

## Rozdział 8

### Bank inwestycyjny na rynku fuzji i przejęć

Arkadiusz Orzechowski

#### 8.1. Definicja i przesłanki transakcji fuzji i przejęć

W literaturze przedmiotu<sup>1</sup> można wyróżnić dwa rodzaje definicji fuzji i przejęć. Pierwsza z nich zwraca uwagę na cel operacji związanych z łączeniem lub nabywaniem przedsiębiorstw, druga natomiast podkreśla aspekt techniczny dokonywanych transakcji.

Do pierwszej kategorii należy zaliczyć definicję zaproponowaną m.in. przez M. McGratha<sup>2</sup>, zgodnie z którą fuzje i przejęcia to działania zmierzające do „przewodniczenia” firmie powstałej na skutek połączenia dwóch lub więcej spółek lub nabycia jednej z nich wraz z towarzyszącymi zmianami o charakterze majątkowym.

Podobną definicję fuzji i przejęć formułuje M.E.S. Frankel<sup>3</sup>. Zgodnie z jego opinią pod pojęciem tym należy rozumieć wszelkiego rodzaju transakcje zmierzające zarówno do przejęcia kontroli nad aktywami jednostki, jak i do ustanowienia przywództwa strategicznego w nowo powstałej instytucji.

Autorami drugiego rodzaju definicji są m.in. B. Coyle<sup>4</sup> oraz A.J. Sherman i M.A. Hart<sup>5</sup>. Według nich fuzje i przejęcia sprowadzają się do połączenia całości lub części operacji wykonywanych przez odrębne osoby prawne.

---

<sup>1</sup> Zob.: B. Coyle, *Mergers and Acquisitions*, Fitzroy Dearborn Publishers, Chicago 2000; M.E.S. Frankel, *Mergers and Acquisitions Basics: The Key Steps of Acquisitions, Divestitures and Investments*, John Wiley & Sons, New Jersey 2005; M. McGrath, *Practical M&A Execution and Integration*, John Wiley & Sons, Chichester 2011; A.J. Sherman, M.A. Hart, *Mergers and Acquisitions From A to Z*, Amacom, New York 2011.

<sup>2</sup> M. McGrath, *Practical M&A...*, op.cit., s. 5.

<sup>3</sup> M.E.S. Frankel, *Mergers and Acquisitions Basics...*, op.cit., s. 1.

<sup>4</sup> B. Coyle, *Mergers and Acquisitions...*, op.cit., s. 2.

<sup>5</sup> A.J. Sherman, M.A. Hart, *Mergers and Acquisitions...*, op.cit., s. 2.

Pomimo że fuzje i przejęcia bardzo często traktowane są jako synonimy, to warto zwrócić uwagę, że w rzeczywistości znaczenie każdego z tych pojęć jest nieco inne. Jak zauważa bowiem B. Snow<sup>6</sup>, fuzje przedsiębiorstw należy utożsamiać z połączeniem dwóch lub więcej podmiotów gospodarczych o podobnej wielkości w jedną całość (*merger of equals*), przy założeniu, że rola każdego z nich w nowo powstałej jednostce jest ściśle określona. Od strony technicznej działania z tym związane powodują, że firmy stanowiące podstawę konstrukcji nowej spółki przestają istnieć, a w ich miejsce pojawia się nowy podmiot gospodarczy. Przykładem tego typu transakcji może być np. połączenie koncernów samochodowych Daimler-Benz i Chrysler.

Przejęcia natomiast sprowadzają się do kupna organizacji w całości, jej wydzielonej części, poszczególnych linii produkcyjnych lub wybranych aktywów przez konkurentów z branży lub spoza niej. Podstawową motywacją nabywających w takich sytuacjach jest najczęściej zdobycie dostępu do technologii i uzyskanie tym sposobem przewagi nad pozostałymi uczestnikami danego segmentu rynkowego.

Według S. Moellera i C. Brady'ego<sup>7</sup>, biorąc pod uwagę przedmiot działalności przedsiębiorstw, fuzje i przejęcia można podzielić na trzy kategorie:

- fuzje i wykupy poziome (horyzontalne) – dotyczą firm wytwarzających produkty o podobnych właściwościach (często substytuty) lub świadczących zbliżone do siebie usługi. Cechą charakterystyczną związanych z tym transakcji jest to, że menedżerowie obu podmiotów uczestniczących w procesie łączenia lub przejmowania spółek są specjalistami z tej samej branży. Powoduje to, że podniesienie efektywności nowo powstałej organizacji, wynikające ze znajomości m.in. odbiorców, dostawców oraz procesu wytwórczego, następuje szybko. Do najczęściej formułowanych skutków analizowanej kategorii M&A (*mergers and acquisitions*) należy zaliczyć koncentrację oraz zwiększenie udziału w rynku nowo utworzonej jednostki. Stwarza to z jednej strony szansę na obniżkę kosztów wskutek wykorzystania efektu skali, z drugiej zaś rodzi zagrożenie związane z nadmierną monopolizacją rynku;
- fuzje i wykupy pionowe (wertykalne) – dotyczą przedsiębiorstw zajmujących się różnymi etapami powstawania dobra lub świadczenia usługi. W tym przypadku brak jest najczęściej dokładnej znajomości kooperantów partnera transakcji M&A, co z reguły nie pozostaje bez wpływu na efektywność nowo utworzonej korporacji. Biorąc pod uwagę sekwencje

---

<sup>6</sup> B. Snow, *Mergers and Acquisitions for Dummies*, John Wiley & Sons, New York 2011, s. 11–12.

<sup>7</sup> S. Moeller, C. Brady, *Intelligent M&A: Navigating the Mergers and Acquisitions Minefield*, John Wiley & Sons, Chichester 2007, s. 2–3.

działań podejmowanych w celu otrzymania produktu finalnego, fuzje i wykupy pionowe można utożsamiać z ekspansją:

- a) wstecz (*backward merger*), gdy do połączenia dochodzi z dostawcą towarów potrzebnych do prowadzenia działalności gospodarczej,
- b) wprzód (*forward merger*), gdy kontrola uzyskiwana jest nad odbiorcą znajdującym się wyżej w łańcuchu dostaw.

Podstawowym motywem przeprowadzania pionowych M&A jest zapewnienie nadzoru nad poszczególnymi fazami procesu wytwórczego, prowadzące do zwiększenia bezpieczeństwa dokonywanych operacji. Przykładami tego typu transakcji może być np. fuzja Time Warner z AOL oraz przejęcie rosyjskiego TNK przez koncern naftowy British Petroleum;

- fuzje i wykupy konglomeratowe – dotyczą spółek, które nie są ani bezpośrednimi konkurentami, ani nie są ze sobą powiązane transakcjami kupna-sprzedaży towarów. Sytuacja taka miała miejsce w przypadku nabycia producenta artykułów żywnościowych General Foods przez firmę tytoniową Philip Morris.

Podobną propozycję klasyfikacji fuzji i przejęć proponuje W. Frąckowiak<sup>8</sup>. Według niego poza fuzjami pionowymi, poziomymi i konglomeratowymi można dodatkowo wyróżnić fuzje i przejęcia koncentryczne, czyli takie, które mają na celu dywersyfikację prowadzonej działalności w tej samej lub pokrewnej branży. Działania z tym związane polegają najczęściej na przeprowadzeniu transakcji nabycia lub połączenia pomiędzy podmiotami sprzedającymi dobra czy usługi komplementarne względem siebie.

Analizując natomiast cel łączenia lub przejmowania przedsiębiorstw, fuzje i wykupy można podzielić na tzw.:

- *complementary M&As*, w przypadku których zasadniczą motywacją podmiotu inicjującego połączenie jest pozbycie się swoich słabych stron. Odbywa się to poprzez kupno nowych aktywów lub zdobycie potrzebnego know-how skutkujące usprawnieniem procesu produkcyjnego lub poszerzeniem zakresu świadczonych usług;
- *supplementary M&As*, które przeprowadzane są z zamiarem uzyskania dostępu do nowych rynków lub klientów poprzez przejęcie kontroli nad konkurentami z branży.

Jak zauważa L.M. Shelton<sup>9</sup>, *supplementary M&As* wykazują najczęściej cechy transakcji horyzontalnych, podczas gdy *complementary M&As* mają przeważnie charakter wertykalny.

<sup>8</sup> W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia*, PWE, Warszawa 2009.

<sup>9</sup> L.M. Shelton, *Strategic Business Fits and Corporate Acquisition: Empirical Evidence*, „Strategic Management Journal” Vol. 9, August 1985, s. 274–276.

W literaturze przedmiotu<sup>10</sup> różnie formułuje się przesłanki fuzji i wykupów. E.P. Halibozek i G.L. Kovacich<sup>11</sup> wychodzą z założenia, że istnieją dwie główne przyczyny, dla których przedsiębiorstwa łączą się lub dokonują przejęć. Pierwszą z nich jest poprawa własnej pozycji finansowej w krótkim lub/i długim okresie, drugą natomiast stanowią korzyści strategiczne.

Dużo więcej motywów zawierania transakcji M&A wymienia D.M. DePhamphilis<sup>12</sup>. Według niego do najważniejszych powodów przejmowania lub łączenia spółek należy zaliczyć:

- synergii rozumianą jako wartość dodaną dla akcjonariuszy równą nadwyżce wyceny nowo powstałej organizacji nad sumą kapitalizacji poszczególnych jednostek. Jeżeli tego typu determinanta ma charakter operacyjny, to źródeł korzyści należy doszukiwać się w efekcie skali polegającym na:
  - a) obniżeniu jednostkowych kosztów stałych na skutek zwiększenia ilości wytwarzanych dóbr (*economies of scale*),
  - b) obniżeniu kosztów jednostkowych całkowitych na skutek poszerzenia asortymentu produkcji (*economies of scope*).

W przypadku synergii finansowej korzyści dla właścicieli wynikają natomiast ze spadku kosztu kapitału:

- dywersyfikację definiowaną jako alokację posiadanych zasobów pomiędzy wiele alternatywnych zastosowań, często niemających związku z działalnością dotychczas prowadzoną przez firmę. Głównym motywem działań z tym związanych jest możliwość:
  - a) wejścia na rynki pozwalające osiągnąć wyższą stopę zwrotu,
  - b) wytworzenia synergii finansowej;
- zmiany strategiczne, pod pojęciem których rozumie się działania dostosowujące funkcjonowanie podmiotu (np. poprzez dokonanie fuzji) do nowych uregulowań prawnych lub wymogów technologicznych;
- pychę menedżerów przejmujących spółki, która przy dużej ilości ofert kupna prowadzi do przeszacowania ceny rynkowej jednostki przejmowanej, co w konsekwencji wpływa na decyzje dotyczące finalizacji transakcji przez sprzedających;
- niedoszacowanie wartości aktywów niektórych przedsiębiorstw skutkujące tym, że bardziej opłaca się kupić istniejącą firmę, niż przeprowadzać dłu-

---

<sup>10</sup> Zob.: D.M. DePhamphilis, *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities*, Academic Press, London 2010, E.P. Halibozek, G.L. Kovacich, *Mergers and Acquisitions Security: Corporate Restructuring and Security*, Elsevier Butterworth-Heinemann, Burlington 2005, K.T. Liaw, *Business of Investment Banking: A Comprehensive Overview*, John Wiley & Sons, New York 2011.

<sup>11</sup> E.P. Halibozek, G.L. Kovacich, *Mergers and Acquisition*, op.cit., s. 16–17.

<sup>12</sup> D.M. DePhamphilis, *Mergers, Acquisitions...*, op.cit., s. 6–12.

gotowały proces związany z inwestycją typu *greenfield* w celu osiągnięcia zamierzonego celu strategicznego,

- rozbieżności dotyczące wyboru celów oraz metod ich osiągania, jakie występują pomiędzy zarządzającymi i właścicielami podmiotu (*agency problem*), powodujące obniżkę rynkowej ceny akcji, która sprzyja np. wykupowi menedżerskiemu;
- menedżeryzm rozumiany jako skłonność osób znajdujących się na stanowiskach kierowniczych do dokonywania wykupów innych spółek w celu powiększania swojej strefy wpływów i wzrostu wynagrodzenia (jeżeli zależy ono od wzrostu kapitalizacji firmy, którą kierują);
- względy podatkowe, które pozwalają zmniejszyć zobowiązania wobec budżetu państwa płacone w postaci podatku dochodowego poprzez odpisanie straty poniesionej przez firmę przejmowaną od zysku przedsiębiorstwa przejmującego;
- siłę rynkową (monopolową), która zwiększa się poprzez nabycie innych jednostek należących do tej samej branży co podmiot kupujący. W konsekwencji działań z tym związanych ceny wytwarzanych przez firmy dóbr są podnoszone powyżej poziomu równowagi na rynku doskonale konkurencyjnym, co zapewnia wzrost osiągniętych zysków;
- nieefektywny rynek kapitałowy, który stwarza okazję do przejmowania spółek niedoszacowanych w celu ich późniejszej sprzedaży i realizacji korzyści finansowych.

## 8.2. Rola banku inwestycyjnego w procesie przygotowywania transakcji fuzji i wykupów

Fuzje i przejęcia są działaniami o charakterze zindywidualizowanym. Jedną z głównych tego przyczyn jest konieczność dopasowania warunków połączenia lub wykupu do spersonalizowanych potrzeb właścicieli sprzedawanych lub kupowanych przedsiębiorstw. Spośród pozostałych czynników mogących powodować niepowtarzalność zawieranych umów na szczególną uwagę zasługują następujące cechy poszczególnych firm:

- skala dokonywanych operacji,
- specyfika prowadzonej działalności,
- sposób organizacji.

Z poglądem takim wydaje się zgadzać m.in. G. Iannotta<sup>13</sup>, według którego transakcje na rynku M&A rzadko są do siebie podobne. Nabycie małej spółki

---

<sup>13</sup> G. Iannotta, *Investment Banking: A Guide to Underwriting and Advisory Services*, Heidelberg 2010, s. 121.

pozostającej poza giełdą przez fundusz typu *private equity* znacząco różni się od wrogiego wykupu dużej korporacji, której akcje są przedmiotem publicznego obrotu. W konsekwencji proces przejmowania kontroli nad jednostką nie podlega jednemu schematowi.

Różnice w sposobach przeprowadzania fuzji i przejęć nie oznaczają jednak, że każda umowa w tym celu zawierana jest inna od pozostałych. Jak zauważa bowiem G. Iannotta<sup>14</sup>, istnieje kilka elementów wspólnych procesowi nabywania lub zbywania każdego przedsiębiorstwa. Wśród nich wyróżnić można:

- wybór banku inwestycyjnego,
- poszukiwanie partnera transakcji,
- złożenie oferty (pierwsza runda),
- złożenie oferty (druga runda),
- zawarcie transakcji.

W pierwszym etapie, tj. przed rozpoczęciem fuzji lub przejęcia, zarówno podmiot kupujący, jak i sprzedający dokonują wyboru banku inwestycyjnego. W tym celu menedżerowie poszczególnych firm spotykają się z przedstawicielami najczęściej kilku instytucji finansowych i przeprowadzają wstępną selekcję doradców w procesie połączenia lub wykupu. Czynności z tym związane określane są mianem konkursu piękności (*beauty contest*), gdyż usługodawcy często chwalać się dotychczasowymi osiągnięciami, starają się wykazać swoje doświadczenie, umiejętności i skuteczność, zapewniają o niezbędnej wiedzy o transakcji, którą chcą przeprowadzić etc. Tego typu informacje umieszczane są również w specjalnie przygotowanych opracowaniach (*pitch books*) mogących służyć jako baza porównań dla poszczególnych przedsiębiorstw.

Istotnym elementem prowadzonych rozmów i konsultacji są opłaty, jakie muszą uiścić spółki za świadczone usługi. Ustalenia formułowane w tym obszarze dotyczą zwykle wynagrodzenia przekazywanego zarówno z góry (*retainer fee*), jak i po osiągnięciu wcześniej wyznaczonych celów (*success fee*)<sup>15</sup>.

Drugi etap procesu M&A, sprowadzający się do poszukiwania partnera w procesie fuzji lub wykupu, zależy od tego, czy bank inwestycyjny reprezentuje interesy nabywającego, czy sprzedającego. W pierwszym przypadku przejmowana firma jest dokładnie znana, w drugim zaś określone jest tylko grono potencjalnych inwestorów (np. inwestorzy strategiczni, fundusze *private equity*). Warto zauważyć, że na znalezienie drugiej strony umowy istotny wpływ ma specyfika działalności oraz kapitalizacja jednostki<sup>16</sup>.

W sytuacji gdy spółka poszukuje podmiotu gotowego wejść w posiadanie jej akcji, rola instytucji finansowej sprowadza się do przedstawienia oferty

---

<sup>14</sup> Ibidem.

<sup>15</sup> K.T. Liaw, *Business of Investment...*, op.cit., s. 102–103.

<sup>16</sup> G. Iannotta, *Investment Banking...*, op.cit., s. 122.

(*teaser*) szerokiej grupie zainteresowanych (*broad auction*) albo odpowiednio wyselekcjonowanej jej części (*targeted auction*). Podejmowane działania poprzedza utworzenie przez doradcę specjalnego zespołu, którego zadaniem jest przeprowadzenie *due diligence* oraz dokonanie wstępnej wyceny sprzedawanej firmy. Bezpośrednim celem wykonywanych czynności jest określenie przedsiębiorstw, którym najbardziej zależy na zawarciu transakcji.

W trzeciej fazie procesu nabywania lub zbywania jednostki bank inwestycyjny przekazuje inwestorom, rozpatrującym możliwość wykupu lub połączenia, tajne memorandum (*confidential information memorandum*), które zawiera dokładną charakterystykę spółki–celu, tj. podstawowe wskaźniki ekonomiczne, zdolność do generowania gotówki, asortyment wytwarzanych dóbr, listę klientów i dostawców etc. Odbiór tego dokumentu uzależniony jest najczęściej od podpisania umowy zakazującej ujawniania i wykorzystywania otrzymanych informacji (*confidential agreement*).

Dostarczając dane potencjalnym nabywcom, pośrednicy zachęcają firmy lub działające w ich imieniu podmioty do pisemnego składania niezobowiązujących ofert kupna (*non-binding bids* lub *first round bids*), w których najważniejszą rolę odgrywają: cena (określona zwykle przedziałowo), sposób dokonania płatności (gotówka, wymiana akcji etc.), plany dotyczące załogi i kierownictwa oraz czas potrzebny do sfinalizowania transakcji. Warto przy tym zauważyć, że banki inwestycyjne czasami same podejmują działania zmierzające do zapewnienia nabywcom niezbędnych środków finansowych (*staple financing*)<sup>17</sup>.

W czwartej fazie procesu M&A usługodawcy, w porozumieniu ze swoimi klientami, wybierają najlepsze propozycje przeprowadzenia fuzji lub przejęcia (*second round bid*). Następnie dochodzi do szeregu spotkań menedżerów spółek, podczas których rozpatrywane są zalety i wady połączeń przedsiębiorstw oraz szanse i ryzyka związane ze wspólnym funkcjonowaniem. Etap ten kończy się podpisaniem ostatecznej propozycji kupna lub przeprowadzenia połączenia (*final bid letter*).

W piątej fazie procesu nabywania lub zbywania firmy dochodzi do zawarcia umowy pomiędzy obiema stronami transakcji. Potwierdzający to dokument jest zwykle sporządzany najpierw przez sprzedającego, później zaś podlega sprawdzeniu, ewentualnym korektom i akceptacji przez kupującego. Rola banku inwestycyjnego kończy się zwykle w momencie zaakceptowania przez członków zarządu porozumienia o dokonaniu fuzji (*definitive merger agreement*) lub wykupu (*definitive sale agreement*)<sup>18</sup>.

---

<sup>17</sup> K.T. Liaw, *Business of Investment...*, op.cit., s. 104–110.

<sup>18</sup> J. Rosenbaum, J. Pearl, *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts and Mergers & Acquisitions*, John Wiley & Sons, New Jersey 2009, s. 270–281.

### 8.3. Techniki obrony przed wrogim przejęciem

Do zmiany kontroli nad przedsiębiorstwem może dojść na skutek przejęcia przyjaznego (*friendly takeover*), polegającego na nabyciu innego podmiotu bez sprzeciwu poszczególnych członków jego zarządu, lub wrogiego (*hostile takeover*), sprowadzającego się do kupna jednostki wbrew woli jej aktualnych władz.

Cechą charakterystyczną pierwszej z wymienionych strategii jest dążenie kierownictwa oferenta do prowadzenia nieformalnego dialogu oraz dokonywania wszystkich ustaleń dotyczących przyszłości z managementem firmy stanowiącej przedmiot transakcji. Wzajemne postanowienia dotyczą najczęściej kwestii związanych z funkcjonowaniem organizacji po podpisaniu umowy o połączeniu lub wykupie. Są nimi zazwyczaj zamierzenia krótkoterminowe, plan działania w długim okresie i podział stanowisk.

Istotnym elementem wrogiego przejęcia pozostają natomiast czynności zmierzające do kupna przedsiębiorstwa – celu, które nie są akceptowane przez zarządzających albo odbywają się poza ich wiedzą, np. gdy propozycja nabycia akcji skierowana jest bezpośrednio do akcjonariuszy (*tender offer*).

Wykorzystanie drugiej strategii sprowadza się natomiast do złożenia oferty kupna udziałów jednostki najważniejszym osobom w firmie. Działaniom tym towarzyszy najczęściej wywieranie presji jednocześnie na tryb, formę oraz termin zawarcia umowy (*bear hug*).

Istnieją dwie teorie tłumaczące niechęć menedżerów do oddania władzy nad korporacją innemu podmiotowi. Zgodnie z pierwszą z nich głównym motywem działań obronnych podejmowanych przez spółki są obawy prezesów, wiceprezesów, poszczególnych dyrektorów etc. związane z utratą wpływów, znaczenia oraz posad (*management entrenchment theory*)<sup>19</sup>.

Druga teoria zakłada natomiast, że brak zgody na przeprowadzenie transakcji M&A wynika z przyjętej strategii kierownictwa firmy, która polega na dążeniu do wynegocjowania jak najwyższej ceny za ewentualny wykup (*shareholders' interest theory*)<sup>20</sup>.

Warto zauważyć, że przyjazne oraz wrogie przejęcia nie są jedynymi sposobami uzyskania kontroli nad przedsiębiorstwem. Jak zauważa bowiem M.D. DePhamphilis<sup>21</sup>, fuzje i połączenia mogą być dodatkowo rezultatem tzw. walki na pełnomocnictwa (*proxy contest*). Podejście to należy utożsamiać z takim postępowaniem właścicieli mniejszościowych znajdujących się w opozycji do

<sup>19</sup> R. Mrock, A. Shleifer, R.W. Vishny, *Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers*, [w:] A.J. Auerbach, *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press, Chicago 1988, s. 112.

<sup>20</sup> J. Franks, C. Mayer, *Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure*, „Journal of Financial Economics” Vol. 40, 1996, s. 163–181.

<sup>21</sup> M.D. DePhamphilis, *Mergers, Acquisitions...*, op.cit., s. 94.



dotychczasowego zarządu (*dissident shareholders*), które ma na celu pozyskanie praw do głosowania wystarczających do ustanowienia swoich reprezentantów w wybranych organach spółki i otrzymanie tym sposobem realnego wpływu na przyszłe działania podmiotu.

Strategie wykorzystywane do obrony przed niepożądanym wykupem można podzielić na dwie grupy. Do pierwszej z nich zalicza się czynności zniechęcające potencjalnego nabywcę do dokonywania transakcji przed momentem jej przeprowadzenia (*prebid defenses*). Środkiem najczęściej wykorzystywanym do osiągnięcia tak wyznaczonego celu jest podwyższenie kosztu całkowitego lub opóźnienie procesu M&A. W ramach tej kategorii wyróżnia się:

- zatrutą pigułkę (*poison pill*), czyli taktykę polegającą na przyznaniu dotychczasowym właścicielom praw do nabycia akcji zwykłych z dyskontem, gdy najeźdźca (*raider*) przekroczy określoną wartość udziału własnego w łącznym kapitale spółki. Zatruta pigułka może być określana mianem *flip-in* lub *flip-out* w zależności od tego, czy emitentem dodatkowych papierów wartościowych jest przedsiębiorstwo przejmowane, czy jednostka powstała po połączeniu;
- odstraszaczy rekina (*shark repellents*), czyli takie sformułowania zawarte np. w statucie firmy, które w znaczący sposób utrudniają jej wykup. Odpowiednie zapisy można podzielić na trzy grupy<sup>22</sup>, tj.:
  - a) te, które wzmacniają pozycję dotychczasowego kierownictwa, np.:
    - ustanowienie kadencji zarządu uniemożliwiającej natychmiastową wymianę wszystkich jego członków przez podmiot kupujący (*staggered board election*),
    - dopuszczenie możliwości zwiększania siły głosu poszczególnych udziałowców oraz podziału związanego z tym prawa (*cumulative voting rights*) pozwalające konstruować strategie utrudniające wprowadzenie do władz spółki nowych osób,
    - dokładne określenie okoliczności, w jakich mogą być usuwani ze stanowisk członkowie zarządu (*for-cause provisions*);
  - b) te, które ograniczają działania obecnych akcjonariuszy, np.:
    - utrudnienia w zwoływaniu nadzwyczajnych walnych zgromadzeń przez udziałowców, które zmniejszają ryzyko wrogiego przejęcia przedsiębiorstwa (*limitations on calling special meetings*),
    - ograniczenie możliwości wyboru osób należących do ścisłego kierownictwa firmy przez akcjonariuszy zobowiązujących się (np. poprzez podpisanie umowy) do wspierania działań właścicieli mniejszościowych znajdujących się w opozycji do dotychczasowych władz spółki (*limiting consent solicitation*),

---

<sup>22</sup> Niektóre z wymienionych strategii możliwe są do zastosowania tylko w wybranych stanach Ameryki Północnej.

- konieczność zgłaszania kandydatów na stanowiska członków zarządu z odpowiednim wyprzedzeniem czasowym, co pozwoli przedsiębiorstwu przygotować się do wrogiego przejęcia (*advance notice provisions*),
  - obowiązek aprobaty niektórych transakcji, np. fuzji lub przejęć, większością przekraczającą poziom np. 50% uprawnionych do głosowania, co utrudnia działania podejmowane przez najeźdźcę w celu zdobycia kontroli nad firmą (*supermajority rules*);
- c) inne, np.:
- zakaz odkupowania akcji własnych od podmiotów dokonujących wykupów mający na celu zniechęcenie innych spółek do podejmowania prób przeprowadzania wrogich przejęć (*antigreenmail provisions*),
  - konieczność zapłaty ceny godziwej rozumianej najczęściej jako historyczne maksimum wartości udziałowych papierów wartościowych danej firmy za kupno jej akcji od mniejszościowych udziałowców powodujące, że proces ten jest nieopłacalny dla najeźdźcy (*fair price provisions*),
  - zamiana akcji zwykłych na walory dające prawo do zredukowanej liczby głosów, ale uprzywilejowanych pod względem np. dywidendy, stwarzająca okazję do zwiększenia kontroli zarządu nad przedsiębiorstwem i tym samym utrudniająca wrogie przejęcie (*dual class recapitalization*),
  - umożliwienie nabycia podmiotu przez spółkę zarejestrowaną w państwie, w którym obowiązuje system prawny pozwalający na zastosowanie preferowanych technik obrony przed niepożądanym wykupem (*reincorporation*);

- złote parasole (*golden parachutes*), czyli odszkodowania, jakie muszą otrzymać dotychczasowi członkowie zarządu oraz inni pracownicy w sytuacji, gdy stracą swoje stanowiska na skutek wrogiego przejęcia. Dodatkowe płatności związane ze zwolnieniem kierownictwa firmy powodują, że przedsiębiorstwo – cel, staje się mniej atrakcyjnym kandydatem do nabycia.

Druga grupa działań zmierzających do obrony przed nieprzyjaznym wykupem dotyczy sytuacji, w których najeźdźca rozpoczął już proces M&A (*postbid defenses*). W takich przypadkach spośród strategii wykorzystywanych w celu zachowania kontroli nad spółką na szczególną uwagę zasługują:

- zielony szantaż (*greenmail*), czyli próba odkupienia od najeźdźcy całości lub części nabytych przez niego udziałów, której towarzyszy najczęściej zobowiązanie podmiotu atakującego do powstrzymywania się od zwiększania zaangażowania kapitałowego w przejmowanej jednostce (*standstill agreement*);

- biały rycerz (*white knight*), czyli taktyka polegająca na znalezieniu spółki, która zgadza się nabyć firmę będącą przedmiotem przejęcia na bardziej korzystnych warunkach, niż proponuje nieprzyjazny oferent. Wynagrodzeniem dla kontrahenta tego typu transakcji są zwykle opcje uprawniające do zakupu akcji z nowej emisji (lub poszczególnych składników majątkowych) przedsiębiorstwa – celu, po cenie niższej, niż wynosi ich wartość rynkowa (*lock-up*);
- zwiększenie ilości udziałowych papierów wartościowych przekazywanych w ramach planów pracowniczej własności (*employee stock ownership plans*), które skutkuje umocnieniem pozycji dotychczasowego zarządu i w konsekwencji utrudnia przeprowadzenie wykupu bez zgody władz podmiotu;
- operacja rekapitalizacji wspieranej długiem (*leveraged recapitalization*) sprowadzająca się do zaciągnięcia kredytu lub emisji obligacji i przeznaczenia pozyskanych tym sposobem środków na nabycie akcji własnych lub wypłatę dywidendy udziałowcom. Wykorzystanie tej strategii w pierwszym przypadku powoduje zwiększenie zobowiązań spółki, co ogranicza możliwość finansowania wrogiego przejęcia po jego przeprowadzeniu przez najeźdźcę, w drugim zaś – skutkuje pozyskaniem przychylności współwłaścicieli jednostki na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, co zmniejsza szanse zwycięstwa np. w walce na pełnomocnictwa;
- skup akcji własnych (*share buyback plan*), czyli pozyskanie na warunkach rynkowych walorów reprezentujących prawa majątkowe, którego celem jest zmniejszenie free floatu i wyeliminowanie inwestorów, którzy są najmniej lojalni w stosunku do emitenta. Bezpośrednimi konsekwencjami zastosowania takiej taktyki obrony przed działaniami podmiotu występującego z nieprzyjazną ofertą jest wzrost notowań giełdowych papierów wartościowych przedsiębiorstwa – celu, oraz podwyższenie premii za dokonanie transakcji. W rezultacie następuje zwiększenie kosztów wykupu firmy przez osoby lub instytucje zewnętrzne;
- restrukturyzacja spółki (*corporate restructuring*), czyli działania, do których zalicza się m.in.:
  - a) wykup udziałów jednostki przez osoby nią zarządzające,
  - b) sprzedaż aktywów szczególnie cennych dla najeźdźcy,
  - c) likwidacja spółki.

Głównymi motywami podejmowanych czynności są odpowiednio: zwyżka cen rynkowych instrumentów finansowych uprawniających do decydowania o wyborze członków zarządu, pozyskanie gotówki potrzebnej do nabycia akcji własnych oraz otrzymanie dywidendy likwidacyjnej (*liquidating dividend*). Zastosowanie tej strategii w każdym z przypadków powoduje, że jednostka staje się mniej atrakcyjna dla potencjalnego nabywcy;

- postępowania sądowe (*litigations*), czyli taktyka polegająca na pozywaniu przedsiębiorstw podejmujących próby wrogiego przejęcia w celu opóźnienia transakcji lub uniemożliwienia jej przeprowadzenia wbrew woli kierownictwa nabywanej firmy.

Banki inwestycyjne obsługujące fuzje i przejęcia mogą być partnerami zarówno podmiotów poszukujących inwestorów zewnętrznych, jak i jednostek dążących do nabycia innych spółek. Działania podejmowane przez instytucje operujące na rynku M&A obejmują najczęściej szeroką gamę usług związanych zarówno z przeprowadzaniem przyjaznych połączeń, jak i dokonywaniem wrogich wykupów. Powoduje to, że doradztwo po stronie klienta sprzedającego (*sell side advisory*) i po stronie kupującego (*buy side advisory*) stanowi istotne źródło dochodów tego typu pośredników finansowych.

## Bibliografia

- Coyle B., *Mergers and Acquisitions*, Fitzroy Dearborn Publishers, Chicago 2000.
- DePhamphilis D.M., *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities*, Academic Press, London 2010.
- Frankel M.E.S., *Mergers and Acquisitions Basics: The Key Steps of Acquisitions, Divestitures and Investments*, John Wiley & Sons, New Jersey 2005.
- Franks J., Mayer C., *Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure*, „Journal of Financial Economics” Vol. 40, 1996.
- Halibożek E.P., Kovacich G.L., *Mergers and Acquisitions Security: Corporate Restructuring and Security*, Elsevier Butterworth-Heinemann, Burlington 2005.
- Iannotta G., *Investment Banking: A Guide to Underwriting and Advisory Services*, Heidelberg 2010.
- Liaw K.T., *Business of Investment Banking: A Comprehensive Overview*, John Wiley & Sons, New York 2011.
- McGrath M., *Practical M&A Execution and Integration*, John Wiley & Sons, Chichester 2011.
- Moeller S., Brady C., *Intelligent M&A: Navigating the Mergers and Acquisitions Minefield*, John Wiley & Sons, Chichester 2007.
- Mrock R., Shleifer A., Vishny R.W., *Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers*, [w:] Auerbach A.J., *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press, Chicago 1988.
- Rosenbaum J., Pearl J., *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts and Mergers & Acquisitions*, John Wiley & Sons, New Jersey 2009.
- Shelton L.M., *Strategic Business Fits and Corporate Acquisition: Empirical Evidence*, „Strategic Management Journal” Vol. 9, August 1985.
- Sherman A.J., Hart M.A., *Mergers and Acquisitions From A to Z*, Amacom, New York 2011.
- Snow B., *Mergers and Acquisitions for Dummies*, John Wiley & Sons, New York 2011.