

*Aleksandra Pieloch*<sup>\*</sup>

**WYKUPY AKCJI WŁASNYCH JAKO SPOSÓB OBRONY  
PRZED WROGIM PRZEJĘCIEM NA PRZYKŁADZIE SPÓŁEK  
NOTOWANYCH NA GPW W WARSZAWIE**

**1. WSTĘP**

Zasadniczym celem opracowania jest przedstawienie miejsca, roli i znaczenia wykupów akcji własnych spółek publicznych w procesie obrony przedsiębiorstwa przed wrogim przejęciem.

Obrona spółek giełdowych przed wrogim przejęciem jest problematyką niezmiernie złożoną. Szeroki wachlarz prawnie dozwolonych oraz ekonomicznie efektywnych i racjonalnie uzasadnionych metod obrony spółki–celu przed spółką przejmującą sprawia, iż niemożliwym staje się jednoznaczne wskazanie najlepszego, najkorzystniejszego i zarazem najbardziej pewnego sposobu ochrony przedsiębiorstwa przed agresorem. Dotyczy to zarówno przypadku ochrony spółki przed wrogim przejęciem w ramach niezbędnych procesów prewencyjnych, jak i w razie przeprowadzenia koniecznej defensywy.

Podjęcie problematyki odkupienia akcji własnych jako metody obrony spółki–celu przed wrogim przejęciem wydaje się być wielce istotne z punktu widzenia sytuacji mającej ostatnimi czasy miejsce na rynkach kapitałowych. Trwająca na giełdach bessy sprzyjała bowiem przeprowadzaniu transakcji wrogich przejęć oraz dokonywaniu wykupów akcji własnych ze względu na ich niski kurs giełdowy<sup>1</sup>. Niedowartościowane na rynku spółki stały się łatwiejszym i tańszym przedmiotem przejęcia. Ponadto, „(...) wiele spółek w momencie emisji akcji na szczycie hossy ściągnęło z giełdy znacznie więcej pieniędzy, niż wynikałoby z faktycznej wartości firmy”<sup>2</sup>, przyczyniając się tym samym do rozdrobnienia kapitału i wejścia do grona właścicieli wielu drobnych inwestorów. Rozdrobnienie akcjonariatu nie jest sytuacją korzystną z punktu widzenia spółki, gdyż sprzyja wejściu do grona właścicieli inwestorów krótkoterminowych, skoncen-

---

<sup>\*</sup> Mgr, asystent w Katedrze Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa UŁ.

<sup>1</sup> Z. Grzegorzewski, *Buy-back czyli bezpieczne lądowanie*, „CEO: Magazyn Top Menadżerów”, 23.12.2008.

<sup>2</sup> C. Adamczyk, E. Głapiak, *Własne akcje skupię*, „Rzeczpospolita”, 19.11.2008.

trowanych głównie na realizacji szybkich zysków kapitałowych. Sytuacja ta jest zatem jedną z elementarnych przesłanek decydujących o wrogim przejęciu.

Dla realizacji wyznaczonego celu opracowania poddano empirycznej weryfikacji hipotezę badawczą stanowiącą, iż coraz częstszym motywem nabycia akcji własnych jest obrona spółki przed wrogim przejęciem.

Postawiona hipoteza badawcza wydaje się być ważna z punktu widzenia sytuacji mającej miejsce na rynkach finansowych. Niskie kursy giełdowe spółek przyczynić się mogą do zwiększenia liczby wrogich przejęć, gdyż przedsiębiorstwa są wtedy łatwym i jednocześnie tanim celem przejęcia. Wykupy akcji własnych są jednym z potencjalnych mechanizmów sygnalizacyjnych<sup>3</sup>. Stosując je, zarząd może wysłać na rynek wyraźną informację o wycenie akcji poniżej ich wartości wewnętrznej, przyczyniając się tym samym do wzrostu ich ceny rynkowej. To z kolei wpływa na wzrost kosztów przejęcia spółki i w rezultacie może doprowadzić do odstąpienia od jego przeprowadzenia<sup>4</sup>. Ponadto wykup akcji zmniejsza rozdrobnienie akcjonariatu. Koncentracja akcji w rękach inwestorów strategicznych i wyjście z inwestycji potencjalnych sprzedawców akcji, tj. właścicieli krótkookresowych oraz tzw. akcjonariuszy pesymistycznych stanowi dodatkową barierę przejęcia.

Do zweryfikowania postawionej hipotezy badawczej analizie poddano spółki akcyjne notowane na GPW w Warszawie, które w latach 2001–2009 co najmniej raz przeprowadziły odkupienie akcji własnych. Z badanej grupy przedsiębiorstw do dalszej analizy wybrano 3 spółki, które miały stać się celem wrogiego przejęcia. Włączone do badania przedsiębiorstwa zastosowały lub miały zastosować jako metodę obrony przed przejęciem wykup akcji własnych.

Zasadniczą metodą empirycznej weryfikacji postawionej hipotezy badawczej jest analiza raportów bieżących spółek giełdowych publikowanych na ich stronach internetowych. Dane finansowe spółek włączonych do grupy badawczej pochodzą z *GPWInfoStrefa* oraz z bazy danych *Notoria Serwis SA*.

## 2. ISTOTA WROGIEGO PRZEJĘCIA. JEGO MOTYWY, ZALETY ORAZ WADY

Wyróżniamy dwa podstawowe sposoby przejęcia kontroli nad spółką publiczną w drodze wezwania akcjonariuszy do sprzedaży lub zamiany akcji<sup>5</sup>. Są to fuzje i przejęcia przyjazne (ang. *M&A – mergers and acquisitions*) oraz wrogie przejęcia (ang. *hostile takeovers* lub *defended takeovers*).

<sup>3</sup> K. Chan, D. Ikenberry, I. Lee, Y. Wang, *Share Repurchase as a Tool to Mislead Investors: Evidence from Earnings Quality and Share Performance*, „Journal of Corporate Finance”, September 2005, s. 3.

<sup>4</sup> M. T. Billett, H. Xue, *The Takeover Deterrent Effect of Open Market Share Repurchases*, „The Journal of Finance”, August 2002, Vol. LVII, No. 4, s. 1649.

<sup>5</sup> Dyrektywa WE z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie publicznych ofert nabycia akcji.

W literaturze przedmiotu mianem wrogich przejęć określa się uzyskanie kontroli nad spółką wbrew woli jej organów, tj. zarządu oraz rady nadzorczej<sup>6</sup> co oznacza, iż cechą charakterystyczną tego sposobu przejęcia jest początkowo bądź też trwały brak zgody kadry kierowniczej spółki–celu na jego dokonanie. Sytuacja ta nie ma natomiast miejsca w przypadku fuzji i przejęć przyjaznych, „(...) w których łączenie jest efektem długotrwałych uzgodnień, negocjacji oraz wieloetapowej procedury zatwierdzania decyzji o połączeniu (przejęciu) przez organy łączących się przedsiębiorstw”<sup>7</sup>.

Wrogie przejęcie dokonywane jest za zgodą części, większości bądź też wszystkich akcjonariuszy spółki–celu. Wzywający składa adresowaną do właścicieli ofertę zakupu części<sup>8</sup> posiadanych przez nich akcji za gotówkę bądź proponuje zamianę na inne papiery wartościowe po określonej przez niego cenie<sup>9</sup>. Należy zaznaczyć, iż – w przeciwieństwie do kadry zarządzającej, która traci swoje stanowiska oraz wpływy w spółce – wrogie przejęcie może być korzystne z punktu widzenia właścicieli, gdyż umożliwia im sprzedaż akcji po wysokiej cenie oraz dokapitalizowuje spółkę. W przypadku takiej transakcji, na instytucji przejęcia korzyści może zyskać nie tylko spółka przejmująca, ale również właściciele, którzy za zgodę na odsprzedaż posiadanych akcji otrzymują premię przejęcia<sup>10</sup>. Stanowisku temu przeciwstawić należy opinię stanowiącą, iż transakcje przejęcia nie muszą być zawsze korzystne dla akcjonariuszy spółki–celu. Ma to miejsce w przypadku, gdy motywem przejęcia staje się wyeliminowanie przedsiębiorstwa konkurencyjnego, jego podział lub likwidacja oraz sprzedaż aktywów spółki. Przejęcie takie należy uznać za sprzeczne z interesem akcjonariuszy, a jego wrogi charakter dotyczy wtedy zarówno zarządu, jak i właścicieli podmiotu przejmowanego.

Warto zwrócić uwagę na fakt, że w przeciwieństwie do przejęć przyjaznych – którym towarzyszą z reguły umowy inwestycyjne określające zobowiązania inwestora wobec spółki oraz pakiety socjalne gwarantujące określone warunki zatrudnienia pracownikom – w przypadku wrogiego przejęcia porozumienia takie nie występują. Dlatego też spółka–cel musi brać pod uwagę zarówno możliwość zmiany dotychczasowej polityki spółki, jak i ograniczenia lub też zmianę przedmiotu prowadzonej działalności oraz przede wszystkim restrukturyzację zatrudnienia, która w pierwszej kolejności dotyczy zwykle menedżerów przed-

<sup>6</sup> T. Jenkinson, C. Mayer, *Wrogie przejęcia na rynku kapitałowym*, Liber, Warszawa 1998, s. 15.

<sup>7</sup> A. Sobol, *Wrogie przejęcia w świetle postanowień XIII dyrektywy w sprawie publicznych ofert nabycia akcji*, „Monitor Prawniczy” 2005, nr 7.

<sup>8</sup> Do przejęcia i kontrolowania spółki nie zawsze niezbędna jest możliwość wykonywania prawa głosu ze stałej większości głosów (50%+1) w stosunku do wszystkich głosów w spółce. Ma to miejsce zwykle w tych przedsiębiorstwach, w których istnieje duży udział drobnych inwestorów indywidualnych w strukturze akcjonariatu.

<sup>9</sup> C. Podsiadlik, *Wrogie przejęcia*, LexisNexis, Warszawa 2003, s. 23.

<sup>10</sup> *Ibidem*, s. 46.

siębiorstwa<sup>11</sup>. Przyczyny zmian kadrowych należy upatrywać nie tylko w samej istocie wrogiego przejęcia, ale również w próbie obniżenia kosztów działalności powstałego w ten sposób podmiotu gospodarczego.

Przejęcie kontroli nad spółką – celem w drodze wezwania do sprzedaży akcji pozwala spółkom przejmującym na odnoszenie korzyści związanych ze zwiększeniem skali ich działalności, obniżeniem kosztów funkcjonowania, bardziej efektywnym wykorzystaniem zasobów i wzrostem wartości aktywów spółki przejmującej<sup>12</sup>. Wrogie przejęcie umożliwia także racjonalizację planów inwestycyjnych spółki oraz efektywniejsze wykorzystanie aktywów, poprzez doprowadzenie do realizacji najbardziej rentownych przedsięwzięć, co jest zjawiskiem korzystnym nie tylko z punktu widzenia spółki, ale również w skali gospodarki krajowej. Istotnym aspektem związanym z przejęciem kontroli nad innym przedsiębiorstwem jest zwiększenie udziału spółki na dotychczasowym rynku oraz szybka ekspansja na nowe rynki<sup>13</sup>. Ponadto, spółki przejmujące mogą szybko stać się ważniejszym i atrakcyjniejszym niż dotychczas partnerem dla potencjalnych klientów, a tym samym być bardziej konkurencyjne na rynku. Warto również zwrócić uwagę na fakt, iż wrogie przejęcia przyczyniają się do konsolidacji spółek i ich koncentracji kapitałowej.

Kolejną ważną funkcją wrogich przejęć jest transfer kontroli nad gorzej zarządzanymi spółkami do przedsiębiorstw, w których gospodarowanie odbywa się bardziej efektywnie. Sytuacja ta związana jest ściśle z terminem rynku kontroli nad przedsiębiorstwami (ang. *market for corporate control*) oznaczającym, iż spółki przejdą w ręce tych właścicieli, którzy przykładać będą najwyższą wagę do efektywnego zarządzania nimi. Jak wykazują doświadczenia krajów zachodnich, rynek kontroli nad spółkami oraz wrogie przejęcia są zjawiskiem korzystnym z punktu widzenia całej gospodarki, stanowią czynnik sprzyjający efektywnej alokacji zasobów i zmianom strukturalnym w spółkach oraz oddziałują dyscyplinująco na menedżerów stymulując ich do zwiększania wartości spółki dla akcjonariuszy<sup>14</sup>. Można zatem stwierdzić, iż groźba przejęcia kontroli nad spółką motywuje jej kierownictwo do lepszego – z punktu widzenia właścicieli – sprawowania zarządu i dążenia do maksymalizacji ceny jej akcji.

Powszechnie wskazywanym w literaturze przedmiotu celem wrogiego przejęcia jest uzyskanie efektu synergii, czyli efektu, jaki można osiągnąć przez zintegrowanie dwóch lub więcej rodzajów działalności, tak by w rezultacie uzyskać

<sup>11</sup> W. Ostrowski, *Jak zabezpieczyć się przed wrogim przejęciem?*, „Gazeta Finansowa”, 13.06.2009, s. 1–3.

<sup>12</sup> T. Jenkinson, C. Mayer, *op. cit.*, s. 15.

<sup>13</sup> S. Sudarsanam, *Fuzje i przejęcia*, WIGPress, Warszawa 1998, s. 5.

<sup>14</sup> R. Romano, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation*, [w:] K. J. Hopt, E. Wymeersch, *European Takeovers Law and Practice*, 1992, s. 3 i nast.; P. Mülberr, M. Birke, *In Defense of Passivity on the Proper Role of a Target's Management in Response to a Hostile Takeover*, „European Business Organization Law Review” 2000, Vol. 1, s. 454.

większe korzyści, niż w przypadku gdyby integracja ta nie miała miejsca<sup>15</sup>. Motywy wrogich przejęć związane z efektem synergii można podzielić na:

– ofensywne, które w szczególności związane są z chęcią wykorzystania istniejącego na rynku potencjału. Zaliczamy do nich m. in.: ekonomikę skali, przejęcie *know-how* spółki–celu, wzmocnienie pozycji rynkowej, zwiększenie rentowności czy ekspansję na nowe rynki<sup>16</sup>;

– defensywne, które dokonywane są z potrzeby stabilizacji pozycji rynkowej w obliczu zagrożenia związanego ze wzmagającą się konkurencją. Wystąpią one w przypadku przejęcia kontroli nad konkurencyjną spółką w celu jej likwidacji, a także w przypadku, gdy transakcja przejęcia kontroli w wyniku nabycia znacznego pakietu akcji, ma na celu udaremnienie próby przejęcia przez innego konkurenta<sup>17</sup>.

Efektywne i przynoszące zamierzone korzyści zarządzanie spółką jest warunkiem koniecznym lecz niewystarczającym do obrony przedsiębiorstwa przed wrogim przejęciem<sup>18</sup>. Podkreślić należy, iż przedmiotem zainteresowania spółek przejmujących stają się coraz częściej przedsiębiorstwa dobrze zarządzane i rentowne, co wiąże się z teorią tzw. skradzionej spółki (ang. *the stealing theory company*). Według niej spółka–agresor przejmuje kontrolę nad spółką–celem płacąc cenę niższą niż wynikałoby to z jej prawdziwej wartości, przez co „kradnie” ją właścicielom<sup>19</sup>.

Dodać należy, iż instytucja wrogiego przejęcia nie jest wolna od wad również z punktu widzenia podmiotu przejmującego. Zdarza się, iż operacje te są przeprowadzane tylko i wyłącznie w celu zrealizowania indywidualnych interesów wąskiej grupy menadżerów spółki–agresora i podyktowane tzw. syndromem budowania imperium, potrzebą samorealizacji czy też motywem utrzymania pracy przez kadrę kierowniczą<sup>20</sup>.

Ponadto, wrogie przejęcia są mniej korzystniejsze dla akcjonariuszy spółki przejmującej, aniżeli dla właścicieli spółki przejmowanej. Wynika to z faktu, iż osiągnane przez spółkę dodatnie wyniki finansowe przeznaczane są często na sfinansowanie operacji wrogiego przejęcia a nie na wypłatę dywidendy. Co więcej, zdarza się, iż spółka–agresor zaciąga na finansowanie przejęcia kredyt, zwiększając jednocześnie ryzyko utraty płynności finansowej<sup>21</sup>. Kolejny rodzaj ryzyka dotyczy powodzenia przeprowadzenia transakcji wrogiego przejęcia.

<sup>15</sup> I. Knurowska, *Ochrona przed wrogim przejęciem spółki akcyjnej*, Dom Wydawniczy Ostoja, 2000, s. 25.

<sup>16</sup> *Ibidem*, s. 26.

<sup>17</sup> A. Helin, K. Zordec, *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998, s. 9.

<sup>18</sup> T. Jenkinson, C. Mayer, *op. cit.*, s. 44.

<sup>19</sup> M. Lipton, *Takeover Bids in the Targets Boardroom*, „New York Law Review” 1980, Vol. 55, s. 1231–1232.

<sup>20</sup> Szerzej: S. Sudarsanam, *op. cit.*, s. 16.

<sup>21</sup> C. Podsiadlik, *op. cit.*, s. 45.

Powoduje to, że wartość akcji spółki przejmującej może zmaleć i wtedy to właśnie ona może stać się kolejnym potencjalnym obiektem wrogiego przejęcia.

Tabela 1

Zalety i wady wrogich przejęć dla podmiotu przejmującego, spółki-celu i jej właścicieli oraz gospodarki krajowej

Wrogie przejęcia	
zalety	wady
Dla podmiotu przejmującego	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• zwiększenie skali działalności</li> <li>• obniżenie kosztów funkcjonowania spółki</li> <li>• efektywne wykorzystanie zasobów</li> <li>• wzrost wartości aktywów</li> <li>• zwiększenie skali działalności</li> <li>• nowe rynki zbytu</li> <li>• wzrost konkurencyjności</li> <li>• efekt synergii</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• realizacja indywidualnych interesów menedżerów spółki przejmującej</li> <li>• przeznaczenie wypracowanych środków finansowych na operację przejęcia, a nie na wypłatę dywidendy</li> <li>• ryzyko utraty płynności finansowej</li> <li>• spadek wartości spółki</li> <li>• wysokie koszty wezwań</li> <li>• trudności z przeprowadzeniem analizy <i>due diligence</i></li> </ul>
Dla podmiotu przejmowanego	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• efekt synergii</li> <li>• racjonalizacja planów inwestycyjnych</li> <li>• efektywniejsze wykorzystanie aktywów</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• możliwość wyeliminowania spółki z rynku</li> <li>• zmiana dotychczasowej polityki spółki</li> <li>• zmiana przedmiotu działalności</li> <li>• restrukturyzacja zatrudnienia</li> </ul>
Dla właścicieli spółki przejmowanej	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• możliwość sprzedaży akcji po cenie wyższej niż ich cena rynkowa</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ryzyko likwidacji spółki, jej podziału i sprzedaży aktywów</li> </ul>
Dla gospodarki krajowej	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• transfer kontroli nad spółkami gorzej zarządzanymi do tych przedsiębiorstw, w których gospodarowanie jest efektywniejsze</li> <li>• efektywna alokacja zasobów</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• korupcyjność transakcji</li> <li>• afery gospodarcze</li> </ul>

Źródło: opracowanie własne na podstawie C. Podsiadlik, *Wrogie przejęcia*, Lexis-Nexis, Warszawa 2003, s. 23.

Wśród wad wrogiego przejęcia należy wskazać również wysokie koszty wezwań<sup>22</sup> oraz trudności z przygotowaniem starannego raportu *due diligence*.

<sup>22</sup> M. Klapczyńska, *Przejęcia spółek kapitałowych w prawie polskim*, „Przegląd Spółek” 1999, nr 6, s. 17.

Przejmujący nie posiada zatem dokładnych informacji finansowych czy strukturalnych, na podstawie których opracowana zostaje oferta przejęcia<sup>23</sup>.

Ponadto, przeprowadzenie wrogiego przejęcia utrudnione jest występowaniem barier strukturalnych, kulturowych oraz technicznych<sup>24</sup>.

Do barier strukturalnych zaliczyć należy m. in. ilość spółek w gospodarce danego kraju oraz stopień ich kapitalizacji, strukturę własności przedsiębiorstw, rozproszenie akcjonariatu, występujące na badanym rynku tendencje pozyskiwania kapitału, a także politykę państwa w zakresie procesów koncentracji kapitałowej.

Z kolei bariery kulturowe postrzegać winno się jako wynik różnic w rozumieniu roli i znaczenia procesów koncentracji kapitałowej na rynku oraz etyki takich transakcji. W krajach, w których obserwuje się silne kulturowe przywiązanie do tradycji i własności rodzinnej, przejęcia – zarówno te wrogie, jak i przyjazne – cieszą się stosunkowo niską aprobatą<sup>25</sup>.

Pod pojęciem barier technicznych rozumie się natomiast wprowadzone przez ustawodawcę oraz istniejące na mocy statutów spółek specyficzne zasady alokacji władzy kontrolnej nad spółką, przez wzmocnienie pozycji jednej grupy akcjonariuszy nad pozostałymi właścicielami. Warto zaznaczyć, iż to właśnie bariery techniczne stanowią zasadniczy obszar środków prewencyjnych, jak i defensywnych wykorzystywanych w obronie spółki przed wrogim przejęciem.

### 3. PREWENCYJNE I REAKTYWNE METODY OBRONY SPÓŁKI-CELU PRZED WROGIM PRZEJĘCIEM

Obrona spółki przed wrogim przejęciem ma na celu umożliwienie jej zachowania odrębności prawno-ekonomicznej. Różnorodność dostępnych na polskim rynku metod obrony, skłania do podjęcia próby ich usystematyzowania.

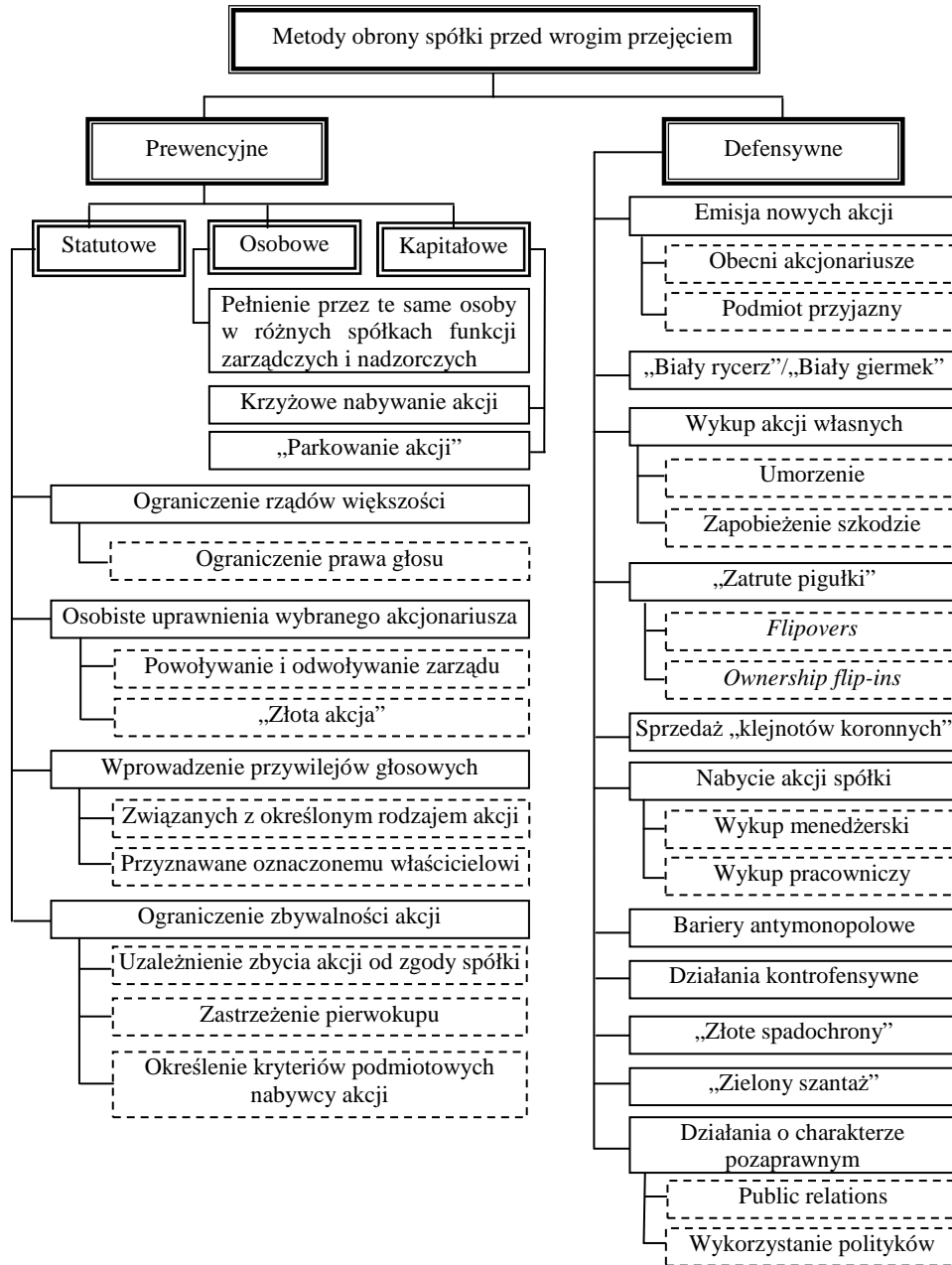
Podstawowa klasyfikacja metod obrony przed wrogim przejęciem wyróżnia sposoby prawne oraz ekonomiczne. W pierwszym przypadku, należy zastosować takie środki wskazane przez ustawodawcę lub zapisane w statucie spółki, które pozwolą przedsiębiorstwu wzywaniem na znaczące utrudnienie spółce przejmującej uzyskania na walnym zgromadzeniu liczby głosów umożliwiającej sprawowanie kontroli nad spółką. Z kolei w przypadku metod ekonomicznych, należy przeprowadzić takie działania, które będą prowadziły przede wszystkim do zwiększenia kosztów przejęcia w celu uznania przez potencjalnego przejmującego transakcji za nieopłacalną<sup>26</sup>.

<sup>23</sup> A. Sobol, *op. cit.*, s. 339.

<sup>24</sup> C. Podsiadlik, *op. cit.*, s. 54.

<sup>25</sup> D. Hahn, *Takeovers Rules in European Community: An Economic Analysis for Proposed Takeover Guidelines and Already Issued Disclosure Rules*, „International Review of Law and Economics” 1990, Vol. 10, s. 131.

<sup>26</sup> C. Podsiadlik, *op. cit.*, s. 59.



Rys 1. Prewencyjne i defensywne metody obrony spółki przed wrogim przejęciem

Źródło: opracowanie własne na podstawie A. Sobol, *Wrogie przejęcia w świetle postanowień XIII dyrektywy w sprawie publicznych ofert nabycia akcji*, „Monitor Prawniczy” 2005, nr 7.



Kolejny podział sposobów obrony spółki przed wrogim przejęciem opiera się na wyróżnieniu metod prewencyjnych i defensywnych (zob. rys. 1).

Zasadniczym celem zastosowania środków prewencyjnych jest zapobieżenie próbom przejęcia kontroli nad spółką akcyjną wbrew woli jej organów kierowniczych lub określonej grupy właścicieli. Zabezpieczający charakter tych metod obrony polega na tym, że nie są one podejmowane w związku z konkretnym (już ogłoszonym lub też planowanym) wezwaniem. Służą one bowiem zniechęceniu potencjalnych wzywających do próby przejęcia kontroli nad spółką. Cechą charakterystyczną metod prewencyjnych jest statutowy lub umowny charakter środków użytych do zabezpieczenia spółki przed przejęciem. W związku z tym ich implementacja nie zależy wyłącznie od zarządu spółki (choć zwykle następuje z jego inicjatywy), ale wymaga przede wszystkim zgody walnego zgromadzenia akcjonariuszy.

Wśród środków służących obronie spółki przed wrogim przejęciem – których regulacje zawarte zostały w statucie spółki – znajdują się postanowienia pozwalające na ukształtowanie takiego układu sił w przedsiębiorstwie, aby odbiec od zasady rządów większości (nazywanej także zasadą proporcjonalności zaangażowania kapitałowego i praw udziałowych). Zapisanie w statucie spółki takich regulacji uniemożliwia akcjonariuszowi, który skupił większość akcji spółki efektywne wykonywanie kontroli nad przedsiębiorstwem. Akcjonariusz kontrolujący spółkę kapitałowo traci decydujący wpływ na skład osobowy jej organów oraz podejmowanie uchwał na walnym zgromadzeniu. Należy wskazać, iż art. 411 k.s.h. dopuszcza statutowe ograniczenie prawa głosu akcjonariuszy powyżej jednej piątej ogółu głosów w spółce, przy czym ograniczenie to może dotyczyć wyłącznie wykonywania prawa głosu z akcji przekraczających limit głosów określony w statucie. Ponadto statut spółki może także przewidywać kumulację głosów należących do akcjonariuszy, między którymi istnieje stosunek dominacji lub zależności w rozumieniu k.s.h. lub odrębnej ustawy, oraz określać zasady redukcji głosów<sup>27</sup>. Prewencja spółki publicznej przed wrogim przejęciem przy wykorzystaniu „czap głosowych” (ang. *voting caps*) może skutecznie zniechęcać potencjalnego agresora do próby przejęcia spółki w drodze publicznego wezwania, gdyż w związku z ich wprowadzeniem nie będzie możliwe wykonywanie rzeczywistej kontroli nad spółką nawet w przypadku, gdyby podmiot przejmujący sprzedał później część posiadanych akcji zaprzyjaźnionemu akcjonariuszowi, który na walnym zgromadzeniu głosowałby tak jak atakujący<sup>28</sup>.

<sup>27</sup> R. Pabis, *Zmiana kodeksu spółek handlowych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2005, nr 11, s. 26.

<sup>28</sup> W celu zachowania przejrzystości rynku kapitałowego informacje o istnieniu takiego porozumienia musiałyby zostać ujawnione. Zob. *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD*, rozdz. I, lit. D.

Kolejną grupę prewencyjnych środków obrony stanowią postanowienia statutowe przyznające indywidualnie oznaczonym akcjonariuszom osobiste uprawnienia. Mogą one dotyczyć m. in. powoływania i odwoływania członków zarządu lub rady nadzorczej oraz stanowić podstawę dla kreowania „złotych akcji”, z którymi związane są uprawnienia umożliwiające akcjonariuszowi kontrolę strategicznych decyzji w spółce niezależnie od wielkości jego zaangażowania kapitałowego. Należy jednakże wskazać, iż konstrukcja „złotej akcji” uznawana jest za niedopuszczalną z uwagi na jej sprzeczność z naturą spółki akcyjnej i zasadą równego traktowania akcjonariuszy<sup>29</sup>.

Do reaktywnych środków obrony przed wrogim przejęciem należy zaliczyć również przewidziane w statucie spółki przywileje głosowe związane z określonym rodzajem akcji lub przyznane indywidualnie oznaczonemu akcjonariuszowi. Jednakże zgodnie z literą prawa polskiego znaczenie tego środka jest znikome z uwagi na zakaz stosowania akcji uprzywilejowanych co do głosu w spółkach publicznych (art. 351 § 2 k.s.h.).

Kolejną kategorię środków prewencyjnych stanowią postanowienia statutowe, które ograniczają zbywalność akcji spółki. Można tu wymienić m. in. uzależnienie rozporządzenia akcjami od zgody spółki lub określonych akcjonariuszy, zastrzeżenie pierwokupu akcji na rzecz określonych akcjonariuszy czy też określenie kryteriów podmiotowych, jakie musi spełniać nabywca akcji. Postanowienia te mają służyć stabilizacji układu sił w spółce oraz zmniejszać płynność obrotu akcji<sup>30</sup>. Warto dodać, iż na gruncie polskiego prawa wskazane statutowe ograniczenia mogą odnosić się wyłącznie do akcji imiennych.

Przed groźbą wrogiego przejęcia – oprócz wskazanych powyżej postanowień statutowych – mogą zabezpieczyć spółkę również stabilne powiązania kapitałowe (oparte m. in. na tzw. krzyżowym nabywaniu akcji, ang. *crossholdings* lub „parkowaniu akcji”) czy osobowe (pełnienie przez te same osoby funkcji zarządczych i nadzorczych w różnych spółkach) z innymi spółkami oraz instytucjami finansowymi „przyjaznymi” w stosunku do aktualnych menedżerów i podmiotów kontrolujących spółkę<sup>31</sup>.

Drugą grupę metod obrony przed wrogim przejęciem stanowią sposoby defensywne. Polegają one na podejmowaniu działań w momencie realnego zagrożenia wrogim przejęciem. Metody te noszą również nazwę metod reaktywnych, gdyż są one reakcją spółki na zaistniałą sytuację. Do metod mających udaremnić planowane lub ogłoszone już wezwanie należą<sup>32</sup>:

<sup>29</sup> A. Bonar, *Nie każda „złota akcja” jest złota*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2003, nr 3, s. 40–41.

<sup>30</sup> J. H. Farrar, *Business Judgement and Defensive Tactics in Hostile Takeover Bids*, „Canadian Business Law Journal” 1989, Vol. 15, s. 42.

<sup>31</sup> K. Oplustil, *Obrona przed wrogim przejęciem publicznej spółki akcyjnej w prawie europejskim i polskim – uwagi de lege lata i de lege ferenda (cz.II)*, „Prawo spółek” 2006, nr 6, s. 2.

<sup>32</sup> C. Podsiadlik, *op. cit.*, s. 296 i nast.

- emisja nowych akcji w ramach kapitału docelowego. Działanie to ma na celu zwiększenie liczby akcji, które podmiot wzywający powinien nabyć, aby przejąć kontrolę nad spółką. Sytuacja ta jest niekorzystna z punktu widzenia spółki–agresora, gdyż prowadzi ona do zwiększenia kosztów operacji wrogiego przejścia i może skutecznie zniechęcić podmiot przejmujący do przeprowadzenia planowanej transakcji;
- pozyskanie „białego rycerza” lub „białego giermka” (ang. *white knight* lub *white squire*). Obrona przed wrogim przejściem przejawia się tutaj w znalezieniu podmiotu zainteresowanego przejściem spółki–celu, który jednocześnie będzie przyjaźnie nastawiony do obecnego zarządu;
- nabycie akcji spółki przez zarząd (ang. *MBO* – wykup menedżerski) lub jej pracowników (ang. *EBO* – wykup pracowniczy);
- obniżenie wartości spółki przez sprzedaż jej cennych aktywów, tzw. klejnotów koronnych (ang. *crown jewels*);
- zaciągnięcie zobowiązań w znacznej wysokości, czyli posiadanie tzw. zatrutych pigułek (ang. *poison pills*). Cechą charakterystyczną tego instrumentu obrony jest możliwość jego zastosowania w sytuacji, gdy pakiet większościowej akcji zmieni właściciela<sup>33</sup>. Do tego momentu, prawa z niego wynikające są niejako uśpione i nie kreują konsekwencji prawnych. Wyróżnia się dwa podstawowe rodzaje zatrutych pigułek: *flipovers* oraz *ownership flip-ins*<sup>34</sup>;
- nabycie przez spółkę zagrożoną przejściem spółek z branży, w której działa przedsiębiorstwo wzywające w celu stworzenia barier wynikających z prawa antymonopolowego (ang. *anti-trust defense*);
- podjęcie działań kontrofensywnych polegających na dokonaniu – przez zarząd spółki przejmowanej – adresowanego do akcjonariuszy spółki przejmującej wezwania do sprzedaży lub zamiany akcji. W tym wypadku obrona przed wrogim przejściem jest próbą przejścia podmiotu, ze strony którego pojawiło się zagrożenie przejściem (ang. *pac-man defense*);
- przystanie na „zielony szantaż” (ang. *greenmail*). W przypadku tej transakcji spółka nabywa akcje własne od grożącego jej przejściem podmiotu płacąc wysoką premię ponad wartość rynkową<sup>35</sup>;
- wykorzystanie „złotych spadochronów”, czyli zmiana zapisów w kontraktach menedżerskich polegająca na wprowadzeniu do tych umów postanowień przewidujących wysokie odszkodowania i odprawy dla odwoływanych członków zarządu (ang. *golden parachutes*)<sup>36</sup>. Działania te niewątpliwie zwiększają koszty planowanego przejścia i stanowią obronę przed jego przeprowadzeniem, jednakże z drugiej strony zapis taki ma również negatywne strony.

<sup>33</sup> A. Helin, K. Zorde, *op. cit.*, s. 95.

<sup>34</sup> Zob. T. Jenkinson, C. Mayer, *op. cit.*, s. 27.

<sup>35</sup> T. Sójka, *Umorzenie akcji*, Zakamycze, Kraków 2004, s. 79.

<sup>36</sup> A. Szymańczyk, *Przyczyny przejść kapitałowych i prawne sposoby ich zapobieganiu*, „Finanse. Finansowy kwartalnik internetowy”, [www.e-finanse.com](http://www.e-finanse.com).

W przypadku, gdy zarząd nie działa efektywnie, podejmuje niewłaściwe decyzje i nie kreuje wyższej wartości spółki, istnieć mogą trudności z jego odwołaniem i problemy z wypłatą odpraw;

– działania o charakterze pozaprawnym. Przeważają tu działania z zakresu *public relations* (polegające na właściwym kształtowaniu relacji inwestorskich, wszczęciu kampanii medialnej mającej zniechęcić akcjonariuszy do przyjęcia oferty zawartej w wezwaniu czy zabieganiu przez spółkę o poparcie wybranych polityków i ich partii);

– nabycie akcji własnych na podstawie i w granicach upoważnienia udzielonego zarządowi na mocy art. 362 k.s.h §1 pkt 2 w celu ich umorzenia bądź zapobieżenia bezpośrednio zagrażającej spółce poważnej szkodzie, jaka może wyniknąć dla przedsiębiorstwa w związku z jej przejęciem przez inny podmiot. Wykup własnych akcji przez spółkę publiczną zmniejsza ich płynność oraz wywołuje efekt popytowy skutkujący zwykle podwyższeniem ich kursu giełdowego, zwiększając jednocześnie koszty przejęcia.

#### 4. ROLA I ZNACZENIE NABYCIA AKCJI WŁASNYCH W PROCESIE OBRONY SPÓŁKI PRZED WROGIM PRZEJĘCIEM

Wykupy akcji własnych stanowią operację odwrotną do ich emisji<sup>37</sup>. Polegają one na odpłatnym lub nieodpłatnym wejściu spółki w posiadanie wyemitowanym przez nią akcji, które wcześniej zostały objęte przez osoby trzecie. W anglojęzycznej literaturze przedmiotu odkupienia noszą nazwę *share repurchases*, a w opracowaniach amerykańskich określane są jako *buy-back*. Ten drugi termin stosowany jest również przez polskich teoretyków, jak i praktyków zarządzania, jednakże podkreślić należy, iż w ich rozumieniu *buy-back* jest często pojęciem węższym i oznacza wykup akcji własnych jedynie w celu umorzenia. Ponadto, niektórzy autorzy sugerują stosowanie tego terminu jedynie w przypadku finansowania nabycia akcji przez ich emitenta wypracowanym przez spółkę zyskiem netto<sup>38</sup>.

Odkupienie akcji własnych nazywane bywa również nabyciem pochodnym. Nazewnictwo to wynika z istoty samego wykupu, który można przeprowadzać jedynie na rynku wtórnym lub w drodze pierwszej oferty publicznej. Akcja, którą nabywa jej emitent, była zatem już wcześniej w posiadaniu osób trzecich, które pozyskały ją w drodze obrotu publicznego lub poza tym obrotem. Stąd też pochodny charakter instytucji wykupu.

<sup>37</sup> A. Opalski, *Kapitał zakładowy, zysk, umorzenie*, LexisNexis, Warszawa 2002, s. 287.

<sup>38</sup> P. Żak, *Jak zaksięgować umorzenie akcji*, „Rzeczpospolita”, 27.08.2005.

W prawie polskim istnieje generalny zakaz nabycia akcji własnych ustanowiony art. 362 § 1 k.s.h.<sup>39</sup> Zakaz ten dotyczy także nabycia tych walorów przez spółkę lub spółdzielnię zależną, jak również przez osoby trzecie działające na ich rachunek. Genezy zakazu nabycia akcji własnych szukać należy w ustawodawstwach państw zachodnich przełomu XIX i XX w. W tamtym okresie nabycie własnych praw udziałowych było bowiem zabronione, a ówczesni ustawodawcy postrzegali je jako prawną sprzeczność. W wyniku przeprowadzenia procedury odkupienia własnych akcji, spółka mogłaby stać się swoim właścicielem, co z kolei byłoby źródłem wielu nadużyć ze strony jej zarządu. Spółka mogłaby wtedy działać na szkodę akcjonariuszy i wierzycieli<sup>40</sup>.

Nadmienić należy, iż pierwsze regulacje prawne dotyczące nabycia akcji własnych pojawiły się w wolnej Polsce z końcem lat 20-tych XX w.<sup>41</sup> Jednakże generalny zakaz ich nabywania wprowadzono dopiero Kodeksem handlowym<sup>42</sup> w 1934 r., a następnie regulacje te zostały rozszerzone przez Kodeks spółek handlowych w 2001 r., który dopuszcza wykupy akcji własnych w celu zapobieżenia bezpośrednio zagrażającej spółce poważnej szkodzie, zaoferowania ich do nabycia pracownikom lub osobom zatrudnionym w spółce lub spółce z nią powiązanej przez okres co najmniej trzech lat, wypłacenia zobowiązań wynikających z instrumentów dłużnych zamiennych na akcje jeżeli akcje własne zostały nabyte przez spółkę publiczną, w drodze sukcesji uniwersalnej, umorzenia oraz nabycia przez instytucję finansową, która odkupuje za wynagrodzeniem w pełni pokryte akcje na cudzy rachunek celem ich dalszej odsprzedaży, w pełni pokrytych akcji nabytych w drodze egzekucji, celem zaspokojenia roszczeń spółki, których nie można zaspokoić w inny sposób z majątku akcjonariusza, nabycia w pełni pokrytych akcji nieodpłatnie, nabycia na podstawie i w granicach upoważnienia udzielonego przez walne zgromadzenie oraz nabycia akcji własnych w innych przewidzianych ustawą przypadkach.

Pomimo szerokiego wachlarza wyjątków od generalnego zakazu nabycia przedsiębiorstwo broniące się przed wrogim przejęciem może odkupić akcje własne w dwóch prawnie dopuszczonych celach, tj. w celu ich umorzenia oraz w celu zapobieżenia bezpośrednio zagrażającej spółce poważnej szkodzie.

W przypadku działań defensywnych z wykorzystaniem wykupu akcji własnych w procedurze umorzenia, nabycie może mieć charakter odpłatny, jak

<sup>39</sup> Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, DzU 2000, nr 94, poz.1037 z późn. zm.

<sup>40</sup> T. S ó j k a, *op. cit.*, s. 272–273.

<sup>41</sup> Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 22 marca 1928 r. – Prawo o spółkach akcyjnych, DzU 1928, nr 39, poz. 383, art. 126.

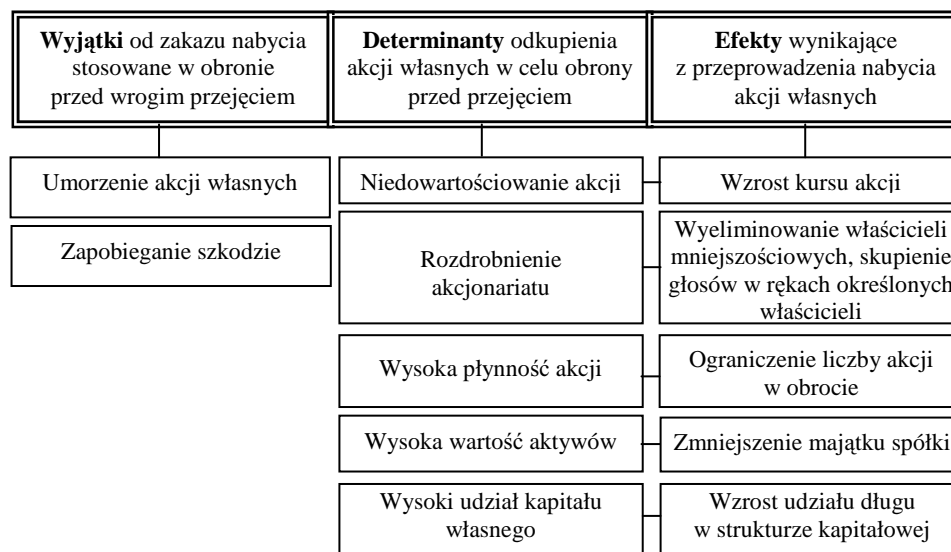
<sup>42</sup> Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 27 czerwca 1934 r. Kodeks handlowy, DzU 1934, nr 57, poz. 502.

i może być przeprowadzane bez wynagrodzenia, a samo umorzenie przybrać formę dobrowolną lub przymusową<sup>43</sup>.

W sytuacji, gdy próba obrony spółki przed wrogim przejęciem następuje z wykorzystaniem nabycia akcji własnych w celu zapobieżenia szkodzi, która może być wyrządzona spółce, zwrócić należy szczególną uwagę na jej trzy podstawowe cechy. Wrogie przejęcie jest szkodą dla spółki, gdyż ma charakter:

- potencjalny (nie wiadomo czy transakcja zostanie sfinalizowana),
- poważny (przejawiający się m. in. w zamiarze wyeliminowania spółki z rynku, przejęcia jej klientów, ograniczenia jej aktywności rynkowej czy też restrukturyzacji zatrudnienia),
- bezpośredni (odnoszący się do spółki, zarządu i czasami jej właścicieli).

Zarówno w przypadku nabycia akcji własnych w celu umorzenia, jak i wykupu mającego zapobiegać grożącej spółce poważnej szkodzi, decyzje o przeprowadzeniu wykupu celem obrony przedsiębiorstwa przed wrogim przejęciem mogą być determinowane wieloma czynnikami i prowadzić do określonych rezultatów (zob. rys. 2).



Rys. 2. Determinanty zastosowania wykupu akcji własnych w celu ochrony spółki przed wrogim przejęciem i możliwe efekty nabycia

Źródło: opracowanie własne.

<sup>43</sup> P. Wrześniewski, *Umorzenie akcji spółki akcyjnej*, „Rachunkowość” 2010, nr 11, s. 13–20.

Należy podkreślić, iż w przypadku obrony spółki przed wrogim przejęciem nie liczy się prawnie dopuszczony cel nabycia, ale efekty, jakie przynieść powinny podjęte działania. Wykup ma za zadanie doprowadzić do zwiększenia udziału kapitału obcego w strukturze kapitałowej spółki, zredukowania jej aktywów, podwyższenia ceny rynkowej akcji, zmniejszenia ich płynności oraz skupienia akcji w rękach określonej grupy właścicieli, co w konsekwencji ma spowodować, iż spółka przestanie być atrakcyjnym celem przejęcia<sup>44</sup>.

Istotnym wydaje się zwrócenie uwagi na fakt, iż obrona spółki przed wrogim przejęciem może zostać wzmocniona przez wykorzystanie odpowiedniej metody przeprowadzania wykupu. Jak wykazały badania na rynkach zachodnich, wykup akcji na otwartym rynku jest najlepszy w przypadku, gdy spółce zależy na skłonieniu podmiotu przejmującego do odstąpienia od transakcji z powodu wzrostu kosztów jej przeprowadzenia. Publiczne wezwanie do sprzedaży akcji powinno być stosowane w przypadku, gdy chcemy odstraszyć potencjalnego przejmującego wykorzystując do tego szybką zmianę struktury kapitałowej, natomiast transakcje pakietowe wykorzystać należy wtedy, kiedy spółka chce skoncentrować kapitał w rękach określonej grupy akcjonariuszy<sup>45</sup>.

Warto również dodać, iż źródła finansowania nabycia nie pozostają obojętne wobec podjęcia decyzji o odstąpieniu od przejęcia. Jeżeli wykup finansowany jest zaciągniętym na ten cel kapitałem obcym, to może on skutecznie zniechęcić potencjalnego przejmującego do dokonania przejęcia, gdyż znacząco zmieni się wtedy udział długu w strukturze kapitałowej spółki.

## 5. WYKUPY AKCJI WŁASNYCH JAKO SPOSÓB OBRONY SPÓŁKI PRZED WROGIM PRZEJĘCIEM NA WARSZAWSKIM PARKIECIE

Analizie poddano 112 spółek notowanych na GPW w Warszawie. Badane przedsiębiorstwa należały do wszystkich trzech makrosektorów gospodarczych, tj. przemysłu, handlu i usług oraz finansów. Okres badawczy objął lata 2001–2009, co podyktowane było wprowadzeniem w 2001 r. Kodeksu spółek handlowych znacznie rozszerzającego wyjątki od zakazu nabycia akcji przez ich emitenta i modyfikującego w dużym stopniu wcześniejsze regulacje z tego zakresu. Wszystkie ze spółek włączonych do próby badawczej co najmniej raz przeprowadziły odkupienie akcji własnych.

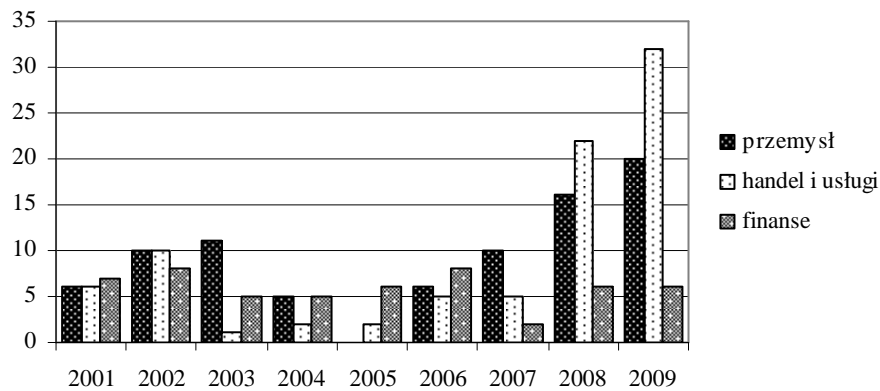
Wśród przedsiębiorstw dokonujących nabycia przeważały te, w których wykupy akcji własnych miały charakter jednorazowy (56% spółek) oraz dwukrotny (26% badanej zbiorowości). Zaznaczyć należy, iż największą liczbę wy-

<sup>44</sup> A. Dulinić, *Finansowanie przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007, s. 101.

<sup>45</sup> N. Vafeas, *Determinants of Choice between Alternative Share Repurchase Methods*, „Journal of Accounting, Auditing & Finance” 1997, Vol. 12, s. 101–124.

kupów (po 5 nabyć) zaobserwowano jedynie w przypadku 4% analizowanych przedsiębiorstw, czyli w 5 podmiotach.

Wykupy akcji własnych stają się – podobnie jak na rynkach zachodnich<sup>46</sup> – coraz częściej stosowaną przez spółki formą zwrotu środków pieniężnych do akcjonariuszy. Na warszawskim parkiecie od 2005 r. systematycznie wzrastała liczba odkupień zarówno wśród spółek przemysłowych, jak i tych prowadzących swoją działalność w sektorze handel i usługi, osiągając w 2009 r. liczbę odpowiednio 20 i 32 wykupów. Natomiast w sektorze finansowym odnotowano w latach 2008 i 2009 trzykrotnie większą w stosunku do roku 2007 liczbę nabyć własnych walorów (zob. rys. 3).



Rys. 3. Liczba wykupów akcji własnych na GPW w Warszawie w latach 2001–2009

Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji z bazy danych *Notoria Serwis SA*.

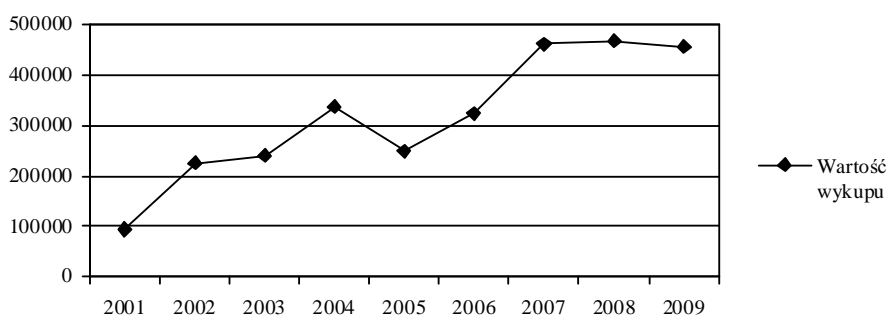
Zaobserwowany w ostatnich latach okresu badawczego wyraźny wzrost liczby spółek przeprowadzających nabycie akcji własnych związany jest przede wszystkim z sytuacją mającą miejsce na rynku finansowym. Niedowartościowanie akcji własnych oraz duże rozdrobnienie kapitału akcyjnego sprzyjały zapadaniu decyzji dotyczących przeprowadzania wrogich przejęć. W celu obrony spółki przed potencjalnym najeźdźcą lub też w przypadku próby zniechęcenia przedsiębiorstwa, które już ogłosiło wezwanie na akcje spółki – celu wykorzystuje się m. in. instytucję nabycia akcji własnych. Działanie to ma prowadzić do wzrostu ceny rynkowej akcji oraz skoncentrować kapitał w rękach wybranej grupy właścicieli, powodując utrudnienie przejęcia przedsiębiorstwa oraz zwiększenie kosztów takiej transakcji.

<sup>46</sup> G. Grukllon, R. Michaely, *Dividends, Share Repurchases and the Substitution Hypothesis*, „Journal of Finance” 2002, Vol. 57, s. 16–49.



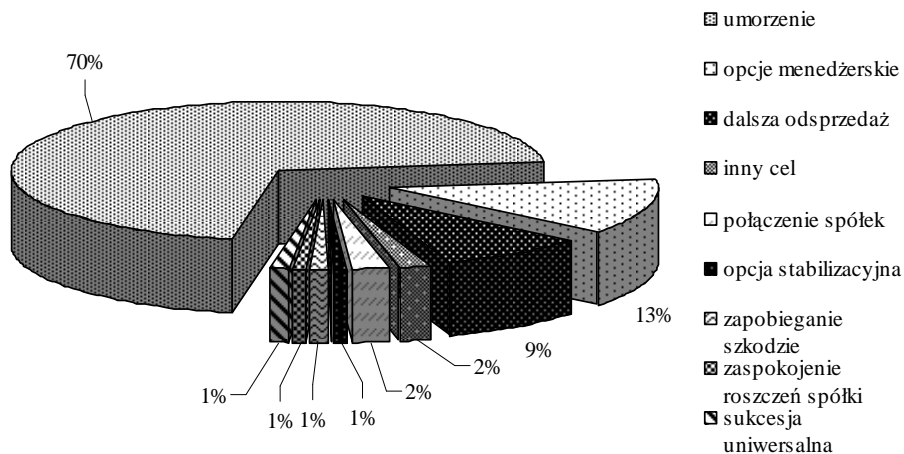
Należy zauważyć, iż od 2005 r. rośnie także wielkość środków pieniężnych zwracanych akcjonariuszom w formie wykupu akcji własnych. Świadczyć to może o fakcie, iż w warunkach rynkowego *prosperity* spółki pozyskały z rynku zbyt dużo – w stosunku do ich rzeczywistej wartości – kapitału własnego ze-wnątrznego (zob. rys. 4).

Kolejną przyczyną wzrostu liczby wykupów akcji własnych jest wprowadzenie w 2008 r. nowelizacji k.s.h. ułatwiającej przeprowadzenie nabycia i umorzenia akcji oraz ustanawiającej odkupienia własnych walorów w dowolnym celu w granicach upoważnienia udzielonego zarządowi przez walne zgromadzenie właścicieli. Wykup akcji własnych na warszawskim parkiecie w drodze wyjątków od generalnego zakazu nabycia przedstawiono na rys. 5.



Rys. 4. Łączna wartość środków pieniężnych przekazanych właścicielom w formie wykupu akcji własnych w latach 2001–2009 [w tys. zł]

Źródło: jak do rys. 3.



Rys. 5. Wykup akcji własnych w drodze wyjątków od zakazu nabycia w latach 2004–2010 [% wskazań]

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących spółek giełdowych.

Polskie spółki publiczne odkupywały akcje własne głównie w procedurze umorzenia, co stanowiło 70% wszystkich nabyć. Poza tą procedurą, dominowały wykupy w celu zaoferowania ich do nabycia pracownikom lub osobom zatrudnionym w spółce lub spółce z nią powiązanej przez okres co najmniej trzech lat (13%) oraz z zamiarem ich dalszej odsprzedaży (9%). Warto zauważyć, iż jako cel odkupienia zapobieżenie bezpośrednio zagrażającej spółce poważnej szkodzi wskazał jedynie 1% badanych przedsiębiorstw. Pogłębiona analiza przyczyn tego nabycia wykazała jednakże, iż wykup nie był w tym przypadku reakcją obronną spółek na groźbę ich przejęcia. Można zatem stwierdzić, iż skoro – zgodnie z literą prawa – spółki broniące się przed wrogim przejęciem mogą nabyć akcje własne jedynie na dwa sposoby, to obrona ta następuje zwykle w procedurze umorzenia.

Koniecznym wydaje się także zbadanie motywów determinujących podjęcie decyzji o wykupie akcji własnych. Rezultaty badań w oparciu o analizę raportów bieżących spółek publicznych przedstawiono w tab. 2.

Tabela 2

Motywy wykupu akcji własnych w latach 2004–2010 [% wskazań]

Lp.	Wyszczególnienie	%
1.	Niedowartościowanie akcji spółki na rynku kapitałowym	35,6
2.	Obniżenie kapitału zakładowego i zmiana struktury kapitałowej	25,7
3.	Realizacja programu motywacyjnego ustanowionego w spółce	13,9
4.	Umożliwienie akcjonariuszom wyjścia z inwestycji	6,9
5.	Zwrot wolnych środków pieniężnych właścicielom	5,1
6.	Zmiana struktury właścicielskiej przedsiębiorstwa	3,0
7.	Wysoka płynność akcji na rynku kapitałowym	3,0
8.	Próba zwiększenia wartości wskaźnika „zysk na akcję”	3,0
9.	Brak rentownych projektów inwestycyjnych	2,0
10.	Stopniowa likwidacja przedsiębiorstwa	0,9
11.	Wydanie akcji akcjonariuszom podmiotu przejmowanego	0,9
12.	Obrona spółki przed wrogim przejęciem	0,0
Razem		100,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących spółek giełdowych.

Należy zauważyć, iż żadna z analizowanych spółek nie wskazała na obronę przedsiębiorstwa przed wrogim przejęciem jako na motyw nabycia akcji własnych. Oznacza to, iż podane przez spółki do publicznej wiadomości inne mo-

tywy odkupienia mogą pośrednio świadczyć o próbie obrony przedsiębiorstw przed wrogim przejęciem. Przeprowadzanie działań defensywnych w związku z wrogim przejęciem może być również wyrażone pośrednio przez wskazanie jako dominującej przyczyny wykupu niedowartościowania akcji (35,6%), czego źródeł upatrywać należy w kryzysie na rynku finansowym przyczyniającym się do wyceny spółek poniżej ich faktycznej wartości. Działania o charakterze obronnym mają w tym przypadku doprowadzić do wzrostu ceny rynkowej akcji. Ponadto, spółki zagrożone przejęciem mogą próbować również zwiększać udział długu w kapitale całkowitym (25,7% wskazań), próbować zmienić strukturę właścicielską koncentrując akcje i uprawnienia z nich wynikające w rękach wybranej grupy właścicieli (3%), zmniejszyć liczbę akcji w obrocie (3%), zredukować majątek spółki przez jej częściową likwidację (0,9%) oraz wydać akcje własne przejętemu podmiotowi prowadzącemu swoją działalność w branży, w której działa podmiot ogłaszający wezwanie na akcje spółki–celu.

#### **6. PRZYKŁADY OBRONY SPÓŁEK PRZED WROGIM PRZEJĘCIEM Z WYKORZYSTANIEM WYKUPÓW AKCJI WŁASNYCH**

Analizie poddane zostały 3 spółki, które w ostatnich latach miały być celem wrogiego przejęcia, tj. W.Kruk SA, Emperia SA oraz Bogdanka SA. Wybór tych spółek podyktowany był zastosowaniem przez nie różnych metod obrony przed przejęciem (zob. tab. 3).

Pierwsze wrogie przejęcie na warszawskim parkiecie miało miejsce w 2008 r., kiedy to producent odzieży męskiej Vistula&Wólczanka SA ogłosił wezwanie do sprzedaży akcji firmy jubilerskiej W.Kruk SA z zamiarem przejęcia kontroli nad tą spółką. Mimo iż zarząd V&W informował wcześniej o zamiarach przejęcia trzech podmiotów, akcjonariusze i kierownictwo W.Kruka zostali jego działaniami zaskoczeni, gdyż przedsiębiorstwa te nie konkurowały ze sobą w sposób bezpośredni, korzystały z innych technologii i działały na odrębnych rynkach docelowych. Jednakże W.Kruk stał się celem ataku ze względu na silną pozycję przedsiębiorstwa na rynku i posiadanie marki odzieżowej Deni Cler.

Nadmienić należy, iż czynnikiem decydującym o ogłoszeniu wezwania na akcje W.Kruka był jego rozproszony akcjonariat, a akcje spółki posiadały głównie instytucje finansowe nie zainteresowane bezpośrednim zarządzaniem spółką. Największy pakiet akcji należał do przewodniczącego rady nadzorczej Wojciecha Kruka (22% kapitału zakładowego), który rozważał różne metody obrony spółki przed wrogim przejęciem. Było to:

- znalezienie „białego rycerza”,
- ogłoszenie kontrwezwania,

- skup akcji własnych,
- przekonanie pozostałych właścicieli do niesprzedawania akcji.

Tabela 3

## Metody obrony przed wrogim przejęciem na GPW w Warszawie

Spółka–cel	Przejmujący	Zastosowane lub rozważane metody obrony przed wrogim przejęciem	Dokonanie przejęcia
W.Kruk SA	V&W SA	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Prowadzenie negocjacji z podmiotem przyjaznym zarządowi;</li> <li>2. Ogłoszenie wezwania na zakup akcji V&amp;W SA;</li> <li>3. Rozpatrywanie skupu akcji własnych;</li> <li>4. Prowadzenie działań informacyjnych mających na celu przekonać akcjonariuszy do nieodpowiadania na wezwanie.</li> </ol>	<p>TAK</p> <p>Działania obronne nie przyniosły zamierzonych efektów. W.Kruk został przejęty przez W&amp;V, a następnie skupując akcje W&amp;V rodzina Kruków odzyskała wpływy w spółce</p>
Emperia SA	Eurocash SA	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Rozpoczęcie wykupu akcji własnych w ramach dwóch programów nabycia o różnych parametrach.</li> </ol>	<p>NIE</p> <p>Do przejęcia nie doszło, gdyż obie spółki wypracowały porozumienie i realizują umowę inwestycyjną</p>
Bogdanka SA	New World Resources	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Prowadzenie kampanii informacyjnej;</li> <li>2. Zaangażowanie w obronę głównego akcjonariusza, związków zawodowych i polityków;</li> <li>3. Rozpatrywanie zwiększenia kapitału akcyjnego;</li> <li>4. Szukanie „białego rycerza”.</li> </ol>	<p>NIE</p> <p>Efektywna komunikacja z inwestorami doprowadziła do niskiego zainteresowania wezwaniem. Przejęcie nie doszło do skutku</p>

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów giełdowych spółek.

Obrona W.Kruka przed wrogim przejęciem rozpoczęła się od próby znalezienia inwestora przyjaznego zarządowi spółki. Negocjacje z jedną z największych włoskich firm jubilerskich nie zostały sfinalizowane ze względu na krótki, bo dwutygodniowy, termin wezwania V&W. Kolejną metodą obrony przed przejęciem miało być ogłoszenie kontrwezwania, jednakże jego realizacja nie powiodła się w związku ze zbyt dużymi kosztami obsługi kredytu. Z tych samych względów nie przeprowadzono również wykupu akcji własnych w celu ich umorzenia.

Ostatnim sposobem obrony przed wrogim przejęciem miało być przekonanie pozostałych właścicieli do niesprzedawania akcji. W tym celu została spe-

cialnie wynajęta firma PR, której celem było stworzenie kampanii podkreślającej silny związek rodziny Kruków z ich spółką, a zarząd W.Kruka wydał oświadczenie, w którym rekomendował niereagownie na ofertę V&W, wskazując na zaferowanie zbyt niskiej ceny akcji, brak oszczędności kosztowych wynikających z fuzji oraz na bardzo dobre perspektywy rozwojowe spółki, powiększenie sieci sprzedaży i wzrost zysku.

Obrona przed wrogim przejęciem zakończyła się wraz z ogłoszeniem przez V&W nowej, wyższej ceny wezwania, również na walory zgłoszone do sprzedaży wcześniej. Na wezwanie odpowiedzieli właściciele ponad 66% akcji, w tym również główny akcjonariusz, redukując swój udział w kapitale spółki do niecałych 5%. Jednocześnie, dążąc do odzyskania swojego biznesu i zachowania rodzinnych tradycji, rozpoczął – za środki uzyskane ze sprzedaży akcji W.Kruka – nabywanie akcji V&W (skupił przeszło 5% akcji) i szukanie koalicjanta, którego znalazł w osobie Jerzego Mazgaja. Prezes Alma Market SA posiadał 6% udziału w kapitale V&W SA. Połączenie sił obu akcjonariuszy doprowadziło do przejęcia przez nich kontroli na V&W i odzyskania przez rodzinę Kruków wpływu na działalność W.Kruka.

Kolejną spółką, która stała się celem wrogiego przejęcia w 2010 r. była Emperia SA, której propozycję połączenia – w drodze wymiany 100% jej akcji na akcje spółki przejmującej – złożył zarząd Eurocash SA. Parytet wymiany wynosił: 1 akcja Emperii za 3,76 akcji Eurocashu.

Należy zaznaczyć, iż podjęte przez spółkę działania defensywne budzą szereg kontrowersji. Zarząd Emperii odrzucił propozycję Eurocashu i zarekomendował takie samo działanie swoim akcjonariuszom. Jak wskazuje M. Romanowski, już samo odrzucenie oferty wywołuje poważne wątpliwości prawne, gdyż zarząd może w takiej sytuacji wyrazić jedynie niewiążącą akcjonariusza opinię a nie przyjmować lub odrzucać zapowiedź złożenia oferty, która ma być skierowana do właścicieli. Ponadto uważa się, iż błędem Emperii było również zaniechanie uzasadnienia negatywnej rekomendacji. Uzasadnienie to wydane zostało dopiero w terminie późniejszym. Wydaje się także, iż zarząd nie miał podstaw do składania jakichkolwiek rekomendacji do momentu opublikowania prospektu emisyjnego Eurocashu, który stanowiłby konkretną propozycję przejęcia. Zarząd Emperii odrzucił *de facto* zapowiedź złożenia oferty a więc coś, czego jeszcze formalnie nie było<sup>47</sup>.

W ramach obrony przed wrogim przejęciem, zarząd Emperii opublikował trzyletnią prognozę finansową oraz przedstawił atrakcyjną politykę dywidendową. Natychmiast rozpoczął również realizację uchwalonego wcześniej programu skupu akcji własnych (tzw. pierwszy program), który pozwalał na odkupienie 2,65% kapitału zakładowego. Ponadto, uchwalony został nowy program skupu (tzw. drugi program), na który NWZA przeznaczyło 500 mln zł, a planowana

<sup>47</sup> M. Romanowski, *Granice obrony przed przejęciem – na przykładzie Emperii i Eurocashu*, <http://www.parkiet.com/artykul/97623.html>.

wielkość wykupu stanowiła 25% kapitału zakładowego. Właściciele upoważnili także zarząd do emisji nowych akcji w granicach kapitału docelowego z wyłączeniem prawa poboru.

Warto zaznaczyć, iż duże wątpliwości budziły nie tylko istotne różnice w parametrach obu programów wykupu w celu umorzenia, ale również warunki ich przeprowadzania. Nadmienić należy, iż w przypadku, gdy nabycie własnych walorów finansowane jest kapitałem własnym, środki pieniężne przeznaczone na odkupienie nie mogą przekroczyć wartości tzw. sumy dywidendowej. W przypadku Emperii wynosiła ona ok. 40 mln zł i była prawie trzynastokrotnie niższa, niż zadeklarowana kwota wykupu w ramach drugiego programu. Przypuszcza się zatem, iż wykup akcji własnych w celu umorzenia miał zostać w znaczącej części sfinansowany kapitałem obcym, przy czym wymagane jest wtedy postępowanie konwokacyjne, które nie miało miejsca.

Wątpliwości co do poprawności przyjętej przez akcjonariuszy Emerii uchwały budzi również ilość akcji własnych zadeklarowanych do skupienia. Miały one stanowić 25% kapitału zakładowego, podczas gdy k.s.h. wprowadza maksymalną granicę wykupu w wielkości 20% tego kapitału<sup>48</sup>.

W związku z poważnymi wątpliwościami co do poprawności podjętej uchwały Eurocash zaskarżył ją, a na jego wniosek sąd zakazał Emperii realizacji odkupienia do czasu zakończenia prawomocnego postępowania sądowego. Jednakże sąd apelacyjny uchylił ten wyrok.

Do wrogiego przejęcia Emperii przez Eurocash nie doszło, gdyż władze Emerii zgodziły się na sprzedaż 17 spółek zależnych zajmujących się dystrybucją produktów spożywczych. Najważniejszym aktywem, które przejdzie w ręce Eurocashu będzie spółka Tradis, za którą zapłaci on zarówno swoimi akcjami, jak i gotówką. W przypadku, gdy umowa inwestycyjna nie dojdzie do skutku, Eurocash będzie zobowiązany do zapłaty odstępnego w wysokości 200 mln zł.

Próba wrogiego przejęcia było również ogłoszenie przez czeski koncern węglowy New World Resources w 2010 r. wezwania na akcje kopalni Bogdanka SA. Spółka wydawała się być idealnym celem przejęcia, gdyż jej akcjonariat był rozproszony, właścicielami były głównie fundusze inwestycyjne i emerytalne, a Skarb Państwa zostawił sobie jedynie niewielki pakiet akcji i nie miał już kontroli nad spółką<sup>49</sup>.

Cena wezwania wyniosła 100,75 zł i przynosiła inwestorom kilkunastoprocentową premię w zamian za przejęcie spółki. Oferta ta wydawała się być atrakcyjna, gdyż zaoferowana cena była ponad dwukrotnie wyższa od tej, po której Skarb Państwa sprzedawał akcje Bogdanki w ofercie publicznej i o 43% wyższa od ceny wcześniejszego odkupu akcji przez fundusze emerytalne. Powodzenie

<sup>48</sup> A. Opalski, *Co da spółkom akcyjnym reforma kapitału zakładowego*, „Rzeczpospolita”, 20.08.2008.

<sup>49</sup> Nie wprowadzono żadnych – w przeciwieństwie do PKN ORLEN czy LOTOSU – postanowień statutowych, które zabezpieczyłyby spółkę przed wrogim przejęciem.

wezwania uzależnione zostało od złożenia zapisów na sprzedaż 75% akcji (w planach było jednakże nabycie 100% kapitału zakładowego). Przyszłość Bogdanki uzależniona była zatem od odpowiedzi inwestorów na wezwanie. W związku z tym zarząd spółki zdecydował się na strategię obrony przejawiającą się w sprawnej komunikacji z inwestorami. Kategorycznie sprzeciwił się wezwaniu dowodząc, że oferowana przez NWR cena jest rażąco niższa od wartości godziwej spółki. Analitycy finansowi podwyższyli cenę docelową do 118 zł, a w przypadku podwojenia wydobycia węgla cena ta miała się wahać w granicach 150–180 zł za akcje. Wyniki analizy wpłynęły na słabe zainteresowanie wezwaniem. Bogdanka prowadziła wyczerpującą kampanię informacyjną wskazując, iż gdyby przejęcie doszło do skutku, korzyści odniosłoby jedynie NWK. Ponadto, w obronę przed wrogim przejęciem zaangażował się także główny akcjonariusz (AVIVA OFE), związkowcy i politycy.

Należy zaznaczyć, iż Bogdanka rozpatrywała również inne sposoby obrony przed wrogim przejęciem. Miało to być zwiększenie kapitału akcyjnego, zapowiedzenie wypłaty dywidendy oraz znalezienie inwestora przyjaznego, którym miała być Jastrzębska Spółka Węglowa. Jednakże metody te nie zostały wprowadzone w życie, gdyż efektywna komunikacja z inwestorami przyniosła zamierzone efekty.

## 7. ZAKOŃCZENIE

Wrogie przejęcia stają się coraz częściej spotykaną na polskim rynku kapitałowym formą łączenia się przedsiębiorstw. Celem przejęcia są zwykle takie spółki, których akcjonariat jest rozproszony, a głównym celem właścicieli jest wypracowanie zysków kapitałowych (fundusze inwestycyjne i emerytalne, inwestorzy krótkoterminowi itp.). Ponadto, wiele spółek jest wycenianych przez rynek poniżej ich prawdziwej wartości, co powoduje dodatkowo, iż stają się tanim i łatwym celem wykupu.

Wykupy akcji własnych są jedną z wielu reaktywnych metod obrony przed wrogim przejęciem. Jak wykazały badania, z roku na rok sukcesywnie wzrasta liczba przedsiębiorstw dokonujących nabycia własnych walorów, jak i kwoty na nie przeznaczane. Odkupienia przynoszą bowiem wiele pozytywnych – z punktu widzenia spółki–celu – rezultatów, takich jak: wzrost rynkowej ceny akcji, skupienie głosów w rękach wybranej grupy właścicieli, zmniejszenie płynności akcji czy udziału długu w strukturze kapitałowej. Uzyskane dzięki wykupom efekty powodują, iż spółka przestaje być dobrym celem wrogiego przejęcia. Można zatem stwierdzić, iż nabycia akcji własnych mogą być skuteczną metodą obrony przed spółką–agresorem.

*Aleksandra Pieloch***SHARE REPURCHASES AS A METHOD OF DEFENCE AGAINST  
HOSTILE TAKEOVER DONE ON WARSAW STOCK EXCHANGE**

The main purpose of this article is to show place, role and meaning of the public polish companies' share repurchases in a defensive action against hostile takeover.

The paper is divided into two main parts. The first one, constitutes the theoretical consideration which is scarified to hostile takeovers and share repurchases. The second part is an empirical material which is concentrated on: amount of polish companies caring out share repurchases, motives of conducting buy-backs and empirical experiences of polish entrepreneurs that used share repurchases as a method of defense against hostile takeovers.

**Key words:** hostile takeovers, share repurchase, company defence, buy-back, share repurchase's motives.