

ROZDZIAŁ 15

TRUJĄCE PIGUŁKI (*POISON PILLS*) JAKO NARZĘDZIA OBRONY SPÓŁKI PRZED WROGIM PRZEJĘCIEM

Łukasz Błoch^{1*}

Wprowadzenie

W latach 80-tych XX wieku mechanizmem, który przeciwdziałał nadużywaniu silnej pozycji przez menedżerów były wrogie przejęcia. W drodze wezwania można wyróżnić dwa sposoby przejęcia kontroli nad spółką publiczną. Jest to przejęcie wrogie oraz przejęcie przyjazne. W przypadku przejęcia przyjaznego, cała procedura jest uzgadniana wspólnie z kierownictwem przejmowanej spółki. Przejęcie wrogie odbywa się wbrew woli zarówno kierownictwa przejmowanej firmy jak i akcjonariuszy, którzy odgrywają w niej wiodącą rolę. W przypadku wrogiego przejęcia oferent nie porozumiewa się w tej sprawie z zarządem przejmowanego podmiotu, lecz kieruje swoją ofertą nabycia określonej ilości akcji bezpośrednio do akcjonariuszy spółki przejmowanej, niejednokrotnie nawet nie informując o tym jej władz. W przypadku podjęcia rozmów pomiędzy przedstawicielami strony przejmującej i przejmowanej istnieje możliwość dojścia do porozumienia, w wyniku którego, wrogie przejęcie zostanie przemianowane na przyjazne, jeśli nowe ustalenia odnośnie warunków na jakich nastąpi przejęcie zdobędą akceptację władz spółki przejmowanej. Należy podkreślić, że wrogie przejęcie jest kierowane nie przeciwko spółce, lecz raczej przeciwko jej aktualnemu zarządowi w przypadku, gdy oskarżany jest on o nieskuteczność².

Finansiści tacy, jak Carl Icahn, T. Boone Pickens, Victor Posner, Kirk Kerkorian czy Robert M. Bass są określanii mianem „corporate raiders”³ –

¹ * Mgr, Uniwersytet Łódzki

² A. Szymańczyk: *Przyczyny przejęć kapitałowych i prawne sposoby ich zapobieganiu*, „e-Finanse”, 1/2006, s. 1-2, <http://www.e-finanse.com/artykuly/31.pdf> [21.02.2010]

³ Corporate raider to osoba lub firma, która proponuje lub dokonuje wrogiego przejęcia, poprzez kupowanie udziałów bezpośrednio od akcjonariuszy. Jeśli firma składa ofertę akcjonariuszom

korporacyjnymi piratami. Szczególną aktywność przejawiali oni w latach 80-tych, przed upowszechnieniem się mechanizmów *poison pills*. Osoby takie specjalizują się we wrogich przejęciach, szczególnie tych firm, które posiadają duży potencjał, lecz ich menedżerowie nie potrafią go wykorzystać. Piraci korporacyjni najczęściej biorą na cel spółkę notowaną na giełdzie, skupując pokaźny pakiet akcji, który uprawnia ich do wprowadzenia swoich ludzi do jej władz. Po przejęciu kontroli nad spółką, zmuszają ją do działań, które mają podnieść na krótką metę jej wartość. Inicjatywami takimi są fuzja z inną spółką lub przeprowadzenie wykupu własnych akcji, dzięki czemu wzrastają ich notowania. W niektórych przypadkach celem piratów jest tylko część spółki, w postaci przykładowo jednego dobrze prosperującego zakładu, lub fabryki. Reszta spółki, mniej atrakcyjna finansowo jest częstokroć sprzedawana lub rozwiązywana przez likwidację. Bardzo istotny jest fakt, iż menedżerowie bardzo obawiają się działalności korporacyjnych piratów, ponieważ niemal zawsze stają się ich pierwszymi ofiarami. Kadra zarządzająca jest najczęściej wymieniana w spółce, która padła ofiarą wrogiego przejęcia. Corporate raiders zarabiają często nawet wówczas, gdy wrogie przejęcie nie dochodzi do skutku. Dzieje się tak, ponieważ czasami spółka godzi się zapłacić, *greenmail*⁴ za to, by „korporacyjny pirat” zostawił ją w spokoju⁵.

W latach 80-tych amerykańskim spółkom bardzo trudno było się przeciwstawić korporacyjnym piratom. Dopiero po decyzji sądu w Delaware, menedżerowie odzyskali kontrolę nad swoją przyszłością w spółkach. Najważniejszym atutem menedżerów okazały się *poison pills*⁶.

na zakup akcji spółki giełdowej, w przypadku gdy rada dyrektorów tej spółki nie wyrazi na to zgody lub zostanie zupełnie zignorowana, to firma taka jest określana mianem „korporacyjnego pirata”. <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Corporate+Raider> [21.02.2010]

⁴ Greenmail - jest to szantaż akcyjny, czyli praktyka, w której „korporacyjny pirat” kupuje kontrolny pakiet akcji, a następnie szantażuje daną firmę groźbą jej przejęcia, jeśli ta nie odkupi tych akcji po znacznie zawyżonej cenie. „Pirat” nie ma w rzeczywistości zamiaru nabycia spółki, ale chce zarobić na akcjach. Strategia ta jest stosowana także w przypadku, gdy nie powiedzie się wrogie przejęcie firmy, a „pirat” chce zarobić zmuszając spółkę do odkupienia od niego pakietu akcji. Ta czyni to, aby zlikwidować potencjalne zagrożenie przejęciem i wynikające stąd obawy menedżerów o swoją przyszłość. Niektóre spółki formułują anty-greenmailowe klauzule w statutach lub regulaminach, aby zapobiec możliwości ulegnięcia tego rodzaju szantażowi. <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/greenmail> [21.02.2010]

⁵ W. Gadomski: *Inwestorzy, gracze, piraci*, „Gazeta.pl Gospodarka”, 2007-10-12, <http://gospodarka.gazeta.pl/gospodarka/1,85710,4572454.html> [21.02.2010]

⁶ L. Costa: *Perfect pill – A small innovation that transformed corporate takeovers*, “Legal Affairs”, March|April 2005,

http://www.legalaffairs.org/issues/March-April-2005/toa_costa_marapr05.msp [21.02.2010]

Przyczyny powstania *poison pills*

Termin „trujące pigułki” (*poison pills*⁷) został utworzony w roku 1982 przez prawnika Martina Liptona. Lipton poszukiwał możliwości obrony The El Paso Company przed zagrożeniem wrogim przejęciem. Zagłębiając się w sprawozdania finansowe firmy zauważył, że spółka posiada prawo do emitowania uprzywilejowanych akcji bez potrzeby otrzymania zgody akcjonariuszy. Była to wczesna wersja „trującej pigułki”. Dzięki niej The El Paso Company negocjował swoją sprzedaż z wrogiem oferentem – firmą Burlington Northern z pozycji siły⁸.

Narzędzia obrony przed wrogiem przejęciem⁹ zwane „trującymi pigułkami” można określić jako jakiegokolwiek rodzaju zobowiązanie, które staje się wymagalne w momencie zajścia określonego wydarzenia. Istnieje wiele wariantów *poison pill*, lecz wszystkie posiadają ten sam cel, którym jest zniechęcenie oferenta do wrogiego przejęcia spółki.

Różnego typu mechanizmy w rodzaju *poison pill* są konstruowane, aby biernie odstraszać potencjalnych wrogich oferentów samą wizją możliwości aktywowania „pigulki”, zniechęcać ich ekonomicznie w czasie walki o przejęcie lub by oddziaływać niekorzystnie z punktu widzenia wrogiego oferenta już po ewentualnym zakończonym sukcesem przejęciu. Koszty, jakie musi ponieść podmiot zamierzający przejąć kontrolę nad daną spółką zabezpieczoną *poison pill* przy pomocy wrogiego przejęcia stają się zaporowe. Obecnie „pigułki” stanowią najbardziej skuteczne narzędzie obrony przed wrogiem przejęciem. Żaden nabywca od roku 1985 do 2005, „połknąwszy pigułkę” nie przejął z powodzeniem chronionej nią firmy¹⁰.

Legalność *poison pills* została potwierdzona jednoznacznie po raz pierwszy w orzeczeniu sądowym sądu najwyższego w stanie Delaware w roku 1985

⁷ Pierwotnie zwrot ten pochodził z zakresu szpiegostwa i odnosił się do tabletek z cyjankiem, które szpiedzy mieli połykać w przypadku schwytania. Przejęcie spółki posiadającej „pigulkę” niesie ze sobą równie zgubny skutek dla podmiotu przejmującego, a często także dla przejmowanego. Wart podkreślenia jest fakt, że *poison pills* są przyjmowane przez obawiające się przejęcia spółki z nadzieją, że nigdy nie będą musiały być użyte.

⁸ L. Costa. op. cit.

⁹ Istnieją także inne strategie obrony przed wrogiem przejęciem. *White Knight* – „biały rycerz” – to firma, która przychodzi z pomocą innemu przedsiębiorstwu w walce na przejęcie. Spółka ta ratuje atakowaną firmę poprzez wykupienie jej na lepszych warunkach. *Scorched earth* – jest to taktyka spalonej ziemi. Firma stosująca tę strategię zniechęca przeciwnika do dokonania przejęcia obniżając swoją atrakcyjność, poprzez wyprzedawanie aktywów, oddziałów lub zaciągając długi. Kolejną strategią jest „odstraszacz rekinów” – *Shark Repellent*. W tym przypadku zagrożona przejęciem firma zmienia swoje przepisy wewnętrzne, aby utrudnić wrogiemu oferentowi zakup. Obrona typu Pac-Man (*Pac-Man Defense*) polega na tym, że atakowana firma dokonuje zwrotu i próbuje przejąć prześladowcę. Celem takiej strategii jest odstraszenie firmy, która próbuje dokonać wrogiego przejęcia, ale niekiedy także rzeczywiste przejęcie takiej spółki.

¹⁰ L. Costa. op. cit.

(sprawa *Moran v. Household International*¹¹). Trzyosobowy panel sędziowski jednomyślnie postanowił, że spółka ma prawo zalać rynek nowo emitowanymi akcjami, w przypadku, gdy wrogi oferent (korporacyjny pirat) zaczyna skupować duże ich ilości, aby rozwodnić jego udziały i uczynić dalsze próby skupowania akcji nieopłacalne ekonomicznie¹². W roku 1995 legalność stosowania *poison pills* została potwierdzona przez sąd federalny Stanów Zjednoczonych (sprawa *Moore Corp. v. Wallace Computer Services*¹³).

Poison pill jest narzędziem, które zabezpiecza w dużej mierze głównie interesy menedżerów, ponieważ w wyniku udanego wrogiego przejęcia najczęściej są oni zwalniani z pracy. Z punktu widzenia kadry zarządzającej celem „pigulek” jest skonstruowanie tak niekorzystnych dla wrogiego oferenta warunków przejęcia, aby był on zmuszony odstąpić od niego i podjąć rozmowy z kierownictwem, przy jednoczesnym niedopuszczeniu do bezpośrednich rozmów z akcjonariuszami¹⁴. Dzięki temu menedżerowie zyskują na czasie. Mogą wynegocjować korzystniejsze dla siebie warunki przejęcia lub znaleźć „białego rycerza”, który wykupi spółkę zagrożoną przejęciem na lepszych warunkach.

Rodzaje *poison pills*

Najstarszą wersją¹⁵ *poison pill* jest *preferred stock plans*¹⁶. Jest to plan emisji akcji uprzywilejowanych, które są oferowane jako dywidenda dotychczasowym akcjonariuszom¹⁷. Akcje te są zamieniane na akcje zwykłe tylko, jeżeli wrogi

¹¹ Sprawa numer 490 A.2d 1059 oraz 500 A.2d 1346. Dokumenty dostępne pod adresem: <http://content.lawyerlinks.com> [21.02.2010]

¹² L. Costa, op. cit.

¹³ Sprawa numer No. 96-7066. Dokument dostępny pod adresem: <http://www.justice.gov> [21.02.2010]

¹⁴ W tym celu kierownictwo spółki może opublikować list do akcjonariuszy przekonując ich do niereagowania na wezwanie na zakup akcji przez wrogiego oferenta. Dzięki temu kierownictwo zagrożonej przejęciem spółki ma czas na poszukiwanie konkurencyjnych ofert zakupu, które zmaksymalizują cenę sprzedaży. D. Gąsiorowski: Wrogi przejęcia, czyli strachy na lachy, „Money.pl”, 2007-10-17, <http://www.money.pl/gospodarka/wiadomosci/artykul/wrogi;przejecia;czyli;strachy;na;lachy;205,-1,273357.html> [22.02.2010]

¹⁵ Występują 3 generacje *poison pills*. Pierwszą generacją był *preferred stock plans*, drugą *flip-over*, a trzecią *flip-in*. Pierwsza i druga generacja „pigulek” uruchamiana jest dopiero po przejęciu. Trzecia rozpoczyna działanie, gdy wrogi oferent przejmie założony przez pigułkę procent akcji. D.M. DePamphilis, *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities*, Elsevier/Academic Press, London 2008, s. 112.

¹⁶ B. Romanek, C.M. Krus, *Mergers and Acquisitions*, Capstone Publishing, Oxford 2002, s. 81.

¹⁷ W roku 1983 Lipton doradzał w sprawie *Brown Forman v. Lenox*. Lipton zasugerował zagrożonej przejęciem firmie Lenox, aby zaoferowała każdemu akcjonariuszowi posiadającemu akcje zwykłe akcje uprzywilejowane. Akcja uprzywilejowana mogła być wymieniona na 40 akcji zwykłych firmy Brown Forman, w przypadku, gdyby Forman przejął Lenoxa. Jest to przykład „pigułki” *preferred stock plans*. P.A. Gaughan, *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*, John Wiley & Sons, New Jersey 2007, s. 174.

przejęcie zostanie zakończone sukcesem. Strategia ta jednocześnie rozwadnia akcje nabyte przez firmę przejmującą, jak i zwiększa koszty połączenia obydwóch firm.

Najczęściej konstruowaną w Stanach Zjednoczonych „pigułką” jest *flip-over*, która jest stosowana w 9 na 10 spółek przyjmujących *poison pill*¹⁸. W przypadku zastosowania „pigułki” *flip-over*, akcjonariusze mają możliwość nabycia akcji nowo powstałej z połączenia po wrogim przejęciu firmy z poważnym upustem. Podejście to jest prostsze w realizacji niż *preferred stock plans*. Posiada jednakże wady. Nie powstrzymuje podmiotu przejmującego przed nabyciem kontrolnego pakietu akcji spółki przejmowanej. *Flip-over* działa odstrasżająco jedynie, gdy wrogi oferent zamierza dokonać fuzji swojej spółki ze spółką przejętą. Można ominąć tę „pigułkę”, nie dążąc do połączenia firm, lecz przejąć kontrolę nad daną spółką poprzez wykupienie kontrolnego pakietu akcji i utrzymaniu jej odrębności¹⁹.

Poison pill flip-in polega na przyznaniu akcjonariuszom spółki przejmowanej prawa do nabycia dodatkowych akcji tej firmy ze znacznym upustem, jeśli podmiot atakujący zgromadzi liczbę akcji większą od określonego progu. Prawo poboru akcji, w przypadku *flip-in* posiadają jedynie dotychczasowi akcjonariusze z pominięciem akcjonariusza przejmującego. Celem jest rozwodnienie udziałów wrogiego oferenta i zniechęcenie go do ponoszenia dalszych wydatków w celu przejęcia spółki.

W przypadku, gdy kierownictwo spółki przyjmuje „pigułkę” *flip-in*, ustanawia tak zwany „spust”, czyli procent akcji, jaki musi nabyć firma zamierzająca dokonać wrogiego przejęcia, aby można było uruchomić mechanizm „trującej pigułki”. W latach 80-tych XX wieku, gdy spółki przyjmowały pierwsze *poison pills*, 20% „spust” był regułą. W tym okresie „pigułka” była aktywowana, gdy wroga firma skupująca akcje zabezpieczonej w ten sposób spółki zgromadziła ich przynajmniej 20%. Obecnie „spust” jest często ustawiony na 15%, choć 10% staje się coraz bardziej popularne. Niestety, zmniejszanie pakietu akcji, który znajdując się w jednych rękach doprowadza do aktywacji „pigułki” negatywnie wpływa na inwestorów instytucjonalnych²⁰. Muszą oni stale monitorować ilość posiadanych

¹⁸ J. Simley, D.P. Bianco: *Poison Pill*, „eNotes.com”, <http://www.enotes.com/biz-encyclopedia/poison-pills> [22.02.2010]

¹⁹ J. Velasco: *Just do it: an antidote to the poison pill*, „Social Science Research Network”, 2002, s. 861, <http://www.ssrn.com> [22.02.2010]

²⁰ Inwestorzy instytucjonalni pełnią kluczową rolę dla spółek, ponieważ kupując pakiet akcji danej firmy podnoszą jej wiarygodność i przyciągają inwestorów indywidualnych. Ci ostatni podążają za dużymi graczami w postaci inwestorów instytucjonalnych, gdyż zakładają, że duży inwestor jest niejako bliżej spółki i posiada na jej temat dokładniejsze i lepiej sprawdzone informacje. Wyjście inwestora instytucjonalnego z danej spółki jest powszechnie traktowane jako negatywny sygnał dla drobnych akcjonariuszy, którzy także zaczynają pozbywać się akcji danej firmy, co oczywiście wpływa na spadek notowań giełdowych spółki. Poradnik inwestora, „Stockwatch”,

akcji i aktualny próg „spustu” *poison pill* w spółkach, w które zainwestowali, kupując ich akcje, aby nie okazało się, że przypadkowo nabyto liczbę akcji, która przekroczyła próg „spustu” i uruchomiła „pigułkę”, gdyż wiązałoby się to ze stratami dla inwestora instytucjonalnego. Wiele firm stara się rozwiązać ten problem zwiększając próg „spustu” dla inwestorów instytucjonalnych. Gdy wynosi on 10%, inwestorzy mogą posiadać przykładowo do 15% akcji²¹.

Flip-in jest działaniem bardziej aktywnym, które jest nakierowane na zmniejszanie procentowego udziału podmiotu przejmującego w okresie zmagania o przejęcie. Narzędzie to jest uaktywniane, gdy wrogi oferent jest na etapie skupowania akcji firmy, którą zamierza przejąć. Strategia *flip-over* jest bardziej bierna i działa na zasadzie straszaka. „Pigulka” ta jest aktywowana dopiero po dokonaniu przejęcia i niesie ze sobą wyraźną przestrożę, iż w przypadku udanego przejęcia dotychczasowi akcjonariusze przejętej spółki będą mieli prawo kupowania po niskich cenach akcji firmy powstałej z połączenia dwóch dotychczasowych rywali. Dzięki temu *flip-over* dostarcza akcjonariuszom w przypadku przejęcia spółki dodatkowej rekompensaty²². Wrogie przejęcie spółki zabezpieczonej „pigułką” *flip-over* niesie ze sobą daleko posunięte konsekwencje dla firmy, która dokonała przejęcia. Może to być dla niej pyrrusowe zwycięstwo, gdyż przez „pigułkę” *flip-over* dojdzie do wyraźnego rozwodnienia jej udziałów w nowopowstałej z połączenia spółce, co w krytycznych przypadkach może doprowadzić nawet do sytuacji, w której straci ona kontrolny pakiet akcji na rzecz jednego z akcjonariuszy przejętej firmy, który dzięki dodatkowym akcjom stał się posiadaczem pakietu kontrolnego²³.

Kolejnym rodzajem *poison pill* jest *back-end plan*²⁴. Narzędzie to dostarcza aktualnym akcjonariuszom przejmowanego przedsiębiorstwa prawo do wymiany akcji na ekwiwalent w gotówce lub dłużne papiery wartościowe (np. obligacje) po cenie ustalonej przez broniącą się radę dyrektorów. Prawo to przysługuje akcjonariuszom w wypadku, gdy wrogi oferent zakupi ustaloną w momencie przyjęcia „pigułki” liczbę akcji przejmowanej spółki, która to liczba została ustalona jako „spust” tej *poison pill*. Dzięki zastosowaniu „pigułki” typu *back-end* spółka może oddalić widmo przejęcia, kosztem wzrostu zadłużenia. Celem „pigułki” *back-end* jest odprowadzenie majątku z broniącej się firmy i rozdystrybuowanie go pomiędzy dotychczasowych akcjonariuszy (oprócz wrogiego oferenta). Teoretycznie możliwe jest wyprowadzenie taką metodą całego majątku ze spółki, dzięki czemu interes ekonomiczny przejmującego

2008-06-08, <http://www.stockwatch.pl> [22.02.2010]

²¹ K. Frieswick: Poison Pill Popping - The latest hostile takeover defenses defy the usual justifications, „CFO Magazine”, 2001-10-01, http://www.cfo.com/article.cfm/3001307/2/c_3046510?f=insidecfo [22.02.2010]

²² J. Velasco. op. cit., s. 860-861.

²³ Ibidem.

²⁴ Ibidem, s. 858.

także przestanie istnieć. W przypadku zainicjowania tej „pigułki” tracą obydwie podmioty – zarówno przejmujący, gdyż traci kapitał na przejęcie spółki, która okazuje się nie posiadać znaczącego majątku, jaki i spółka broniąca się, gdyż poważnie się zadłuża, a w ostateczności może nawet zbankrutować przyjmując taką „pigułkę”.

Istnieją dwie odmiany „pigułki” *back-end*. Pierwszą z nich jest *put pill*, która polega na tym, że w przypadku jej zainicjowania, akcjonariusze zyskują prawo do wymiany akcji firmy na gotówkę lub dłużne papiery wartościowe po realnej wartości rynkowej w stosunku do wartości tych akcji. Drugi rodzaj *back-end pill* stanowi *value assurance pill*, której celem jest przyznanie akcjonariuszom, w przypadku uruchomienia „pigułki” prawa do otrzymania gotówki lub dłużnych papierów wartościowych w ilości odpowiadającej nadmiarowi realnej wartości rynkowej akcji spółki. Ilość ta jest ustalana przez radę dyrektorów zagrożonej przejęciem firmy, powyżej kwoty proponowanej przez wrogiego oferenta. Celem jest tu zapewnienie akcjonariuszom otrzymania wysokich profitów ze sprzedaży akcji, ściąganie z rynku akcji przez broniącą się firmę, aby nie mogły one zostać odkupione przez wrogiego oferenta, a także w przypadku *value assurance pill* przebicie oferty wrogiego oferenta i skupowanie akcji od udziałowców mniejszościowych po wyższej cenie, niż ta, którą on oferuje²⁵.

Następnym rodzajem „pigułki” jest *voting plans*. Mechanizm ten polega na przyznaniu akcjonariuszom dodatkowych praw głosu za każdą posiadaną akcję, w przypadku uruchomienia „spustu” tej „pigułki”. Głównym celem nie jest tu, tak jak w innych rodzajach *poison pills* rozwodnienie udziałów finansowych wrogiego oferenta, lecz głównie praw głosu w będącej celem przejęcia spółce²⁶.

Mechanizmami spełniającymi założenia *poison pills* są także *people pill* oraz *pension parachute*. *People pill* występuje wtedy, gdy większość, lub cała kadra kierownicza spółki zagrożonej przejęciem grozi odejściem z pracy, w przypadku dojścia do skutku wrogiego przejęcia²⁷. *Pension parachute* – „spadochron emerytalny” – zabezpiecza nadwyżki kapitałowe w funduszu emerytalnym firmy. W przypadku usiłowania wrogiego przejęcia spółki, nadwyżki te są przeznaczane np. na dodatkowe wypłaty dla uczestników funduszu w przejmowanej firmie. Celem jest uniemożliwienie wykorzystania tych funduszy przez przejmującą firmę w celu finansowania przejęcia tej lub innych spółek. Dzięki spadochronowi emerytalnemu pieniądze zostają w spółce będącej celem przejęcia²⁸.

²⁵ Ibidem, s. 862-863.

²⁶ R.A.G. Monks, N. Minow, *Power and accountability*, Harperbusiness, New York, 1991 (wersja elektroniczna, rozdział II), <http://www.lens-library.com/power/chapter2.html#section16> [23.02.2010]

²⁷ *Investing glossary*, “Investorwords.com”, http://www.investorwords.com/3655/people_pill.html [23.02.2010]

²⁸ *Pension Parachute*, “Stocks and Shares Website ADVFN”, http://www.advfn.com/money-words_term_8559_Pension_parachute.html [23.02.2010]

Oferent, zainteresowany wrogim przejęciem może przejąć kontrolę nad radą dyrektorów w spółce, która jest celem przejęcia i następnie za pomocą rady dezaktywować „pigułkę”. Urzędująca rada dyrektorów w spółce zagrożonej przejęciem może podjąć środki zaradcze, chroniące przed nim za pomocą *proxy fight*²⁹, dzięki zaaprobowaniu zmodyfikowanych *poison pills*. Przykładami takich „pigulek” są: *dead-hand poison pill*, *no-hand poison pill* oraz *slow-hand poison pill*.

*Dead-hand poison pill*³⁰ służy do rozwodnienia udziałów wrogiego oferenta w przejmowanej spółce. Narzędzie to pozwala radzie dyrektorów przejmowanej spółki na wyemitowanie dodatkowych akcji w przypadku wystąpienia próby przejęcia, dzięki czemu staje się ono bardzo utrudnione. *Dead-hand poison pill*³¹ może być dezaktywowana jedynie przez dyrektorów, którzy ustanowili w spółce tę „pigułkę” lub przez desygnowanych przez nich następców. W przypadku wymiany rady dyrektorów po zakończonym sukcesem przejęciu, „pigulka” nie może zostać odkupiona, co oczywiście niesie fatalne skutki dla podmiotu przejmującego. Dezaktywacja „pigulki” *dead-hand* następuje poprzez wykupienie przez radę dyrektorów prawa do zakupu dodatkowych akcji od akcjonariuszy, oferując im w zamian niewielkie honorarium. Rozwiązanie typu *dead-hand* jest krytykowane, ze względu na fakt, iż dzięki niemu menedżerowie, którzy ustanowili tę pigułkę zyskują dużą władzę w spółce i są zabezpieczeni przed zwolnieniem zarówno w wyniku wrogiego przejęcia, jak i *proxy fight*, ponieważ konstrukcja tej „pigulki” czyni te dwa powyższe działania nieopłacalnymi dla ewentualnego oferenta,

²⁹ Alternatywą dla wrogiego przejęcia jest walka poprzez pośredników – *proxy fight*. Oferent, chcący przejąć daną spółkę może zwrócić się do jej akcjonariuszy z propozycją, by głosowali na „jego” menedżerów w radzie dyrektorów spółki będącej celem przejęcia. W przypadku *proxy fight*, zarówno dotychczasowi menedżerowie zagrożonej przejęciem spółki, jak i wrogii oferent usiłują uzyskać pośrednictwo akcjonariuszy w celu osadzenia swoich własnych członków w radzie dyrektorów. W przypadku, gdy wrogii oferent wygra tę walkę, zyskuje efektywną kontrolę nad spółką, dzięki posiadaniu większości w radzie dyrektorów. Zazwyczaj trudniej jest uzyskać kontrolę nad spółką w wyniku *proxy fight*, niż poprzez złożenie oferty kupna, ponieważ problemem może być skłonienie akcjonariuszy do głosowania przeciwko dotychczasowym menedżerom. D.E. Bouchoux, *Business Organizations for Paralegals*, Aspen Publishers, New York, 2009 s. 416-417.

³⁰ *Dead-hand poison pill* jest określana inaczej jako *continuing director plan*. W wielu stanach w USA „pigulka” ta jest uznawana za ułomną w działaniu, ponieważ jej przyjęcie dzieli menedżerów na dwie grupy – tych którzy mogą ją odkupić i tych którzy nie posiadają takiego prawa. Poza tym *dead-hand poison pill* za bardzo ogranicza kontrolę akcjonariuszy nad spółką. D.E. Bouchoux. op. cit., s. 418. *Dead-hand poison pill* jest nielegalna w stanie Delaware. Jest jednak uznawana w prawie korporacyjnym w stanach: Georgia, Maryland, Ohio oraz Pennsylvania. M. Gine, R. Moussawi, *Governance Mechanisms and Effective Activism: Evidence from Shareholder Proposals on Poison Pills*, “Social Science Research Network”, 2007, s. 25, <http://www.ssrn.com> [23.02.2010]

³¹ Ten rodzaj „pigulki” przynosi korzyści akcjonariuszom, a straty posiadaczom obligacji. Szerzej patrz: K. Gleason, M. Klock: *Is There Power Behind the Dead Hand? An Empirical Investigation of Dead Hand Poison Pills*, “Social Science Research Network”, 2008, <http://www.ssrn.com> [23.02.2010]

zamierzającego przejąć spółkę.

*Slow-hand poison pill*³² zabrania nowo wybranym członkom rady dyrektorów dezaktywowania, lub odkupienia „pigułki” przez określony czas, który wynosi zazwyczaj pół roku. *No-hand poison pill* gwarantuje, że żaden dyrektor nie będzie mógł zlikwidować „pigułki” w przypadku, gdy kontrola nad radą dyrektorów przejdzie w inne ręce.

Najbardziej drastyczną odmianą *poison pill* jest tak zwana „samobójcza pigułka” – *suicide pill*. Jest to taktyka zabezpieczająca przed przejęciem, która polega na doprowadzeniu do znacznego zadłużenia przejmowanej spółki, co w konsekwencji może doprowadzić do jej bankructwa. Dług jest generowany w ten sposób, iż dotychczasowi akcjonariusze spółki z uaktywnioną *suicide pill* mogą dokupić akcje spółki po zaniżonej cenie, jeśli wrogi oferent przejmie zbyt duży udział procentowy akcji podmiotu przejmowanego. Po udanym przejęciu i połączeniu przedsiębiorstw, akcjonariusze firmy przejętej mają prawo do zakupu akcji nowo powstałej z połączenia spółki także po preferencyjnych cenach. Różnica pomiędzy *poison pill*, a *suicide pill* polega na tym, że ta pierwsza ma zniechęcić do wrogiego przejęcia poprzez osłabienie spółki, a ta druga poprzez groźbę celowego zniszczenia spółki w przypadku udanego przejęcia. Nawet po zakończonym sukcesem przejęciu spółki, która zaaprobowała *suicide pill*, firma ta może nie posiadać wystarczającego kapitału, aby zaspokoić wierzycieli i musi zostać zlikwidowana³³.

*Suicide pill*³⁴ jest metodą bardzo kontrowersyjną, ponieważ pomimo tego, że biernie odstrasza przed wroгим przejęciem podmioty tym zainteresowane, gdyż działanie takie zwyczajnie się nie opłaca, to jednak w przypadku, gdy dojdzie do udanego wrogiego przejęcia, nie tracą na tym menedżerowie kierujący spółką z *suicide pill*, lecz przede wszystkim pracownicy oraz akcjonariusze. Kadra menedżerska decyduje się na przyjęcie *suicide pill*, ponieważ w przypadku zakończonego sukcesem wrogiego przejęcia i likwidacji zarządzanej przez nią spółki niewiele traci. Po pierwsze często po przejęciu nowy właściciel wymienia kadrę kierowniczą spółki, więc i tak ludzie ci straciliby pracę, zatem fakt upadku spółki w wyniku zainicjowania działania *suicide pill* nie zmieni sytuacji menedżerów. Po drugie zabezpieczają oni swoje interesy w takich przypadkach za pomocą „złotych spadochronów” – *golden parachute*³⁵.

³² Także ta „pigułka” jest źle oceniana w niektórych stanach USA, ponieważ zakłóca kompetencje menedżerów do zarządzania i decydowania o firmie. D.E. Bouchoux. op. cit., s. 418.

³³ J. Downes, J.E. Goodman, *Barron's finance & investment handbook*, Barron's Educational Series, New York, 2003, s. 853.

³⁴ <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/suicide+pill> [23.02.2010]

³⁵ Jest to klauzula w kontrakcie zatrudnienia menedżera, mówiąca, że w przypadku zwolnienia z pracy, na przykład w wyniku przejęcia spółki otrzyma on duże korzyści w postaci wysokich odpraw, opcji na akcje lub połączenia tych dwóch form.

Próba oceny zjawiska

Poison pills są obecnie narzędziem, które wzbudza wiele kontrowersji. Akcjonariusze zauważają minusy, jakie wynikają ze stosowania „pigulek”. Twierdzą oni, że włączenie „trującej pigułki” do statutu korporacji lub aktywowanie istniejącej „pigułki” powinno odbywać się w porozumieniu z akcjonariuszami. Głównym argumentem akcjonariuszy w tym sporze jest fakt, iż *poison pills* utrzymują niezależność spółki, lecz odbywa się to kosztem utrzymania nieudolnego kierownictwa firmy, co skutkuje obniżeniem efektywności i konkurencyjności spółki, przekładając się na spadek wartości akcji, który uderza w akcjonariuszy³⁶. Członkowie dyirekcji w spółkach posiadają całkowicie odmienny pogląd w sprawie *poison pills*. Uważają, że są one bardzo efektywnym narzędziem, które maksymalizuje wartość spółki w przypadku przejęcia, gdyż pomaga uzyskać najbardziej sprzyjające warunki wykupu od potencjalnych oferentów. *Poison pill* bardzo wzmacnia pozycję rady dyrektorów w negocjacjach z oferentem, dzięki czemu spółka może uzyskać wyższą cenę wykupu. Kolejną pozytywną cechą „pigulek” jest ochrona, jaką mogą one roztaczać nad spółkami w przypadku załamania giełdy, gdy oportunistyczni oferenci zaczynają przejmować niedoszacowane firmy.

Ronald Gilson z Uniwersytetu Stanforda uznaje *poison pills* za najbardziej doniosły fragment prawa korporacyjnego w XX wieku. Uważa jednak, że spółki powinny przyjmować w regulaminach zapis, który umożliwiłaby akcjonariuszom poprawianie lub odwoływanie istniejącej „trującej pigułki”, aby mieli oni możliwość poparcia oferty przejęcia³⁷.

Na fali krytyki funkcjonowania mechanizmów *poison pills*, które ograniczały uprawnienia akcjonariuszy na rzecz kadry menedżerskiej, powstał nowy rodzaj „trujących pigulek” określany mianem *chewable poison pills*. „Spust”, uruchamiający „pigulkę” jest w tym przypadku ustawiony podobnie jak ma to miejsce w przypadku *flip-in* (najczęściej na 10, 15, lub 20%), przy czym *chewable poison pill* jest ustanawiana na krótszy okres (zwyczajowo 5 lat), niż standartowe odmiany *poison pills* (zazwyczaj 10 lat)³⁸.

Specyfika *chewable poison pills* polega na uwzględnieniu opinii akcjonariuszy w przypadku prób wrogiego przejęcia spółki. Ten typ „pigulek” zapewnia, że pewne typy ofert, bez względu na to, czy są popierane przez władze spółki, wymagają, aby *chewable pill* została odkupiona automatycznie lub poprzez głosowanie akcjonariuszy. Zakwalifikowane oferty przeważnie muszą być gotówkowe, obejmować całą firmę i być w pełni sfinansowane. Oferty pozostają otwarte przez wyszczególniony okres czasu. Dodatkowo niejednokrotnie muszą

³⁶ <http://www.enotes.com/biz-encyclopedia/poison-pills> [23.02.2010]

³⁷ L. Costa. op. cit.

³⁸ D.E. Bouchoux. op. cit., s. 418.

one spełniać warunek zapłaty pewnej premii za transakcję akcjonariuszom³⁹.

Badania przeprowadzane na spółkach w latach 80-tych XX wieku dowiodły, że spółki, które zaaprobowaly *poison pills* doświadczały często większych wahań kursów akcji, ponieważ przyjęcie „pigułki” wiązało się z wysłaniem na rynek czytelnej informacji mówiącej, że spółka może stać się celem przejęcia i dlatego podejmuje środki zaradcze. Pomimo tego, że zagrożenie przejęciem miało spekulacyjny wpływ na ceny akcji, to jednak zablokowanie drogi do łatwych przejęć przez zaaprobowanie w wielu spółkach mechanizmów *poison pills* doprowadziło do spadku cen akcji⁴⁰.

Bardzo istotnym pozytywnym czynnikiem wynikającym z zastosowania „pigułek” jest generowanie dodatkowej wartości przedsiębiorstwa. Prawidłowość taka ma miejsce zarówno w stosunku do przedsiębiorstw tak zwanej „starej ekonomii”⁴¹, jak i „nowej ekonomii”. Na przełomie XX i XXI wieku, po przebadaniu przedsiębiorstw reprezentujących „starą, jak i „nową” ekonomię, stwierdzono, że premie dla akcjonariuszy za przejęcie w przypadku firm z „trującą pigułką” zaliczanych do przedsiębiorstw „starej ekonomii” są większe (średnio 35,7% ponad ceny akcji) niż w przypadku przedsiębiorstw „starej ekonomii” bez *poison pills* (28,2%). Przedsiębiorstwa „nowej ekonomii” nie związane bezpośrednio z Internetem w przypadku posiadania „pigułki” zyskiwały 51,1%, natomiast bez niej jedynie 41,8%. Odwrotnie jednak sytuacja przedstawia się w przypadku firm „nowej ekonomii” związanych z Internetem. Przedsiębiorstwa, które zaadoptowały „pigułkę” otrzymują za swoje akcje mniejszą premię powyżej wyceny rynkowej (36,3%), niż firmy z tej samej kategorii, które takiego mechanizmu obrony przed wrogim przejęciem nie przyjęły (45,6%)⁴².

Podejmując próbę oceny zjawiska, jakim są *poison pills*, należy wymienić zalety i wady ich stosowania. Plusy stosowania *poison pills*:

³⁹ M. Gine, R. Moussawi. op. cit., s. 55.

⁴⁰ K. Frieswick. op. cit.

⁴¹ Kluczem do zrozumienia różnicy pomiędzy „starą” a „nową” ekonomią jest czynnik innowacji. Przedsiębiorstwa zaliczane do „starej ekonomii” to firmy, które rozwinęły się w okresie gwałtownej industrializacji w XX wieku, szczególnie w Stanach Zjednoczonych. Gałęziami przemysłu, które są najczęściej zaliczane do grona firm „starej ekonomii” są energetyka, fabryki samochodów i stalownie. „Nowa ekonomia” jest związana z technologią informatyczną. Od momentu pojawienia się „nowej ekonomii”, firmy „starej ekonomii” przeszły drastyczne przemiany technologiczne. Istnieją jednak ograniczenia pod względem ilości wysokich technologii, jakie można zaaprobować w przemyśle. Przedsiębiorstwa „nowej ekonomii” są oparte głównie na usługach, nowych technologiach i Internecie. Ich działalność, dzięki sieci nie jest ograniczona granicami państwowymi. Od czasu pojawienia się „nowej ekonomii”, wraz z rozwojem komputeryzacji i Internetu, przedsiębiorstwa „starej ekonomii” nadal notują wzrost, jednak w malejącym tempie. J. Kisielnicki, Z. Szyjewski: Przedsiębiorstwo przyszłości w warunkach nowej ekonomii, Druga Międzynarodowa Konferencja Zarządzania i Technologii Informatycznych „Przedsiębiorstwo Przyszłości”, 11/2001, http://www.zti.com.pl/instytut/pp/referaty/ref13_full.html; <http://www.investopedia.com> [23.02.2010]

⁴² K. Frieswick. op. cit.

- Stanowią bardzo skuteczną obronę przed wrogim przejęciem.
- Dzięki ich zastosowaniu wzrastają koszty przejęcia, jakie musi ponieść wrogi oferent, a tym samym większy zysk odnotowują akcjonariusze.
- W razie zaistnienia próby przejęcia dają możliwość znalezienia lepszego nabywcy – *white knight* – oferującego lepsze warunki przejęcia.
- Po negocjacjach firma przejmowana może dojść do porozumienia z wrogim oferentem i zmienić przejęcie wrogie w przyjazne na korzystniejszych warunkach. W takim przypadku zostanie odkupiona za większą kwotę, niż gdyby nie posiadała „pigulki”.
- *Poison pills* stanowią bardzo korzystne narzędzie dla menedżerów, ułatwiające im dbanie o własne interesy.

Minusy stosowania *poison pills*:

- Akcjonariusze niejednokrotnie tracą, gdy spółka przyjmie *poison pill*, ponieważ muszą zrezygnować z zysków ze sprzedaży akcji, gdy wrogi oferent ostatecznie wycofuje się z procesu przejęcia.
- *Poison pills* zabezpieczają przede wszystkim interesy kadry zarządzającej a nie akcjonariuszy i pracowników.
- Po przyjęciu *poison pill* kurs akcji spółki może ulec destabilizacji.
- Koszty przejęcia spółki zabezpieczonej *poison pills* są wyższe, niż w przypadku organicznego rozwoju firmy, lub fuzji. Sytuacja taka negatywnie wpływa na rynek przejęć, poziom kompetencji menedżerów i jakość firm, ponieważ drastycznie ogranicza proces eliminacji spółek źle zarządzanych. W latach 80-tych głównie rynek przejęć eliminował spółki słabsze lub te o dużym potencjale, którego jednak nie umiała wykorzystać ich kadra zarządzająca.
- Większość pigulek nie zabezpiecza przed przejęciem w wyniku *proxy fight*. Te, które zabezpieczają przed taką ewentualnością są podważane co do ich legalności przez sądy (np. *dead-hand poison pill*).
- *Poison pills* stanowią niedogodność dla inwestorów instytucjonalnych. Muszą oni stale uważać, by nie przekroczyć limitu akcji uruchamiającego „pigulkę”.

Podsumowanie

Podsumowując, należy stwierdzić, że *poison pills* sprawdziły się jako skuteczne mechanizmy broniące spółkę przed wrogim przejęciem. W przypadku prywatnej korporacji przejmujący teoretycznie może odnieść sukces, jednak musi liczyć się z zaporowymi wydatkami na zakup akcji, honoraria dla prawników i specjalistów od przejęć oraz procesy sądowe wytaczane przez broniącą się przed przejęciem spółkę. Przejęcie spółki z aktywną „pigulką” jest ekstremalnie trudne

i w praktyce nieopłacalne. Nawet, jeśli spółka dezaktywuje pigułkę, w ponad 70% przypadków przejęcia się nie udają. Ponadto koszty wrogiego przejęcia są wyższe, niż w przypadku rozwoju organicznego firmy lub fuzji⁴³. *Poison pills* negatywnie wpływają na rynek przejęć, poziom kompetencji menedżerów i jakość przedsiębiorstw, ograniczając proces eliminacji spółek źle zarządzanych.

Na koniec można zacytować słowa Waldemara Frąckowiaka z Akademii Ekonomicznej w Poznaniu na temat wrogich przejęć: „Wrogie przejęcia są kosztowne, zarówno dla oferentów, jak i firm próbujących zachować niezależność. Bez względu na rezultat zyskują na nich doradcy finansowi i prawni”⁴⁴.

Aneks:

Rodzaj „pigułki”	Specyfika
<i>Preferred stock plans</i>	Akcje uprzywilejowane oferowane akcjonariuszom spółki przejmowanej, które można po przejęciu wymienić na akcje zwykłe firmy powstałej z połączenia dwóch dotychczasowych rywali.
<i>Flip-over</i>	Akcjonariusze spółki przejętej mogą po przejęciu nabyć akcje powstałej z połączenia spółki z dużym upustem.
<i>Flip-in</i>	Akcjonariusze spółki przejmowanej otrzymują upust na zakup jej dodatkowych akcji, gdy wrogi oferent nabędzie określony procent akcji spółki przejmowanej.
<i>Back-end plan</i>	Rozdystrybuowanie majątku firmy zagrożonej przejęciem wśród akcjonariuszy (wymiana akcji na gotówkę lub dłużne papiery wartościowe).
<i>Put pill</i>	Podobnie jak w przypadku <i>Back-end plan</i> wymiana akcji na gotówkę lub dłużne papiery wartościowe po cenie „rynkowej”.
<i>Value assurance pill</i>	Podobnie jak w przypadku <i>Back-end plan</i> wymiana akcji na gotówkę i dłużne papiery wartościowe, ale po zawyżonej cenie (np. cena akcji 40\$, a skupujemy po 60\$).

⁴³ D. Gąsiorowski. op. cit.

⁴⁴ Ibidem.

<i>Voting plans</i>	Rozwodnienie praw głosu wrogiego oferenta w będącej celem przejęcia spółce, poprzez nadanie dotychczasowym akcjonariuszom dodatkowych praw głosu na każdą posiadaną akcję.
<i>People pill</i>	Kadra zarządzająca grozi odejściem w przypadku wrogiego przejęcia.
<i>Pension parachute</i>	Zabezpiecza nadwyżki z funduszu emerytalnego spółki przejmowanej, aby nie mogły zostać przejęte przez wrogiego oferenta.
<i>Dead-hand poison pill</i>	Może być dezaktywowana tylko przez kierownictwo, które ją zaaprobowało. Nie może tego zrobić nowa kadra, w przypadku jej wymiany po wrogim przejęciu.
<i>Slow-hand poison pill</i>	Może być dezaktywowana przez nowe kierownictwo dopiero po pewnym okresie (zwykle 6 miesięcy).
<i>No-hand poison pill</i>	Nie można jej dezaktywować po zmianie kierownictwa.
<i>Suicide pill</i>	Celowe doprowadzenie do bankructwa spółki w przypadku jej udanego wrogiego przejęcia.
<i>Chewable poison pill</i>	Pozwala na uwzględnienie opinii akcjonariuszy w przypadku wrogiego przejęcia.

Źródło: Opracowanie własne.

Literatura:

1. Bouchoux D.E., *Business Organizations for Paralegals*, Aspen Publishers, New York 2009.
2. Costa L.: *Perfect pill – A small innovation that transformed corporate takeovers*, „Legal Affairs”, March/April 2005.
3. DePamphilis D.M., *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities*, Elsevier/Academic Press, London 2008.
4. Downes J., Goodman J.E., *Barron's finance & investment handbook*, Barron's Educational Series, New York 2003.
5. Frieswick, K.: *Poison Pill Popping - The latest hostile takeover defenses defy the usual justifications*, „CFO Magazine”, 2001-10-01.
6. Gadowski W.: *Inwestorzy, gracze, piraci*, „Gazeta.pl Gospodarka”, 2007-10-12.

7. Gaughan P.A., *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*, John Wiley & Sons, New Jersey 2007.
8. Gąsiorowski D.: *Wrogie przejęcia, czyli strachy na lachy*, „Money.pl”, 2007-10-17.
9. Gine M. Moussawi R., *Governance Mechanisms and Effective Activism: Evidence from Shareholder Proposals on Poison Pills*, “Social Science Research Network”, 2007.
10. Gleason K., Klock M.: *Is There Power Behind the Dead Hand? An Empirical Investigation of Dead Hand Poison Pills*, “Social Science Research Network”, 2008.
11. Kisielnicki J., Szyjewski Z.: *Przedsiębiorstwo przyszłości w warunkach nowej ekonomii*, Druga Międzynarodowa Konferencja Zarządzania i Technologii Informatycznych „Przedsiębiorstwo Przyszłości”, 11/2001.
12. Monks R.A.G., Minow N., *Power and accountability*, Harperbusiness, New York 1991.
13. Romanek B., Krus C.M., *Mergers and Acquisitions*, Capstone Publishing, Oxford 2002.
14. Simley J., Bianco D.P.: *Poison Pills*, “eNotes.com”.
15. Szymańczyk A.: *Przyczyny przejęć kapitałowych i prawne sposoby ich zapobieganiu*, „e-Finanse”, 1/2006.
16. Velasco J.: *Just do it: an antidote to the poison pill*, “Social Science Research Network”, 2002.
17. <http://www.ssrn.com>
18. <http://www.investopedia.com>
19. <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com>
20. <http://www.stockwatch.pl>
21. <http://www.investorwords.com>
22. <http://www.advfn.com>

Streszczenie

Celem artykułu jest próba przedstawienia zjawiska „trujących pigułek”. W pierwszej części pracy przedstawiono przyczyny powstania „pigułek”. W drugiej części wymienione zostają mechanizmy działania poszczególnych *poison pills*. W artykule zostaje podjęta próba oceny skuteczności tych narzędzi w przypadku zagrożenia wrogim przejęciem.

Poison pills as stock company anti-takeover measures

Summary

The goal of this paper is to present the issue of poison pills. In the first part of the article the origins of poison pills are presented in the context of corporate control market. In the second part of the article the different types of poison pills and their effectiveness are described.