kulturowym – może być interesujący dla teoretyków i praktyków zarządzania strategicznego oraz *corporate governance* w Polsce. Właściwe wyważenie interesów stron zainteresowanych w rezultatach wrogich przejęć powinno, z jednej strony, umożliwić zmiany kontroli przedsiębiorstw, z drugiej zaś – nie ograniczać nadmiernie swobody działań zarządów spółek publicznych. Wydaje się, że regulacje sformułowane w tzw. XIII Dyrektywie [Dyrektywa 2004/25/WE...] i wprowadzającej je na terenie Polski Ustawie o ofercie publicznych i spółkach [Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. ...] miały na celu właśnie takie zrównoważenie pozycji zainteresowanych podmiotów. Wprawdzie można mieć zastrzeżenia co do szczegółów (np. dlaczego nie reguluje innych technik przejmowania spółek poza publicznym wezwaniem? oraz – na gruncie polskim – dlaczego kluczowe progi udziału w głosach zostały określone na poziomie 33% i 66% ogólnej liczby głosów?), ale można uznać, że stanowią one próbę pozytywnego rozwiązania problemów wrogich przejęć.

Niniejszy artykuł przedstawia zarys debaty, jaka rozgorzała na temat wrogich przejęć i zakresu uprawnień obronnych podejmowanych przez kierownictwa spółek przejmowanych, jaka od trzech dekad trwa w Stanach Zjednoczonych. Dyskusja ta może mieć istotne znaczenie dla podejmowania przez zarządy spółek i inwestorów racjonalnych decyzji rozwojowych, których skutki muszą być odnoszone do perspektywy strategicznej.

## 2. Wrogie obozy

Część prawników, ekonomistów i praktyków gospodarczych widzi we wrogich przejęciach zagrożenie dla spółek, ich pracowników, dostawców, odbiorców i społeczności lokalnych, podczas gdy inni bardziej nieufnie patrzą na działania obronne podejmowane przez same spółki. Ci pierwsi nie dostrzegają trwałych korzyści z wrogich przejęć i chętnie doprowadziliby do ich delegalizacji [Trevor 1989, s. 27]; ci drudzy widzą w nich sposób poprawy efektywności przedsiębiorstw, a przynajmniej „straszak” [Bebchuk 1999, s. 719] na niekompetentne i aroganckie kierownictwo, i „wznoszą toast” za zdrowie najeźdźców [Vedder 1989, s. 3-15]. Ci pierwsi przyznaliby kierownictwom spółek zagrożonych prawo do stosowania rozmaitych posunięć obronnych utrudniających zmianę struktury własnościowej; ci drudzy z większą łatwością akceptują zmiany własnościowe i trudniej jest im przyznać kierownictwu szerokie uprawnienia do obrony przed przejęciem. Ci pierwsi uważają, że obrona przynosi korzyści; ci drudzy – że korzyści wynikają z samych przejęć. Ci pierwsi ostrzegają przed kryzysem organizacji wywołanym przejęciem; ci drudzy – przed kryzysem wywołanym nadużywaniem przez kierownictwo uprawnień do obrony.

Powyższy podział doprowadził do wykrystalizowania dwóch skrajnie przeciwnych hipotez naukowych dotyczących podejmowanych działań obronnych: hipotezy interesu akcjonariuszy (*the stockholder interests hypothesis*) i hipotezy ukorzenienia kierownictwa (*the managerial entrenchment hypothesis*).

**Hipoteza interesu akcjonariuszy** zakłada, że możliwa jest obrona przed niechcianym przejęciem, której beneficjentami będą akcjonariusze. Według tego punktu widzenia kierownictwo spółki może podjąć kroki obronne, nie sprzeniewierzając się swym obowiązkom, i umożliwić akcjonariuszom uzyskanie większego zwrotu z inwestycji niż wynikający z oferty „najeźdźcy”. W związku z tym właściwe jest umożliwienie kierownictwu takich właśnie działań.

**Hipoteza utrwalenia** (ewentualnie **ukorzenia**) **kierownictwa** zakłada, że wszelkie działania obronne w większym stopniu zabezpieczają samo kierownictwo przedsiębiorstwa przed zwolnieniem i utratą wpływu, niż zwiększają bogactwo akcjonariuszy. Podjęcie kroków obronnych powoduje, że mechanizm rynku kontroli korporacyjnej przestaje spełniać swoje funkcje i pomimo nieudolności kierownictwa może się ono „ukorzyć”, stosując rozmaite sposoby zapobiegania przejęciom. W rezultacie stosowania tych metod zachowany zostaje menedżerski system kontroli, akcjonariusze zaś zostają odcięci od dobrodziejstw wynikających z funkcjonowania rynku kontroli korporacyjnej<sup>2</sup>.

Zwolennicy umożliwienia działań obronnych kierownictwu przejmowanej spółki uzasadniają często swe stanowisko, wychodząc poza bezpośredni interes akcjonariuszy spółki przejmowanej. L.A. Bebchuk wyodrębnił cztery różne perspektywy normatywne stosowane dla uzasadnienia działań obronnych [Bebchuk 2002, s. 16-17]. Oprócz interesu **akcjonariuszy spółki przejmowanej**, którzy traktowani są jako pryncypał kierownictwa spółki, wymienia także **akcjonariuszy długoterminowych spółki przejmowanej**, **akcjonariuszy obu spółek zaangażowanych w proces przejęcia** i w końcu **interesariuszy spółki przejmowanej**. Trzy ostatnie perspektywy zdają się wychodzić poza hipotezę interesu akcjonariuszy *sensu stricto*, ale mimo to można sprowadzić je do hipotezy interesu akcjonariuszy.

### 3. Linie frontu

Zarówno hipoteza interesu akcjonariuszy, jak i hipoteza ukorzenia kierownictwa, w kontekście wrogich przejęć doprowadzone do skrajnych postaci, mogą sprawiać wrażenie dość zabawne. Jednak w celu łatwiejszego zrozumienia argumentów przemawiających za przyznaniu kierownictwu spółki – celu (spółki przejmowanej) mniejszej lub większej roli w procesie wrogiego przejęcia, wyraźne oznaczenie różnic między zwolennikami obu hipotez wydaje się konieczne<sup>3</sup>. Poniżej przedstawiono główne linie podziałów.

<sup>2</sup> Znakomicie podejście takie ilustruje porównanie użyte przez jednego z legendarnych amerykańskich „rekinów” – Carla Icanha: „Kierownictwa [spółek publicznych] potrzebują wstrząsu – tak są straszliwe... Zdzierają pieniądze z chłopów [czyli akcjonariuszy], a później zatrudniają najemników [czyli prawników], aby zabezpieczyć swe zamki, głównie poprzez zastraszenie chłopów. My zatem atakujemy te zamki” (cyt. za [Shubik 1988, s. 31]).

<sup>3</sup> T.A. Paredes także dostrzega dwa przeciwstawne oboze, choć w obozie „shareholder choice” (czyli zwolenników hipotezy utrwalenia kierownictwa) dostrzega dwa nurty: skrajny – reprezentowany przez Easterbrooka i Fishela – i bardziej umiarkowany Gilsona i Bebchuka (zob. [Paredes 2003]).

- **Podobieństwo do roli kierownictwa w innych działaniach na rynku kontroli korporacyjnej** [Gilson 1998, s. 848-852; Bebchuk 2002, s. 22-24]. Zwolennicy umożliwienia przeciwdziałania przez kierownictwo wrogim przejęciom uważają, że skoro kierownictwo odgrywa ważną rolę w sprzedaży aktywów oraz przygotowaniu fuzji między przedsiębiorstwami, to może także podobną rolę odgrywać w sytuacji zagrożenia wrogim przejęciem. Zwolennicy hipotezy utrwalenia kierownictwa zaznaczają jednak, że problem nie tkwi w typie transakcji, ale w możliwym działaniu kierownictwa w złej wierze. Ryzyko takiego działania wzrasta, gdy interesy kierownictwa i właścicieli się rozchodzą, a sytuacja zagrożenia przejęciem jest potencjalnie znacznie bardziej konfliktogenna niż np. w zakupie aktywów. Jeżeli działanie kierownictwa w złej wierze będzie miało miejsce w trakcie negocjacji w sprawie fuzji i doprowadzi do upadku idei połączenia, to niedoszłemu partnerowi zawsze pozostanie możliwość zwrócenia się bezpośrednio do akcjonariuszy z propozycją odkupienia akcji. Zagrożenie związane z publicznym wezwaniem do sprzedaży akcji będzie zatem stanowić zawór bezpieczeństwa przed działaniem kierownictwa spółki wbrew interesowi akcjonariuszy; zawór ten będzie zaś tym efektywniejszy, im mniejsze możliwości przeciwdziałania wrogiej ofercie będzie miało kierownictwo potencjalnego celu. Zdaniem zwolenników hipotezy utrwalenia kierownictwa przeciwdziałanie przejęciu może być równoznaczne z zatknięciem owego zaworu bezpieczeństwa.
- **Brak związku między efektywnością przedsiębiorstwa i zagrożeniem wrogim przejęciem** [Gilson 1998, s. 852-855; Easterbrook, Fishel 1994, s. 1182-1188]. Zwolennicy hipotezy interesu akcjonariuszy argumentują, że nie zawsze przejęcie oznacza zastąpienie nieefektywnego kierownictwa ekipą sprawniejszą [Adams, Brock 1989, s. 34] i nie zawsze przejęcie wiąże się ze wzrostem bogactwa akcjonariuszy i innych podmiotów związanych z działalnością przejmowanej spółki. Z tego punktu widzenia wrogie przejęcie może być utożsamiane z próbą okazynego przejęcia aktywów, które nie będzie miało pozytywnych efektów ani dla spółki, ani dla gospodarki czy społeczeństwa. Zwolennicy hipotezy ukorzenienia kierownictwa przytaczają wyniki badań nad zyskownością przedsiębiorstw przejmowanych, wskazujące, że generalnie są one mniej efektywne niż pozostałe spółki w branży. Wskazują także, iż większa wartość przedsiębiorstwa przejmowanego dla oferenta (w porównaniu z wyceną rynkową „niezależnej” jednostki) może mieć związek nie tylko z ewentualną zmianą kierownictwa na bardziej efektywne [Mørck, Shleifer, Vishny 1987, s. 17; Mørck, Shleifer, Vishny 1989, s. 846-847; Schwert 2000, s. 262]. Dodatkowo zauważają, że transakcja zakupu spółki z premią cenową może być nieefektywna nie z punktu widzenia akcjonariuszy spółki przejmowanej, ale raczej z punktu widzenia akcjonariuszy nabywcy; przeciwdziałanie transakcji przez kierownictwo spółki przejmowanej byłoby wówczas akcją całkowicie niezrozumiałą – byłoby działaniem chroniącym właścicieli **innego** podmiotu.

- **Premiowanie spekulantów** [Gilson 1998, s. 855-856; Bebchuk 2002, s. 47]. Umożliwienie kierownictwu obrony spółki w sytuacji wrogiego przejęcia miało by – w opinii zwolenników hipotezy interesu akcjonariuszy – zmniejszyć prawdopodobieństwo uzyskiwania wysokich premii przez spekulantów (*arbitrageurs*), którzy wyszukują spółki mogące być celem przejęć i skupują ich akcje, które następnie sprzedają z wysoką premią „najeźdźcy”. Zgodnie z tym podejściem największe profity z istnienia wrogich przejęć czerpią właśnie spekulanci, a nie długoterminowi inwestorzy; to interesy tych ostatnich zaś powinny mieć większą wagę. Przeciwnicy tej argumentacji dowodzą, że operacja arbitrażu przynosi także pewne dochody „długoterminowym” inwestorom, którzy sprzedają swe akcje spekulantom, ci ostatni zaś ponoszą ryzyko w przypadku, gdy operacja przejęcia się nie powiedzie [Easterbrook, Fishel 1981, s. 1744]. Jak dodatkowo zauważają, badania empiryczne wskazują, że odrzucenie przejęcia powoduje straty obu klas akcjonariuszy.
- **„Kierownictwo wie lepiej”** [Gilson 1998, s. 856-859; Bebchuk 2002, s. 26-34]. Zgodnie z argumentacją zwolenników hipotezy interesu akcjonariuszy kierownictwo w lepszy sposób jest w stanie określić rzeczywistą wartość spółki niż sami akcjonariusze. Ma to oczywisty związek z dostępnością informacji na temat rynku i gospodarki spółki oraz możliwą nieefektywną wyceną spółki (poniżej wartości fundamentalnej). Zwolennicy hipotezy utrwalenia kierownictwa argumentują, że mimo tego potrzebny jest mechanizm sprawdzający czystość intencji kierownictwa<sup>4</sup>. Dodatkowo – jeśli można mniemać, że kierownictwo jest znakomicie zorientowane w gospodarce spółki i rynku, na którym ona działa – wciąż otwarty pozostaje problem oceny innych możliwości inwestycyjnych. O ile zatem uznamy, że wielce prawdopodobne jest to, że za kilka lat spółka obroniona będzie warta więcej niż wynosi jej wycena przez oferenta (nawet po uwzględnieniu odpowiedniego dyskonta), o tyle trudno mieć podobną pewność co do wyceny przez kierownictwo innych spółek; akcjonariusze zatem mogą znaleźć jeszcze lepsze możliwości inwestycyjne.
- **Akcjonariusze mogą podjąć złą decyzję** [Gilson 1998, s. 859-862]. Zwolennicy hipotezy interesu akcjonariuszy argumentują, że zatomizowani akcjonariusze mogą podjąć decyzje optymalne z punktu widzenia każdego z nich osobno, ale niekorzystne dla nich jako ogółu. Wynika to z istnienia zagrożenia przejęcia kontroli (ale bez całkowitej własności) nad przedsiębiorstwem przez oferenta na warunkach „godziwych” dla akcjonariuszy, którzy zdecydują się zbyć akcje w pierwszym terminie, i późniejszego „wyciśnięcia” pozostałych akcjonariuszy. W rezultacie wezwania do sprzedaży akcji akcjonariusze mogą być zatem postawieni w sytuacji zbliżonej do „dylematu więźnia” z silną presją na sprzedaż akcji [Bebchuk 1988, s. 371-397]. Za pomocą odpowiednich technik obronnych kie-

---

<sup>4</sup> L. Bebchuk [2002, s. 29] proponuje zakup akcji z prywatnych funduszy kierownictwa z deklaracją ich utrzymania przez określony czas.

rownictwo może uchronić pojedynczych akcjonariuszy przed podjęciem decyzji niekorzystnych dla ich ogółu. Zwolennicy hipotezy utrwalenia kierownictwa zwracają uwagę, że cena nieskupionych w wezwaniu akcji z reguły nie spada poniżej ceny określonej w wezwaniu, a poza tym obroną akcjonariuszy mniejszościowych przed „wyciśnięciem” zajmują się inne podmioty niż kierownictwo spółki. Interesujący mechanizm zabezpieczający przez „wypaczoną” w ten sposób decyzją akcjonariuszy zaproponował L.A. Bebchuk, który pisze: „odpowiadając na wezwanie do sprzedaży akcji, akcjonariusze mogliby – oprócz prostej decyzji, czy zbyć akcje w wezwaniu – określić także, czy zbyliby je, gdyby wezwanie okazało się skuteczne. Taka warunkowa zgoda byłaby równoznaczna z pozytywnym ustosunkowaniem się do oferty, ale jedynie wówczas, gdy odpowiednio liczna grupa akcjonariuszy wyraziłaby zgodę bezwarunkową. Wówczas decyzja w warunkach wezwania przyjmowałaby postać zbliżoną do głosowania na walnym zgromadzeniu”<sup>5</sup>.

- **Odpowiedzialność społeczna spółki** [Shleifer, Summers 1987; Gilson 1998, s. 862-865; Easterbrook, Fishel 1994, s. 1190-1192; Bebchuk 2002, s. 49-55] **i skoncentrowanie na celach krótkookresowych**<sup>6</sup>. Zgodnie z argumentacją zwolenników hipotezy interesu akcjonariuszy odpowiedzialność społeczna spółki przejawiająca się w tworzeniu sprzyjającego klimatu wokół przedsiębiorstwa pozwala na maksymalizowanie długookresowych wyników gospodarczych, choć wymaga poświęcenia efektów krótkookresowych. Zmiana podmiotu sprawującego kontrolę może doprowadzić do erozji tego klimatu, co będzie niekorzystne z punktu widzenia długookresowych interesów spółki. Dodatkowo efektem przejścia (szczególnie przez przedsiębiorstwo zagraniczne) mogą być zwolnienia pracowników, zmiana źródeł zaopatrzenia, sposobów dystrybucji itp., co niekorzystnie wpłynie także na otoczenie spółki<sup>7</sup>. Zwolennicy opozycyjnej hipotezy wskazują, że rozróżnienie między marnowaniem środków na altruistyczne działania i „maksymalizacją długookresowych zysków” jest zamglone

<sup>5</sup> Zob. [Bebchuk 2002, s. 8-9]. Autor koncepcji zauważa, że zaproponowany przez niego mechanizm lepiej chroniłby akcjonariuszy mniejszościowych przed „wyciśnięciem” niż ustawowe zapewnienie porównywalnych warunków w późniejszym wezwaniu, gdyż różnica kilku miesięcy pomiędzy pierwotną ofertą i późniejszym skupieniem reszty akcji oznacza dla akcjonariuszy zbywających akcje później cenę *de facto* niższą (z powodu dyskonta).

<sup>6</sup> Zob. [Bebchuk 2002, s. 38-41]. Bebchuk odróżnia odpowiedzialność społeczną (perspektywa stakeholders) od skoncentrowania na celach krótkoterminowych. Gilson w publikacji *A Structural Approach...* traktuje budowanie trwałych więzi ze stakeholders jako sposób na osiąganie długookresowych celów spółki.

<sup>7</sup> Por. [Lipton, Rowe 2002, s. 24-25]. Zaproponowany przez M. Liptona projekt regulacji pozwala na podjęcie przez kierownictwo decyzji m.in. na podstawie przewidywanych efektów dla grup interesów innych niż akcjonariusze. Wpływ wrogich przejęć (a także szerzej: samego zagrożenia wrogimi przejęciami oraz innych działań na rynku kontroli korporacyjnej) na stakeholders spółki (głównie pracowników) przejmowanej jest istotnym tematem badań. Zob. [Holly 1989, s. 59-68; Gokhale, Groshen, Neumark 1995, s. 470-485; Rosset 1989; Neumark, Sharpe 1992].



oraz że zależność między zagrożeniem przejęciem i „krótkowzrocznością” jest w praktyce niezauważalna<sup>8</sup>, a zyskowność długookresowych projektów może być równie dobrze ujemna; w istocie jeśli długookresowe plany są potrzebne spółce i podniosą jej wartość, to zostaną zrealizowane przez dowolną ekipę [Easterbrook, Fishel 1981, s. 1743]. Dodatkowo zaznaczają, że przeciwstawianie społecznej odpowiedzialności starego kierownictwa rzekomemu jej brakowi u kierownictwa przejmującego stery w wyniku przejęcia jest całkowicie nieuzasadnione i może wskazywać na istnienie uprzedzeń wobec nowej ekipy. Wskazują także, że kierownictwo nie może być lepszym agentem stakeholders niż jest agentem akcjonariuszy oraz że interes akcjonariuszy może być pretekstem do dowolnych działań kierownictwa i w kontekście przejęć może być „zasłona dymną” dla zabezpieczenia prywatnych interesów kierownictwa.

- **Obrona zwiększa wartość przedsiębiorstwa** [Easterbrook, Fishel 1994, s. 1188-1190]. Zwolennicy hipotezy interesu akcjonariuszy zwracają uwagę na wzrost wartości akcji w wyniku podjęcia przez kierownictwo działań obronnych bez względu na motywy ich podjęcia. Wzrost wartości tych akcji nie dotyczy jedynie przejęć skutecznych, czyli takich, w których opór spowodował polepszenie warunków oferty, ale także takich, w których obrona udaremniła przejęcie. Ich oponenci utrzymują, że źródła wzrostu wartości spółek, które się skutecznie obroniły, nie są dokładnie zidentyfikowane i mogą wynikać z oczekiwań rynku dotyczących następnej próby przejęcia lub z poprawy jakości zarządzania będącej wynikiem „przestraszenia” kierownictwa, albo w końcu z wielu prostych czynników ekonomicznych [Easterbrook, Fishel 1981, s. 1741-1742]. Dodatkowo wskazują, że podobne efekty przyniosłby opór „zorganizowany” przez samych akcjonariuszy, gdyby zapewnić im możliwość podjęcia niewypaczonej decyzji [Bebchuk 2002, s. 35]. Zauważa się także, że mandat do stosowania działań obronnych wystawiony kierownictwu bywa w praktyce nieodwoływalny i może być wykorzystany nie do osiągnięcia wyższej premii, ale do prywatnych korzyści menedżerów [Bebchuk 2002, s. 36-37; Bebchuk 1999, s. 720].
- **Przeciwdziałanie łamaniu prawa** [Easterbrook, Fishel 1994, s. 1192-1194]. W opinii zwolenników hipotezy interesu akcjonariuszy kierownictwo powinno przeciwdziałać ewentualnemu łamaniu przez oferenta przepisów antymonopolowych lub prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Zwolennicy hipotezy ukorzenienia kierownictwa wskazują, że domniemany obowiązek obrony prawa ma nikłe podstawy i zauważają, że nie ma racjonalnego uzasadnienia do wydawania środków spółki (koszty związane z postępowaniem prawnym)

---

<sup>8</sup> Niektóre badania wykazały wręcz, że wydatki na badania i rozwój w przedsiębiorstwach „zabezpieczonych” przed przejęciem spadły (por. [Meulbroek i in. 1990, s. 1108-1117]), zaś przedsiębiorstwa zaangażowane w fuzje i przejęcia miały z grubsza takie same wskaźniki wydatków na badania i rozwój do sprzedaży, jak reprezentowane przez nie branże [Hall 1987], a niekiedy dodatkowe zabezpieczenia powodowały relatywny spadek długoterminowych inwestycji [Mahoney, Sundaramurthy, Mahoney 1997, s. 349-365].

w celu uchronienia innego podmiotu przed łamaniem prawa i ewentualnymi karami wynikającymi z tego faktu. Pewne uzasadnienie dopuszczają jedynie w przypadku oferty, w której akcjonariusze spółki w zamian za jej akcje otrzymaliby akcje oferenta; wówczas kara nałożona na spółkę przejmującą dotknęłaby byłych akcjonariuszy spółki przejętej.

- **Działanie w interesie ogółu akcjonariuszy przedsiębiorstw zaangażowanych** [Bebchuk 2002, s. 47-49]. Uzasadnienie dla takiego celu działania kierownictwa przedsiębiorstwa przejmowanego w kontekście hipotezy interesu akcjonariuszy jest sensowne, jeśli przyjmie się, że większość właścicieli akcji utrzymuje zdywersyfikowane portfele, nie jest więc wykluczone, że działając w interesie ogółu akcjonariuszy, kierownictwo działa w interesie własnych pryncypałów. Zwolennicy hipotezy interesu akcjonariuszy wskazują, że wzrost ceny akcji spółki przejmowanej nierzadko idzie w parze ze spadkiem notowań spółki przejmującej, łączny zaś efekt tych zmian może być negatywny<sup>9</sup>. Przeciwnicy obrony spółek przed przejęciem wskazują, że – nie wglębiając się w strukturę portfela inwestycyjnego – wzrost premii w wyniku obrony jest raczej neutralny dla ogółu akcjonariuszy. Natomiast jeśli w wyniku obrony do przejęcia nie dojdzie, można uznać, że opór uniemożliwił przeprowadzenie przejęcia, które było pożądane przez kierownictwo przedsiębiorstwa przejmującego, choć może zabezpieczyć akcjonariuszy nabywcy przed skłonnością kierownictwa ich spółki do budowy imperium (co może przynieść właściwe efekty dla bogactwa akcjonariuszy „agresora”). Jednakże uzasadnienie obrony na gruncie całkowitego interesu akcjonariuszy wymaga odpowiedzi na pytanie: czy przejęcia i fuzje służą przedsiębiorstwom, czy tworzą jakąkolwiek dodatkową wartość? Wyniki badań wskazują, że jednoznaczna odpowiedź na to pytanie nie jest możliwa i zależy od wielu czynników [Lewandowski 1998, s. 110-113; Knap 2001, s. 141-159; Kwiecień 2001, s. 51-55].

#### 4. Zakończenie

Choć oba „obozy” wydają się diametralnie odmiennie podchodzić do roli kierownictwa spółki przejmowanej w procesie wrogich przejęć, to zdają się zgadzać co do tego, że kierownictwo to ma w nim do odegrania ważną rolę. Jej zakres jest wprawdzie odmienny w obu ujęciach, ale przynajmniej jeden z jego możliwych elementów składowych nie budzi kontrowersji. Ten element to zapewnienie akcjonariuszom rzetelnych informacji na temat zarówno stanu przedsiębiorstwa spółki przejmowa-

---

<sup>9</sup> Por. [Jovanovic, Braguinski 2002]. Spadek ogólnej wartości przedsiębiorstw zaangażowanych w przejęcia wynikał z relatywnie niewielkiej liczby przypadków, w których przedsiębiorstwo przejmujące notowało wyraźny spadek wartości. Przypadki te obejmowały przedsiębiorstwa o ponadprzeciętnych rozmiarach, co spowodowało dostrzegalną erozję średniej ważonej wartości przedsiębiorstw przejmujących [Moeller, Schlingemann, Stulz 2003].



nej, jak i oferenta (szczególnie gdy oferta dotyczy nabycia akcji w zamian za akcje oferenta)<sup>10</sup>. Jak zauważa R.J.A. Gilson, „im więcej dostępnych jest informacji dotyczących spółki, tym (...) lepsza decyzja akcjonariuszy” [Gilson 1998, s. 866]. Można jednak podejrzewać, że ocena działań obronnych polegających na wstrzymaniu się przed publikacją niekorzystnych prognoz dotyczących np. zysku w kończącym się roku dokonana przez zwolenników obu hipotez byłaby już odmienna.

## Literatura

- Adams W., Brock J. W., *Merger-Mania: An Empirical Critique* [w:] D. McKee (ed.) *Hostile Takeovers: Issues in Public and Corporate Policy*, Praeger Publishers, New York 1989.
- Bebchuk L.A., *The case against board veto in corporate takeovers*, NBER Working Paper no. 9078, July 2002.
- Bebchuk L.A., *The case for facilitating competing tender offers*, „Harvard Law Review” 1995, no. 95.
- Bebchuk L.A., *The case for facilitating competing tender offers: a replay and extension*, „Stanford Law Review” 1995, no. 35.
- Bebchuk L.A., *The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy*, [w:] J.C. Coffee, L. Lowenstein, S. Rose-Ackerman (eds.), *Knights, Raiders, and Targets*, Oxford University Press, New York, Oxford 1988.
- Bebchuk L.A., *Why firms adopt antitakeover arrangements*, „University of Pennsylvania Law Review” 1999, no. 153.
- Dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia.
- Easterbrook F.H., Fishel D.R., *Takeover bids, defensive tactics, and shareholder's welfare*, „The Business Lawyer” vol. 36, no. 4, July 1981.
- Easterbrook F.H., Fishel D.R., *Auctions and sunk costs in tender offers*, „Stanford Law Review” 1998, no. 35.
- Easterbrook F.H., Fishel D.R., *The proper role of a target's management in responding to tender offer*, „Harvard Law Review” 1994, no. 35.
- Gilson R.J.A., *A structural approach to corporations: The case against defensive tactics in tender offers*, „Stanford Law Review” 1998, no. 33.
- Gilson R.J., *Seeking competitive bids versus pure passivity in tender offer defense*, „Stanford Law Review” 1995, no. 35.
- Gokhale J., Groshen E.L., Neumark D., *Do hostile takeovers reduce extramarginal wage payments?*, „The Review of Economics and Statistics”, vol. 77, no. 3, August 1995.

---

<sup>10</sup> Brakuje już jednak zgody co do uprawnień kierownictwa do poszukiwania innego nabywcy, który „podbiłby” cenę. Dla niektórych zwolenników hipotezy ukorzenia kierownictwa (Easterbrook i Fishel) działanie takie mogłoby powodować mniejsze zainteresowanie potencjalnych nabywców podejmowaniem próby przejęcia **w ogóle** (w porównaniu z sytuacją, w której takiej możliwości nie ma) i jako takie jest niekorzystne; inni (Gilson, Bebchuk) podejrzewają, że takie upoważnienie przyniosłoby korzyści dla akcjonariuszy spółki przejmowanej i nie spowodowałoby zmian w strukturze rynku kontroli korporacyjnej w porównaniu z sytuacją całkowitej pasywności kierownictwa w sytuacji próby przejęcia. Szersza dyskusja na ten temat: [Easterbrook, Fishel 1998, s. 1-21, Bebchuk 1995, s. 1028-1056; Bebchuk 1995, s. 23-50, Gilson 1995, s. 51-67].

- Hall B.H., *The effect of takeover activity on corporate research and development*, NBER Working Paper nr 2191, March 1987.
- Holly B.P., *Corporate Takeovers and Regional Economic Development: An Ohio Perspective*, [w:] D. McKee (ed.), *Hostile Takeovers: Issues in Public and Corporate Policy*, Praeger Publishers, New York 1989.
- Jovanovic B., Braguinski S., *Bidder discounts and target premia in takeovers*, NBER Working Paper no. 9009, June 2002.
- Knap E., *Strategia korporacji polegająca na przejmowaniu przedsiębiorstw*, [w:] J. Duraj, *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Uniwersytet Łódzki, Łódź 2001.
- Kwiecień T., *Wpływ przejęć przedsiębiorstw na wartość rynkową firm*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2001, nr I.
- Lipton M., Rowe P.K., *Pills, Polls and Professors: A Replay to Professor Gilson*, „Delaware Journal of Corporate Law” 2002, vol. 27.
- Lewandowski M., *Czy fuzje i przejęcia służą przedsiębiorstwom?* „Rynek Kapitałowy” 1998, nr XI.
- Mahoney J.M., Sundaramurthy Ch., Mahoney J.T., *The Effects of Corporate Antitakeover Provisions on Long-term Investment: Empirical Evidence*, “Managerial and Decision Economics” 1997, vol. 18.
- Meulbroek L.K., Mitchell M.L., Mulherin J.H., Netter J.M., Poulsen A.B., *Shark repellents and managerial myopia: An empirical test*, “The Journal of Political Economy” vol. 98, no. 5, part 1, October 1990.
- Moeller S.B., Schlingemann F.P., Stulz R.M., *wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave*, NBER Working Paper nr 10020, December 2003.
- Mørck R., Shleifer A., Vishny R.W., *Alternative mechanisms for corporate control*, „The American Economic Review”, vol. 79, no. 4, September 1989.
- Mørck R., Shleifer A., Vishny R.W., *Characteristic of friendly and hostile takeover targets*, NBER Working Paper no. 2295, June 1987.
- Neumark D., Sharpe S.A., *Hostile takeovers and expropriations of extramarginal wages: a test*, NBER Working Paper nr 4101, June 1992.
- Paredes T.A., *The firm and the nature of control: Toward a theory of takeover law*, Washington U. School of Law Working Paper 2003, no. 03.
- Rosset J., *Do union wealth concessions explain takeover premiums? The evidence on contract wages*, NBER Working Paper no. 3187, November 1989.
- Schwert G.W., *Hostility in takeovers: In the eyes of the beholder?*, „The Journal of Finance” vol. LV, no. 6, December 2000.
- Shleifer A., Summers L.H., *Breach of trust in hostile takeover*, NBER Working Paper no. 2342, August 1987.
- Shubik M., *Corporate Control, Efficient Markets, and The Public Good*, [w:] J.C. Coffee, L. Lowenstein, S. Rose-Ackerman (ed.) *Knights, Raiders, and Targets*, Oxford University Press, New York, Oxford 1988.
- Trevor L.B., *Hostile Takeovers: A U.S. Falkland Islands Where the Argentines Always Win*, [w:] D. McKee (ed.) *Hostile Takeovers: Issues in Public and Corporate Policy*, Praeger Publishers, New York 1989.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (DzU nr 184, poz. 1539).
- Vedder R.K., *Three cheers for the corporate raider*, [w:] D. McKee (ed.), *Hostile Takeovers: Issues in Public and Corporate Policy*, Praeger Publishers, New York 1989.

## **BETWEEN THE SCYLLA OF AGGRESSION AND THE CHARYBDIS OF DEFENSE. HOSTILE TAKEOVERS AS CRISIS SITUATIONS**

**Summary:** Hostile takeovers arouse controversies. So-called *managerialists camp* sees hostile actions against public companies as threats for companies themselves and their stakeholders. Another view is represented by *shareholders choice camp*. In this view hostile takeovers are the simple way to replace ineffective managements. Both camps wrestle using several normative perspectives and several arguments. This article summarizes the debate between them.