

ANDRZEJ ZYGUŁA

## Wrogie przejęcia przedsiębiorstw — taktyki obrony przed niepożądanymi ofertami

Przemiany gospodarcze, polityczne i społeczne, jakie miały miejsce na świecie w ostatnich latach, doprowadziły do nasilających się procesów koncentracji kapitału, czego objawem jest narastająca fala fuzji i przejęć we wszystkich dziedzinach życia gospodarczego.

Gospodarka polska, stojąca wobec zaostrzającej się walki konkurencyjnej na rynku wewnętrznym, zwiększającego się udziału inwestorów zagranicznych oraz wobec coraz bliższego wejścia do Unii Europejskiej, również nie oparła się tym procesom.

W początkowym etapie transformacji gospodarczej, w związku ze słabo rozwiniętym rynkiem kapitałowym i niewielką własnością prywatną, procesy te były przede wszystkim związane z prywatyzacją przedsiębiorstw państwowych. Procesy prywatyzacyjne wkroczyły już jednak w nowy etap, gdzie siłą napędową jest już nie tylko Skarb Państwa, lecz również mechanizm gospodarki wolnorynkowej. Przejęcia związane z wielkimi prywatyzacjami są zatem w fazie schyłkowej. Obecnie dzięki dynamicznemu rozwojowi rynku kapitałowego można zaobserwować początek drugiej fali tego procesu — łączenie i przejmowanie przedsiębiorstw od początku prywatnych lub sprywatyzowanych. Fuzje i przejęcia w Polsce wkroczyły dzięki temu w nowy etap, przechodząc od przejęć prywatyzacyjnych do klasycznych transakcji rynkowych.

W praktyce gospodarczej można spotkać się z wieloma formami fuzji i przejęć. Najbardziej spektakularną wśród nich i zawsze wzbudzającą duże emocje, łączone z jednej strony z wyszukаныmi technikami „ataku”, a z drugiej strony z wysublimowanymi strategiami i taktykami obrony, choć relatywnie rzadko występującą na rynku, jest transakcja tzw. wrogiego przejęcia. Transakcje te są szczególnie popularne w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii. W Polsce, gdzie rynek kapitałowy ma stosunkowo krótką historię, występują także zdarzenia mające znamiona wrogich przejęć, prób wrogich przejęć czy też zapobieżenia próbom wrogich przejęć.

Niezwykła aktualność problematyki wrogich przejęć stała się główną przyczyną podjęcia jej w ramach niniejszego artykułu. Ze względu jednak na rozległość tej

problematyki niemożliwe jest naświetlenie wszystkich zagadnień z nią związanych. Artykuł koncentruje się więc jedynie na działaniach podejmowanych przez spółkę będącą obiektem wrogiego przejęcia i stawia sobie za cel kompleksową prezentację technik obrony pozostających do jej dyspozycji. Ponadto na przykładzie próby przejęcia BIG Banku Gdańskiego przez Deutsche Bank omawia i ocenia strategię obrony zastosowaną przez zarząd zaatakowanej spółki.

## 1. Sposoby obrony przed wrogimi ofertami przejęcia

Przejęcie (*take over, acquisition*), zwane też akwizycją lub wykupem, definiowane jest najczęściej jako zdobycie kontroli jednej firmy (przejmującej) nad drugą (przejmowaną) poprzez nabycie kontrolnego pakietu akcji/udziałów w ilości wystarczającej do kontroli i zarządzania.

Przejęcie może nastąpić również przez m.in.<sup>1</sup>:

- zakup majątku (aktywów),
- uzyskanie pełnomocnictwa (grupa akcjonariuszy lub jeden z nich uzyskuje większościowe prawo głosu na walnym zgromadzeniu w imieniu udzielających pełnomocnictwa),
- prywatyzację polegającą na wykupie przez grupę inwestorów (składająca się zwykle z kierownictwa danego przedsiębiorstwa oraz inwestorów zewnętrznych) akcji notowanych na giełdzie i wycofaniu firmy z obrotu publicznego, przejmując nad nią kontrolę.

Istotną cechą przejęć jest to, że przejęta firma nie traci w chwili przejęcia osobowości prawnej i nic nie stoi też na przeszkodzie, aby spółka przejęta i przejmująca dokonały w późniejszym okresie pełnego połączenia.

Ze względu na sposób przejęcia można wyróżnić *przejęcie przyjazne* (*friendly take-over*) i *wrogie* (*hostile take-over*).

W pierwszym przypadku transakcja przejęcia jest negocjowana wspólnie przez zarządy obydwóch spółek, które razem ustalają warunki transakcji.

W przypadku wrogiego przejęcia zarząd spółki przejmującej zgłasza ofertę nabycia akcji spółki przejmowanej bezpośrednio akcjonariuszom tej spółki z pominięciem jej organów, a niekiedy wbrew tym organom. Wrogie przejęcie jest więc zwykłą transakcją udziałową, polegającą na nabyciu akcji spółki przejętej od jej akcjonariuszy przez spółkę przejmującą, która staje się tym samym akcjonariuszem spółki przejętej. Tak zdefiniowana transakcja może być przeprowadzona tylko w formie przejęcia akcji ogólnie dostępnych, czyli znajdujących się w obrocie publicznym. Oznacza to, że wrogie przejęcie może dotyczyć jedynie spółek giełdowych.

Spółka, która zamierza uzyskać kontrolę nad inną spółką na drodze wspomnianego przejęcia, musi się jednak liczyć z możliwością podjęcia działań obronnych przez

<sup>1</sup> Por. *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, praca zbiorowa pod red. W. Frąckowiaka, PWE, Warszawa 1998, s. 8.

zagrożoną spółkę. Przejęcie tego typu, ze względu na swój wrogi charakter, wywołuje zawsze reakcje obronne ze strony zarządu zaatakowanej spółki, który dysponując określonymi środkami zaradczymi, podejmuje szereg działań mających na celu obronę interesów swych akcjonariuszy. Niebagatelną rolę w podjęciu tych działań może odgrywać też obawa przed utratą stanowisk, władzy, wynagrodzeń i przywilejów z nimi związanych.

W arsenale „broni” pozostającym do dyspozycji zagrożonej czy też już zaatakowanej spółki znajduje się wiele środków obrony. Środki te, zależnie od etapów obrony, na których są podejmowane, można podzielić zasadniczo na dwie kategorie<sup>2</sup>:

- środki obrony stosowane na etapie poprzedzającym przejęcie (*pre-offer defences*),
- środki obrony stosowane na etapie przejęcia (*post-offer defences*).

### 1.1. Taktyki obrony stosowane na etapie poprzedzającym przejęcie

Wśród wielu technik obronnych stosowanych na tym etapie na pierwszym miejscu należy wymienić przede wszystkim tzw. o d s t r a s z a c z e r e k i n ó w (*shark repellents*), przez które rozumie się bariery tworzone przez same spółki, zanim zaistnieje wroga oferta przejęcia. Obejmują one przede wszystkim wiele postanowień umieszczonych przez spółki w swoich statutach<sup>3</sup>. Celem tworzenia odstraszcaczy jest ograniczenie możliwości dokonania skutecznego wrogiego przejęcia lub też opóźnienia i zwiększenia kosztów przeprowadzenia go.

Omawiana technika w warunkach polskich obejmować może przede wszystkim:

1. U p r a w n i e n i a p r z y z n a n e o s o b i ś c i e a k c j o n a r i u s z o w i<sup>4</sup>. Jest to prawo przyznane indywidualnie oznaczonemu w statucie akcjonariuszowi (akcjonariuszom). Jest ono związane z osobą, a nie posiadaną przez niego akcją. Uprawnienia te przysługują tym samym akcjonariuszowi niezależnie od liczby posiadanych przez niego akcji i polegają przede wszystkim na prawie powoływania lub odwoływania członka (członków) zarządu albo rady nadzorczej. Prawo to może być istotną barierą ograniczającą całkowite przejęcie kontroli nad zarządem czy radą nadzorczą. Uprawnienia przyznane osobiście akcjonariuszowi są znacznie bardziej trwałe niż przywileje związane z akcją, jednak wygasają zawsze z chwilą, gdy uprawniony przestaje być akcjonariuszem spółki.

2. A k c j e p o d w ó j n e j k a t e g o r i i — akcje uprzywilejowane. Istota ich sprowadza się do tego, że pewnej grupie akcjonariuszy przyznaje się szczególnie uprawnienia, które wychodzą poza zakres uprawnień wynikających z akcji zwykłych.

Uprzywilejowanie może dotyczyć<sup>5</sup>:

- prawa głosu (nie obejmuje spółek publicznych),

<sup>2</sup> W. S z p r i n g e r, *Koncepcja przyjaznych i wrogich fuzji kapitałowych w prawie rynku kapitałowego*, „PPH” 1993, nr 4, s. 13.

<sup>3</sup> Wszelkie statutowe techniki obrony regulowane są przez ustawę z 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych — k.s.h. — (DzU z 2000 r. nr 94, poz. 1037).

<sup>4</sup> Art. 354 k.s.h.

<sup>5</sup> Art. 351 § 2 k.s.h.

- dywidendy,
- podziału majątku w razie likwidacji spółki.

Z punktu widzenia niniejszego artykułu najistotniejsze są akcje uprzywilejowane co do głosu. Akcje te dają na walnym zgromadzeniu więcej głosów niż jedna akcja zwykła, z zastrzeżeniem, że maksymalne uprzywilejowanie nie może przekroczyć dwóch głosów na jedną akcję<sup>6</sup>. Akcje te mogą sprawić, że akcjonariusz dysponujący np. 55% ogółu kapitału akcyjnego na walnym zgromadzeniu może posiadać tylko ok. 40% głosów przypadających na cały kapitał akcyjny. Akcje uprzywilejowane co do głosu stanowią istotny element obrony przed niepożądanym akcjonariuszem większościowym i tworzą też ważne dodatkowe bariery przejścia wynikające bezpośrednio z mocy prawa. Akcje uprzywilejowane co do głosu są akcjami imiennymi, przyznanie ich zaś poszczególnym akcjonariuszom może być uzależnione od określonych warunków. Typowym warunkiem, od którego uzależnia się wydanie akcji uprzywilejowanych co do głosu, są ograniczenia w zakresie zbywania lub zastawiania takich akcji. Dodatkowe gwarancje wynikają też z art. 352 k.s.h. Artykuł ten przewiduje, że zbycie akcji uprzywilejowanych co do głosu wbrew zastrzeżonym warunkom, a także zamiana takich akcji z imiennych na okaziciela powodują wygaśnięcie przywileju z mocy prawa.

O g r a n i c z e n i e l i c z b y g ł o s ó w<sup>7</sup>. Statut przedsiębiorstwa może zawierać zapis dotyczący ograniczenia prawa głosowania akcjonariuszy mających ponad 20% ogółu głosów w spółce. Ograniczenie prawa głosu może polegać np<sup>8</sup>.: na postanowieniu, że akcjonariusz nie może dysponować na walnym zgromadzeniu liczbą głosów przekraczającą określoną procentowo część wszystkich głosów reprezentowanych na walnym zgromadzeniu (oznacza to, że każdy poszczególny akcjonariusz ma prawo do nie więcej niż np. 10% głosów na walnym zgromadzeniu) lub na liczbowym określeniu głosów, którymi może dysponować jeden akcjonariusz.

S t a t u t o w e o g r a n i c z e n i a d o t y c z ą c e z m i a n y w ł a s n o ś c i a k c j i. Ograniczenia tego typu to: konieczność uzyskania przez akcjonariusza zezwolenia spółki na zbycie akcji. Innym statutowym ograniczeniem może być zakaz zbywania akcji na rzecz oznaczonego kręgu osób, np. akcjonariuszy spółki konkurencyjnej. Ograniczeniem jest również prawo pierwokupu dla dotychczasowych akcjonariuszy na wypadek np. sprzedaży konkretnej liczby akcji lub ściśle oznaczonych akcji. Ograniczenia te dotyczą tym samym zarówno sprzedaży, darowizny czy dziedzictwa (statut może stanowić, że w chwili śmierci akcjonariusza posiadane przez niego akcje ulegają umorzeniu). Konsekwencją takich zapisów w statucie jest ograniczenie płynności akcji, a tym samym możliwość efektywniejszej kontroli akcjonariatu.

Spółka zagrożona wrogim przejęciem oprócz odpowiedniego ukształtowania statutu może również zastosować inne środki obrony, np.:

<sup>6</sup> Art. 352 k.s.h.

<sup>7</sup> Art. 411 k.s.h.

<sup>8</sup> Szerzej na temat tego typu zapisów zob.: R. S a s i a k, *Fuzje i przejęcia spółek publicznych*, Zakamycze, Kraków 2000, s. 286.

1. „Biały giermek” (*white squire*)<sup>9</sup>. Taktyka ta stosowana jest przez firmy zagrożone wrogim przejęciem, w sytuacji gdy nie miała jeszcze miejsca wroga oferta. Polega ona na znalezieniu strategicznego partnera (partnerów), który bez walki przy pełnym poparciu dotychczasowego kierownictwa dokona przyjaznego przejęcia. Technika ta tworzy dwie zasadnicze bariery utrudniające wrogie przejęcie. Z jednej strony w spółce, będącej obiektem potencjalnej wrogiej oferty pojawia się partner obejmujący kontrolny pakiet specjalnie dla niego przeznaczonych akcji. Z drugiej strony występuje podwyższenie kapitału, co dzięki rozwodnieniu akcji stwarza dodatkowe utrudnienia i podnosi koszty ewentualnego wrogiego przejęcia.

2. *Wzajemne posiadanie*<sup>10</sup> — krzyżowy akcjonariat (*cross holding*). Jest to porozumienie, na podstawie którego dwa przedsiębiorstwa zgadzają się objąć nawzajem udziały kapitałowe. Przedsiębiorstwa wchodzą zwykle we wzajemne posiadanie pakietów kontrolnych drugiej strony umowy i w ten sposób blokują efektywnie każdej innej stronie możliwość uzyskania wpływu na losy przedsiębiorstwa. Umowa tego typu określa maksymalny stan posiadania akcji oraz gwarantuje, że żadna strona nie sprzeda akcji bez wzajemnego porozumienia.

3. *Umowa akcjonariuszy*. Treścią takiej umowy jest najczęściej porozumienie dotyczące sposobu zmian statutu, obsady stanowisk w radzie nadzorczej i zarządzie, ograniczenie zbywalności akcji (określana jako umowa o zasyndykowanie akcji czy też winiakulację akcji) lub wykonywania prawa głosu na walnym zgromadzeniu. Umowa taka zawierana jest zazwyczaj przez dominujących akcjonariuszy, których współpraca, a zwłaszcza skoordynowana praktyka głosowania w organach spółki, pozwala wpłynąć na kierunki działania przedsiębiorstwa. Umowy akcjonariuszy mogą uzupełniać statut i stanowić ukrytą przed innymi firmami i pozostałymi akcjonariuszami, niebędącymi sygnatariuszami umowy, linię obrony przed wrogim przejęciem.

## 1.2. Taktyki obrony stosowane na etapie przejęcia

Jeśli wcześniej zaprezentowane posunięcia mające na celu zniechęcenie potencjalnego agresora nie wywrą zamierzonego skutku i dojdzie do próby wrogiego przejęcia, również na tym etapie zaatakowana spółka nie pozostaje bezbronna i posiada w swym arsenale wiele środków obrony.

Do najpopularniejszych taktyk można tu zaliczyć:

1. *Powiększenie kapitału*. Zastosowanie tej taktyki obrony ma na celu podniesienie wartości danego przedsiębiorstwa, a tym samym zwiększenie kosztu jego przejęcia. Obecnie w Polsce, podobnie jak w USA, Niemczech czy Szwajcarii, statut może upoważnić władze spółki do emisji akcji do oznaczonej w statucie wartości tzw. kapitału docelowego<sup>11</sup>, co czyni tę technikę obrony niezwykle szybką i elastyczną.

<sup>9</sup> Por. S. Sudarsanam, *Fuzje i przejęcia*, WIG-Press, Warszawa 1998, s. 204.

<sup>10</sup> A. Helin, K. Zorde, *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, FRR, Warszawa 1998, s. 93.

<sup>11</sup> Art. 444 k.s.h.

Powiększenie kapitału następuje poprzez emisję nowych akcji np. z prawem pierwokupu po uprzywilejowanej cenie dla dotychczasowych akcjonariuszy lub też akcji gratisowych. W obu tych przypadkach obrona jest szczególnie efektywna, gdy przejmujące przedsiębiorstwo nie korzysta z tego przywileju. Odmienna sytuacja występuje, gdy przejmująca firma jest już wśród akcjonariuszy spółki, celu. Powiększenie kapitału zastosowane jako technika obrony przybiera wówczas postać emisji akcji z wyłączonym prawem poboru części akcjonariuszy np. wrogiego oferenta<sup>12</sup>. Ważną techniką obrony może być też podział (*split*) akcji. Działanie to poprzez znaczne rozwodnienie kapitału i zwiększenie liczby głosów niezbędnych do przejęcia firmy sprawia, że uzyskanie kontroli nad przedsiębiorstwem może stać się kosztownym przedsięwzięciem.

**P o w i ę k s z e n i e d y w i d e n d y.** Obrona ta oparta jest na wykorzystaniu aktywnej polityki dywidendy jako środka przeciwko wrogiemu przejęciu. Zarząd przedsiębiorstwa, dokonując znacznego powiększenia dywidendy, ma na celu stworzenie dla swych akcjonariuszy takich samych lub większych korzyści, jak stanowi to oferta z zewnątrz. Stosowanie obecnie tej techniki opiera się przede wszystkim na art. 349 k.s.h., który dopuszcza możliwość zaliczkowej wypłaty dywidendy, co sprawia, że obrona ta może być wysoce efektywnym środkiem w przeciwdziałaniu wrogiemu przejęciu.

**W y k u p w ł a s n y c h a k c j i.** Technika ta jest również często stosowanym środkiem zapobiegania wrogiemu przejęciu<sup>13</sup>. Wykup i umorzenie podlegają jednak uchwale walnego zgromadzenia. Statut spółki może określić, że umorzenie akcji (umorzenie przymusowe) nastąpi bez potrzeby podjęcia uchwały przez walne zgromadzenie np. na skutek ziszczenia się określonego zdarzenia.<sup>14</sup> Wykup na wolnym rynku podwyższa cenę akcji i ogranicza liczbę walorów, które mogłyby dostać się w ręce potencjalnego agresora, co niewątpliwie zwiększa koszty i utrudnia ewentualną próbę przejęcia.

„Z a t r u t e p i g u ł k i” (*poison pills*) są szczególnie popularne w USA<sup>15</sup>, gdzie mogą być stosowane w elastyczny sposób na podstawie decyzji rady nadzorczej. Strategia obrony oparta na „zatrutej pigułce” stosowana jest tam przede wszystkim w formie powiększenia kapitału z prawem pierwokupu dla dotychczasowych akcjonariuszy na korzystnych warunkach. Obrona ta może przybierać dwie formy postaci<sup>16</sup>.

<sup>12</sup> Kodeks spółek handlowych przewiduje również możliwość upoważnienia zarządu do wyłączenia prawa poboru z pominięciem uchwał walnego zgromadzenia (art. 447 k.s.h.).

<sup>13</sup> O pozytywnych i negatywnych aspektach tej techniki obrony szerzej zob.: M. B a g n o l i, B. I. L i p m a n, *Stock Repurchase as a Takeover Defense*, „The Review of Financial Studies” 1989, t. 2, nr 3, s. 425.

<sup>14</sup> Art. 359 § 6 k.s.h.

<sup>15</sup> W USA spośród wszystkich firm notowanych na giełdzie w 1991 r., ok. 35% korzystało z „zatrutych pigulek”, Por. J. M o l i n, *Optimal deterrence and inducement of takeovers: An analysis of poison pills and dilution*, Stockholm School of Economics 1996, Working Paper nr 102, s. 29.

<sup>16</sup> Wśród „zatrutych pigulek” występują też: plany głosowania (*voting plans*), P. A. G a u g h a n, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, John Wiley & Sons 1999, s. 183; odkupienie (*redemption*), martwa ręka (*dead hand*) R. B r u n e r, *Hostile Takeovers: A Primer for the Decision-Maker*, University of Virginia Darden School Foundation 2001, s. 9.

Pierwsza, pigułka *flip-in* — polega na przyznaniu dotychczasowym akcjonariuszom prawa do objęcia akcji nowej emisji po atrakcyjnej cenie w chwili, gdy podmiot dokonujący przejęcia zgromadzi liczbę akcji większą od określonego granicznego pułapu. Druga pigułka *flip-over* — jest również przywilejem dla dotychczasowych akcjonariuszy, który przyznaje im prawo do kupna ze znacznym dyskontem akcji w firmie powstałej w wyniku wrogiego przejęcia. „Zatrute pigułki” zawierają więc różne umowne klauzule, które wchodzi w życie w momencie, gdy dochodzi do wrogiego przejęcia. Jako przykład często wskazywana jest też emisja obligacji z prawem ich zamiany na akcje, które zyskuje natychmiastową wymagalność w momencie oferty przejęcia. W polskich warunkach najbardziej zbliżone do zatrutych pigulek, w znaczeniu podanym powyżej, mogą być obligacje zamienne i związane z nimi warunkowe podwyższenie kapitału<sup>17</sup>.

„Pigułka z witaminami” (*vitamin pill*)<sup>18</sup>. Odmianą strategii opartej na „zatrutej pigułce”, często stosowaną w USA, jest „pigulka z witaminami”. Strategia ta polega na emisji akcji w połączeniu z przywiązaniem do nich przyrzeczeniem wypłaty bardzo wysokiej dywidendy, jeśli nie zostałyby spełnione pewne warunki np. nie osiągnięta ściśle określona wielkość zysku przypadającego na jedną akcję (EPS) w ciągu kolejnych trzech lat. Poprzez przyrzeczenie wysokiej dywidendy spółka stara się stworzyć swoim akcjonariuszom dodatkowe korzyści, które z założenia powinny przewyższać te wynikające z wrogiej oferty. Z obroną tą związane jest jednak niebezpieczeństwo jakie wynika faktu, że spółka stara się „przekupić” swych akcjonariuszy ich własnymi pieniędzmi.

„Pacmana defensy”<sup>19</sup>. Technika ta opiera się na założeniu, że najlepszą obroną jest atak. Przedsiębiorstwo, którego akcjonariusze zostali wezwani do sprzedaży akcji, odpowiada wystawiając wezwanie do akcjonariuszy atakującego przedsiębiorstwa<sup>20</sup>. Wzajemne wykupywanie akcji może przekształcić się w wyścig, gdzie stawką będzie wykupienie takiego pakietu, który umożliwi przeprowadzenie uchwały o wstrzymaniu dalszych zakupów akcji u strony przeciwnej.

„Złote spadochrony” (*golden parachutes*). Taktyka ta była dość powszechnie wykorzystywana w latach 90.<sup>21</sup> Polega ona na przyznaniu dotychczasowemu kierownictwu firmy znacznych przywilejów oraz korzyści majątkowych w przypadku zwolnienia z funkcji<sup>22</sup>. Istotą tego działania jest podwyższenie kosztów ewentualnej

<sup>17</sup> Art. 448 k.s.h.

<sup>18</sup> Por. S. Sudařana, *Fuzje...*, op. cit., s. 115.

<sup>19</sup> A. Helin, K. Zorde, *Fuzje...*, op. cit., s. 95.

<sup>20</sup> Por. A. Helin, K. Zorde, *Fuzje...*, op. cit., s. 95; Ch. M. Nathan, *Taking out Takeover Insurance*, [w]: *The Mergers and Acquisitions Handbook*, McGraw Hill 1987, s. 464.

<sup>21</sup> We wczesnych latach osiemdziesiątych jedynie ok. 20% menedżerów przejmowanych spółek posiadało „złote spadochrony”, natomiast w 1995r. zabezpieczenie takie posiadało już 86% menedżerów spółek będących celem przejęcia. C. E. Lefanowicz, J. R. Robinson, R. Smith, *Golden parachutes and managerial incentives in corporate acquisitions: evidence from the 1980s and 1990s*, „Journal of Corporate Finance” 2000, nr 6, s. 217.

<sup>22</sup> Zob. też „srebrne, blaszane spadochrony”, J. Hazeł, *Fuzje i przejęcia. Narzędzie podejmowania decyzji strategicznych*, LIBER, Warszawa 2000, s. 56.

operacji przejęcia oraz maksymalne utrudnienie zmian w zarządzie firmy, często występujących w przypadku tego typu transakcji.

„Biały rycerz” (*white knight*). Strategia ta polega na znalezieniu kontrahenta, który posiada pełne poparcie przejmowanej spółki i który może wystąpić z konkurencyjną ofertą w stosunku do wrogiej oferty przejęcia. Zwykle nie chodzi o przeprowadzenie rzeczywistej transakcji przejęcia, choć znaczne pakiety akcji mogą zmienić właściciela, lecz tylko o podbicie ceny akcji w wyniku „bitwy ofertowej” mającej na celu zniechęcenie firmy zainteresowanej wrogim przejęciem. Niekiedy jednak „biały rycerz” może zmienić się w „szarego rycerza”.

„Szary rycerz” (*grey knight*). Taktyka obrony oparta na wykorzystaniu „szarego rycerza”, w przeciwieństwie do taktyki białego, kończy się zawsze przejęciem. „Szary rycerz” jest drugim oferentem włączającym się do walki o przejęcie firmy. Zarząd, dokonując wyboru spośród dwóch napastników, wybranego traktuje jako mniejsze zło. Wybór ten sprawia, że podobnie jak we wcześniejszej strategii obrony — podmiot występujący z kontrofertą ma pełne rekomendacje zarządu. Jeżeli w wyniku zastosowania tej taktyki nie dojdzie do wrogiego przejęcia, finałem będzie na pewno przyjazne przejęcie.

Restrukturyzacja aktywów. Strategia ta polega na sprzedaży przede wszystkim tzw. klejnotów koronnych (*crown jewels*) — najcenniejszych aktywów firm<sup>23</sup>. Stosując tę taktykę obrony, firma przejmowana zgadza się sprzedać, nawet ze stratą dla siebie, aktywa szczególnie cenne dla potencjalnego napastnika<sup>24</sup>. Zastosowanie tej linii obrony sprawia, że spada atrakcyjność pozostałej części przejmowanej firmy i ostatecznie może to doprowadzić do zniechęcenia ewentualnego napastnika. Odmianą tej techniki, podobną w skutkach, jest restrukturyzacja pasywów polegająca na celowym, nieznajdującym uzasadnienia ekonomicznego, zadłużeniu spółki.

Posunięcia prawne i/lub polityczne (*legal/political defensive tactics*). Strategia ta wykorzystywana jest zarówno przez stronę broniącą się, jak i atakującą. Daje ona szansę wykorzystania różnorodnych możliwości stwarzanych przez ustawodawstwo danego kraju. Różne przeszkody prawne i polityczne mogą być skutecznie użyte do uniemożliwienia dojścia do skutku wrogiego przejęcia. Obejmują one przede wszystkim wniesienie pozwu na potencjalnego nabywcę do Komisji Papierów Wartościowych i Giełd i/lub Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumenta i/lub sądu. Strategia ta ma na celu jak najdłuższe prowadzenie bitwy, aby pokonać lub zniechęcić jedną ze stron konfliktu.

Zielony szantaż (*greenmail*)<sup>25</sup>. Technika obrony polegająca na próbie odkupienia akcji przez firmę będącą celem przejęcia od dokonującego przejęcia. Odprzedaż akcji odbywa się zawsze po niezwykle atrakcyjnej cenie w porównaniu

<sup>23</sup> Por. M. Sikora, *Devensive Tactice*, [w:] *The Mergers and Acquisitions Handbook*, McGraw Hill 1987, s. 467.

<sup>24</sup> Zob. też „Zablokowanie” (*lock-up transactions*), P.A. Gaughan, *Mergers...*, op. cit., s. 214; „Strategia spalonej ziemi” (*scorched earth strategy*), O.P. Kharbada, E.A. Stallaorthy, *Takeovers, Acquisitions and Mergers*, Kogan Page Ltd. 1988, s. 130; „Obrona tłuszczochy” (*fatman defense*), B. Coyle, *Mergers and Acquisitions*, CIB Publishing 2000, s. 100.

<sup>25</sup> Por. T. Jenkinson, C. Mayer, *Wrogie przejęcia na rynku kapitałowym*, LIBER, Warszawa 1998, s. 27.



z rynkową. Technice tej towarzyszy zazwyczaj umowa o nieagresji, w której przejmujący zobowiązuje się do nie przejmowania kontroli przez określony czas.

Zaprezentowane powyżej sposoby obrony stanowią jedynie przykładowe techniki defensywne zaczerpnięte z bogatego arsenału środków zaradczych pozostających do dyspozycji zaatakowanej firmy. Omówione przykłady są najczęściej wykorzystywanymi środkami obrony stosowanymi głównie w Europie Zachodniej i USA (do końca lat osiemdziesiątych ok. 80% dużych firm w USA dysponowało jakimiś środkami obrony<sup>26</sup>), ale także powoli i w Polsce (według stanu z czerwca 2001 roku ok. 38% firm notowanych na WGPW posiadało akcje podwójnej kategorii — uprzywilejowane co do głosu<sup>27</sup>). W praktyce strategia obrony firmy opiera się jednak nie na pojedynczej taktyce, ale na zastosowaniu kombinacji różnych dostępnych środków zapobiegawczych.

W oparciu o dotychczasowe rozważania teoretyczne dokonana zostanie analiza próby wrogiego przejęcia BIG Banku Gdańskiego przez Deutsche Bank. Zaprezentowane zostaną pokrótce zarówno wydarzenia poprzedzające próbę przejęcia, jak i te po zaistnieniu próby przejęcia i dokładnie zostanie omówiona strategia obrony zastosowana przez BIG-BG.

## 2. Próba wrogiego przejęcia BIG-BG przez DB — studium przypadku

C e l przejęcia — Grupa BIG-BG, jedna z największych instytucji finansowych w Polsce — posiada sieć terenową obejmującą łącznie ok. 230 placówek usytuowanych w ponad 100 miastach. Według danych z 31 grudnia 1998 roku posiadała łącznie aktywa w wysokości ok. 10,7 mld PLN. Początki banku sięgają 1989 roku, kiedy to powstał Bank Inicjatyw Gospodarczych SA. Spółka ta od 1992 roku notowana jest na rynku podstawowym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. W 1997 roku Bank Inicjatyw Gospodarczych SA przejął Bank Gdański SA. Z chwilą formalnego połączenia (12 września 1997 roku) BIG SA zmienił nazwę na BIG Bank Gdański SA. Akcjonariuszami BIG-BG są znaczące instytucje finansowe świata (tabela 1).

BIG-BG świadczy usługi w dziedzinie bankowości przedsiębiorstw, bankowości detalicznej (intensywnie rozwijając sieć placówek Millennium, współpracując z Banco Comercial Portugues) i bankowości inwestycyjnej (wiodąca pozycję zajmuje tu Dom Maklerski BIG-BG SA). Ponadto uczestniczy w II filarze nowego systemu emerytalnego (OFE Ego — współpraca z Eureko) oraz prowadzi działalność leasingową.

A t a k u j ą c y m jest Deutsche Bank, jedna z największych instytucji finansowych na świecie działająca na rynkach międzynarodowych od przeszło stu lat. Obecnie posiada 2310 oddziałów, w tym 1566 w Niemczech i 744 zagranicą, w przeszło 60 krajach. Według danych z 31 grudnia 1998 roku bank posiadał łącznie aktywa w wysokości 1 225,5 mld DM<sup>28</sup>. W Polsce DB pojawił się w 1990 roku otwierając swe

<sup>26</sup> P. A. G a u g h a n, *Mergers...*, op. cit., s. 149

<sup>27</sup> Obliczenia własne na podstawie bazy danych: *Wyniki finansowe spółek giełdowych*, wersja 7.6, lipiec 2001 r.

<sup>28</sup> Pod względem wartości aktywów DB był ok. 245 razy większy od BIG-BG, według średniego kursu NBP z czerwca 2000 r. — 2,15 zł/DM aktywa BIG-BG to ok. 5 mld DM.

Tabela 1

## Akcjonariusze BIG-BG stan na 28 stycznia 2000

Akcjonariusze	Liczba głosów w %
Banco Comercial Portugues SA (BCP)	14,95
Deutsche Bank Aktiengesellschaft (DB)	13,20
TBM Leasing i INEC Services (spółki kontrolowane przez BIG-BG)	11,69
Raiffeisen Zentralbank	9,99
Eureko BV	9,99
PZU SA (z PZU Życie SA)	8,60
Pozostali	31,58
Razem	100

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [www.parkiet.com.pl/archiwum](http://www.parkiet.com.pl/archiwum) i danych GPW.

przedstawicielstwo w Warszawie. W 1995 roku DB powołał do życia DB Polska SA. Początkowo bank koncentrował swoją działalność przede wszystkim na klientach instytucjonalnych, rynku kapitałowym i w niewielkim stopniu na bankowości detalicznej (ale tylko dla najbogatszych). Później DB rozszerzył swą działalność, tworząc grupę, w skład której obecnie wchodzi: powstałe w 1997 roku Towarzystwo Funduszy Powierniczych DWS (obecnie DWS Polska Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych, obejmujące sześć funduszy), przejęty w 1999 roku Dom Maklerski ProCapital oraz dwie spółki leasingowe Deutsche Financial Services i Deutsche Immobilien Leasing. DB Polska SA ma osiem placówek bankowych i planuje otwarcie kolejnych.

### Opis sytuacji

Od momentu zaistnienia na polskim rynku DB starał się przejąć, jako inwestor strategiczny, któryś z prywatyzowanych polskich banków. Startował w przetargach na: Pierwszy Komercyjny Bank, Pekao SA, BPH i Bank Zachodni, kolejno jednak przegrywał. W efekcie niepowodzeń DB skierował swe zainteresowania na prywatny już BIG-BG.

W pierwszej połowie 1999 roku zakupów akcji BIG-BG dokonywały przede wszystkim BRE, Deutsche Bank oraz Banco Commercial Portugues. W marcu BRE oraz Banco Commercial Portugues pierwsze ujawniły, że przekroczyły 5% głosów na WZA. DB dopiero w kwietniu ogłosił, że jest już właścicielem 9,9% akcji. Rozgrywka mająca na celu przygotowanie ostatecznego przejęcia BIG-BG rozpoczęła się na dobre jednak w drugiej połowie roku.

W czerwcu nastąpiła istotna zmiana składu akcjonariuszy BIG-BG. BRE sprzedało 9,98% akcji BIG-BG spółce Centrobank zależnej od Raiffeisen.

W sierpniu spółki zależne BIG-BG sprzedało 12,6% akcji banku, które kupił Banco Commercial Portugues i grupa Eureko. Pojawiły się opinie, że zwiększenie udziału

przez BCP i Eureko ma na celu zablokowanie możliwości skupienia strategicznego pakietu akcji BIG-BG przez Deutsche Bank (strategia „białego giernka”).

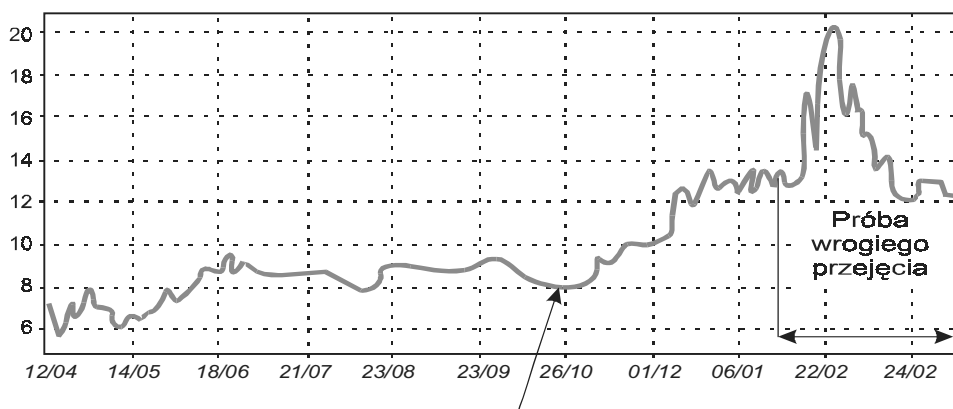
W październiku Komisja Nadzoru Bankowego wydała zezwolenie na nabycie przez Deutsche Bank akcji BIG-BG, uprawniających do wykonywania ponad 20%, ale nie więcej niż 25%, głosów podczas WZA. Zarząd BIG-BG zgłosił swoje obawy o to, czy DB nie szykuje się do wrogiego przejęcia. Kurs akcji BIG-BG wzrósł.

W listopadzie BIG-BG, Eureko i Skarb Państwa podpisały umowę prywatyzacyjną PZU. Zarząd BIG-BG uzyskał (we własnym przekonaniu) wpływ na 8,6% swych akcji, pozostających w rękach PZU i spółki-córki PZU Życie (krzyżowy akcjonariat).

W grudniu kurs akcji BIG-BG utrzymał trend wzrostowy od początku listopada (rysunek 1). Pojawiła się pogłoska, że akcje BIG-BG kupuje polski podmiot, który działa w porozumieniu z BIG-BG mając na celu dalsze blokowanie działań Deutsche Banku.

Rysunek 1

Kurs giełdowy akcji BIG-BG od 12 kwietnia 1999 do 10 kwietnia 2000



Walka o przejęcie wkracza w decydującą fazę

W przeddzień bitwy — styczeń 2000 r.:

— Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy BIG-BG: zapowiedź na 28 stycznia NWZA BIG-BG, na którym, w drodze głosowania grupami, ma zostać wybrana nowa rada nadzorcza. Wniosek zgłoszony przez Deutsche Bank (13,01% kapitału akcyjnego) i Raiffeisen Zentralbank Österreich (9,99% kapitału akcyjnego).

— Sytuacja na rynku: w związku z niską płynnością akcji BIG-BG na giełdzie pojawiają się pogłoski, że akcje te mogą posiadać podmioty działające na zlecenie Deutsche Banku, jednocześnie mogą dysponować one pakietami nieprzekraczającymi 5% głosów na WZA, co pozwala im nie informować o swoim stanie posiadania.

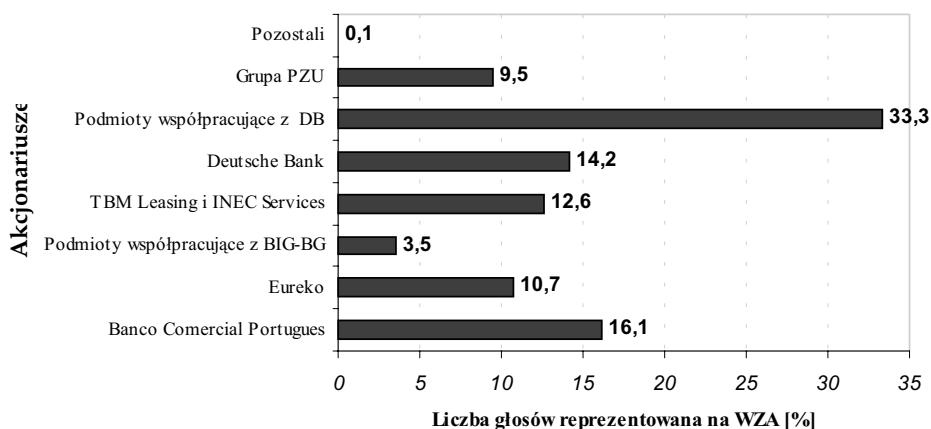
— Działania obronne: BIG-BG sprzedaje większościowe udziały dwóch swoich spółek zależnych — TBM Leasing oraz INEC Services. W wyniku tych transakcji BIG-BG przestaje być podmiotem dominującym. Transakcje te mają na celu uwolnienie posiadanych przez te firmy 11,69% akcji banku (zgodnie ze statutem, akcje

BIG-BG posiadane przez spółki zależne w czasie walnych zgromadzeń nie biorą udziału w głosowaniach). Wszystko wskazuje na to, że sprzedanie udziałów spółek zależnych ma uniemożliwić uzyskanie znaczącej roli przez Deutsche Bank („biały rycerz”).

— Układ sił: na kilka dni przed NWZA (25 stycznia 2000 roku) zarejestrowano 93,02% akcji banku. Liczba ta znacząco sugeruje wagę zbliżającego się zgromadzenia (poprzednio na WZA BIG-BG zarejestrowano jedynie około 52% akcji). Wyliczenia (rysunek 2) wskazywały, że inwestorzy skupieni wokół Deutsche Banku posiadają 45% akcji. Podobnym pakietem dysponują akcjonariusze związani z BCP i Eureko.

Rysunek 2

Układ sił na WZA w dn. 28 stycznia 2000 i 11 lutego 2000 roku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: M. Domałski, *Zmiana układu sił*, „Rzeczpospolita” 2000, nr 84.

**Bitwa — Deutsche Bank przystępuje do ataku —** najważniejsze wydarzenia znamionujące wykorzystane techniki obrony:

— 28 stycznia 2000 roku — NWZA BIG-BG. Wstrzymanie się od głosu przedstawicieli grupy PZU umożliwiła DB przejście kontroli nad BIG-BG. Wybrana nowa rada nadzorcza odwołuje prezesa i zawieszają trzech dotychczasowych członków zarządu BIG-BG. Obrady, na wniosek starych władz banku, zostają przerwane do 11 lutego. Odwołana RN i zarząd nie akceptują zmian wprowadzonych przez DB w efekcie funkcjonują dwa zarządy.

— 29 stycznia 2000 roku — na wniosek BIG-BG i Eureko w trybie pilnym zbiera się rada nadzorcza PZU, która zawieszają dwóch członków zarządu (posunięcia prawne). Jednocześnie urlop przerywa minister skarbu Emil Wąsacz, a z forum w Davos wraca prezydencki doradca Marek Belka, członek rady nadzorczej BIG-BG (posunięcia polityczne).

— 30 stycznia — minister skarbu Emil Wąsacz oświadcza, że Zarząd PZU, wspierając swoją postawą Deutsche Bank, postąpił wbrew interesom Skarbu Państwa, swojego największego akcjonariusza (posunięcia polityczne).

— 31 stycznia 2000 roku — KPWiG zawiesza notowania BIG-BG do 11 lutego i informuje o wszczęciu postępowania administracyjnego w sprawie przebiegu WZA (posunięcia prawne).

— 2 lutego 2000 roku — przedstawiciele starego zarządu BIG-BG nie wpuszczają do banku przedstawicieli nowej rady nadzorczej.

— 7 lutego 2000 roku — sąd, na wniosek zarządu BIG-BG, wydaje decyzję o zabezpieczeniu roszczenia o unieważnienie uchwały WZA BIG-BG, na mocy której powołana 28 stycznia rada nadzorcza nie może przedsięwziąć skutecznie żadnych działań, a podjęte przez nią decyzje są nieważne (posunięcia prawne). Decyzja ta kończy okres dwuwładztwa. DB zarzuca zarządowi GPW stronnictwo.

— 8 lutego 2000 roku — w związku z sytuacją wokół BIG-BG do Polski przylatuje prezes DB — spotyka się m.in. z przedstawicielami prezydenta, premiera oraz ministrem skarbu.

— 9 lutego 2000 roku — ujawnienie, że 4 listopada 1999 roku, w przeddzień podpisania umowy prywatyzacyjnej, PZU podpisał porozumienie z Deutsche Bankiem w sprawie sprzedaży przez PZU posiadanego pakietu 7% akcji BIG-BG. O porozumieniu tym nie wiedzieli ani Ministerstwo Skarbu Państwa, ani uczestniczący w prywatyzacji PZU BIG-BG i Eureko.

— 11 lutego 2000 roku — druga część NWZA BIG-BG. Kolejny raz przedstawiciele PZU wstrzymują się od głosu, co ponownie umożliwia zdobycie przewagi DB w nowej radzie.

— 14 lutego 2000 roku — zarząd Eureko wydaje oświadczenie w sprawie umowy między PZU a DB. Stwierdza w nim między innymi, że jest to celowa akcja Deutsche Banku i przedstawicieli PZU, próbująca podważyć proces prywatyzacji i prawa Eureko. W związku z tym zapowiada, że podejmie wszelkie kroki, by chronić swoje interesy, oraz zawiadomi odpowiednie władze w Polsce i Unii Europejskiej. Banco Commercial Portugues ogłasza chęć kupna od PZU Życie posiadanego przez niego pakietu akcji BIG-BG („szary rycerz”). Do BIG-BG wpływa wniosek Banco Commercial Portugues, TBM Leasing i INEC Services o zwołanie NWZA, którego termin zostaje ustalony na 10 marca 2000 roku.

— 15 lutego 2000 roku — PZU Życie sprzedaje 2,99% akcji BIG-BG spółce Wood&Co, wskazanej przez DB. Równocześnie BIG-BG i Eureko występują do sądu z wnioskiem o zabezpieczenie powództwa o ustalenie nieważności umów między PZU a DB w sprawie sprzedaży akcji BIG-BG (posunięcia prawne).

— 16 lutego 2000 roku — sejmowa Komisja Skarbu Państwa i Prywatyzacji wnioskuje, by NIK wyjaśniła, w jaki sposób postępowanie zarządu PZU wpłynęło na uzyskanie kontroli nad BIG-BG przez DB (posunięcia prawne i polityczne). Prawomocność głosowań w sprawie BIG-BG kwestionuje KPWiG (posunięcia prawne).

— 17 lutego 2000 roku — sąd przychyła się do wniosku BIG-BG i Eureko, zakazując sprzedaży Deutsche Bankowi należących do PZU i PZU Życie akcji BIG-BG. Pojawiają się pogłoski, że zarząd banku podejmuje próby pozbycia się istotnych aktywów (sprzedaż „klejnotów koronnych”).

— 22 lutego 2000 roku — pierwsze posiedzenie wybranej 11 lutego rady nadzorczej BIG-BG. Na posiedzeniu rada odwołuje dotychczasowego prezesa banku.

— 23 lutego 2000 roku — sąd wydaje decyzję o zabezpieczeniu roszczenia o unieważnienie uchwał WZA BIG-BG podjętych w dniach 11–12 lutego dotyczących wyboru rady nadzorczej (posunięcia prawne). Oznacza to, że decyzja o odwołaniu prezesa BIG-BG była nieważna, w związku z czym powraca on na swoje stanowisko.

— 24 lutego 2000 roku — PZU Życie zaskarża postanowienie sądu zakazujące PZU, PZU Życie oraz powiązanim z nimi spółkom zbywania akcji BIG-BG na czas procesu.

— 28 lutego 2000 roku — BCP, TBM Leasing i INEC Services wycofują wniosek o zwołanie NWZA BIG-BG.

— 7 kwietnia 2000 roku — na wniosek dwóch braci-akcjonariuszy BIG-BG sąd zakazuje BCP (14,95%) i Eureko (9,99%) zbywania, wykonywania prawa głosu i pobierania dywidendy z akcji, stanowiących odpowiednio 9,23% i 3,36% ogółu akcji. Wniosek dotyczy unieważnienia umów sprzedaży akcji z 11 sierpnia 1999 roku.

— 13 kwietnia 2000 roku — na wniosek PZU Życie sąd zakazuje spółce INEC Services sprzedaży i wykonywania prawa głosu z posiadanych przez nią akcji BIG-BG. Akcje te stanowią 5,9% ogółu akcji. Wniosek dotyczy naruszenia art. 368 k.h.

— 14 kwietnia 2000 roku — zarząd BIG-BG składa zażalenie na decyzję sądów zakazujących zbywania i wykonywania głosów z akcji BIG-BG należących do INEC Service, BCP i Eureko (posunięcia prawne).

— 29 maja 2000 roku — DB rezygnuje z próby przejęcia BIG-BG.

### Zastosowana strategia obrony

„B i a ł y r y c e r z” — Zgodnie ze statutem banku, akcje BIG-BG posiadane przez spółki zależne, w czasie walnych zgromadzeń nie biorą udziału w głosowaniach. W chwili zaistnienia zagrożenia ze strony DB władze BIG-BG przystąpiły do obrony, poszukując przyjaźnie nastawionego podmiotu, który nabyłby akcje jego spółek zależnych (TBM Leasing i INEC Services), uwalniając w ten sposób posiadane przez nie akcje BIG-BG. „Białymi rycerzami” okazały się dwie spółki: Polskie Towarzystwo Finansowe z Wrocławia i Pezetel. W wyniku dokonanych transakcji, w których BIG-BG sprzedał 45% udziałów TBM Leasing Polskiemu Towarzystwu Finansowemu z Wrocławia i 10% udziałów spółce INEC Services oraz 45% udziałów INEC Services spółce Pezetel i 10% TBM Leasing, spółki te przestały być podmiotami zależnymi banku. Dzięki tym transakcjom, na NWZA w dn. 28 stycznia 2000 roku BIG-BG poprzez te spółki (posiadające łącznie 11,69% akcji banku, pozostające nadal jednak pod jego kontrolą) mógł wykonywać prawo głosu z własnych akcji.

„S z a r y r y c e r z” — Z chwilą gdy wyszła na jaw umowa podpisana przez grupę PZU z DB dotycząca sprzedaży akcji BIG-BG i pewna już była sprzedaż tych walorów, gdy GPW wznowi obrót akcjami banku, pojawił się „szary rycerz” (mniejsze zło) — Banco Commercial Portugues. Bank ten był jednym z większych akcjonariuszy BIG-BG — posiadał około 14,95% ogółu akcji. Od początku zaistnienia próby

wrogię przejęcia występował jako sojusznik dotychczasowego zarządu sprzeciwiający się wejściu DB. Jako „szary rycerz”, wystąpił z konkurencyjną ofertą odkupienia posiadanych przez grupę PZU akcji BIG-BG. Oferta ta została jednak przez PZU, związanego umową z DB, odrzucona. Gdyby oferta ta się powiodła, doszłoby do klasycznego przyjaznego przejęcia przy pełnym poparciu zarządu.

**Sprzedaż klejnotów koronnych** — 17 lutego 2000 roku, na konferencji prasowej zorganizowanej przez DB Polska stwierdzono że: „kierownictwo BIG-BG prowadzi działania w sprawie sprzedaży niektórych aktywów istotnych zarówno dla banku, jak i dla akcjonariuszy”. Na konferencji tej nie zostało ujawnione jednak o jakie aktywa chodzi. Nieoficjalnie pojawiły się spekulacje, że możliwa była próba sprzedaży ze stratą udziałów w niektórych spółkach zależnych, w tym nawet biura maklerskiego. Stwierdzenie to sugeruje, że zarząd sięgnął do strategii obrony polegającej na sprzedaży „klejnotów koronnych”.

**Posunięcia prawne i/lub polityczne** — Najwięcej działań podjęto w ramach tej strategii obronnej. Pierwszym posunięciem ze strony zarządu BIG-BG było powołanie, jeszcze w trakcie NWZA, 28 stycznia 2000 roku międzynarodowego eksperta do spraw finansów i bankowości — firmę White&Case Polska. Miała ona wyjaśnić, czy nie było powiązań kapitałowych pomiędzy DB a innymi akcjonariuszami BIG-BG (działania dotyczyły tzw. parkowania akcji). W szczególności chodziło o trzy szwajcarskie banki (J. Vontobel&Co, Julius Baer and Co, Union Bancaire Privee) posiadające łącznie akcje BIG-BG uprawniające je do 14,2% głosów na WZA, City and General Investment z Panamy 4,6% akcji oraz Investment and Commercial SA z Grecji posiadającą 0,78% (łącznie podmioty te dysponowały prawem do 19,58% głosów). Analiza związków pomiędzy tymi instytucjami nie przyniosła jednak żadnych rezultatów.

W trakcie podjętych dalszych działań obronnych zarząd BIG-BG dokonał wielu posunięć prawnych, które znalazły finał na posiedzeniu rady nadzorczej PZU, w sądzie i prokuraturze. Były nimi m.in.:

— zawieszenie przez radę nadzorczą PZU (zebraną na wniosek BIG-BG i Eureko w dzień po WZA) dwóch członków zarządu odpowiedzialnych za uzyskanie kontroli przez DB,

— dwukrotne wstrzymanie przez sąd, w celu zabezpieczenia powództwa (na wniosek zarządu BIG-BG i związanych z nim akcjonariuszy, zapowiadających zaskarżenie większości uchwał podjętych przez WZA 28 stycznia i 11 lutego), wykonania uchwał o wyborze nowej rady nadzorczej, uniemożliwiających jej podjęcie zmian w zarządzie BIG-BG, czy też,

— dzień po ujawnieniu umowy podpisanej przez PZU z DB powiadomienie prokuratury o podejrzeniu popełnienia przestępstwa przez W. Jamrożego — prezesa PZU, który zataił negocjacje i podpisanie umowy z Deutsche Bankiem.

W trakcie walki między DB a BIG-BG odpowiednie działania podjęły również Komisja Papierów Wartościowych i Giełd oraz Komisja Nadzoru Bankowego. Sytuacja w BIG-BG wywołała też wiele reakcji politycznych i polemik, wśród polityków

wszystkich ugrupowań, dotyczących problemu kontroli systemu bankowego przez kapitał obcy.

Sytuacja w BIG-BG rozpatrywana była nawet przez Sejmową Komisję Skarbu Państwa i Prywatyzacji, która zobowiązała NIK do wyjaśnienia, w jaki sposób postępowanie zarządu PZU wpłynęło na uzyskanie kontroli nad BIG-BG przez DB.

Z powyższej analizy wynika, że już w chwili zaistnienia przypuszczeń o możliwości zagrożenia ze strony DB zarząd BIG-BG skorzystał (pomijając wbudowane już w statut „odstraszacze rekinów”) z dwóch technik obrony: „białego giermka” i „krzyżowego akcjonariat” (technika ta okazała się wysoce nieskuteczna, gdyż to dzięki PZU DB zyskał przewagę w BIG-Banku). Na etapie przejścia strategia obrony banku opierała się na kombinacji czterech technik obrony. Były to w szczególności: strategia „białego” i „szarego rycerza”, posunięcia prawne i polityczne oraz sprzedaż „klejnotów koronnych” (prawdopodobnie). Z zastosowanych na tym etapie walki środków najwięcej działań podjętych zostało w ramach posunięć prawnych, gdzie sprawy, trafiając do sądu, przez wiele miesięcy pozostawiały bitwę o BIG-BG nierozstrzygniętą.

Podsumowując, można stwierdzić, że to technika „posunięcia prawne/polityczne”, obejmująca instrumenty prawne, kompanię medialną i lobbging polityczny, okazała się najbardziej efektywnym środkiem obrony i w największym stopniu przyczyniła się do niepowodzenia i rezygnacji, po pięciu miesiącach walki, Deutsche Banku z próby przejścia BIG-Banku Gdańskiego.

## Bibliografia:

- Bagnoli M., Lipman B.I., *Stock Repurchase as a Takeover Defense*, „The Review of Financial Studies” 1989, t. 2, nr 3.
- Brunner R., *Hostile Takeovers: A Primer for the Decision-Maker*, University of Virginia Darden School Foundation 2001.
- Coyle B., *Mergers and Acquisitions*, CIB Publishing 2000.
- Domagalski M., *Zmiana układu sił*, „Rzeczpospolita” 2000, nr 84.
- Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw, praca zbiorowa pod red. W. Frąckowika, PWE, Warszawa 1998.
- Gaughan P.A., *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, John Wiley & Sons 1999.
- Hazel J., *Fuzje i przejęcia. Narzędzie podejmowania decyzji strategicznych*, LIBER, Warszawa 2000.
- Helin A., Zorde K., *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, FRR, Warszawa 1998.
- Jenkinson T., Mayer C., *Wrogie przejęcia na rynku kapitałowym*, LIBER, Warszawa 1998.
- Kharbanda O.P., Stallaorthy E. A., *Takeovers, Acquisitions and Mergers*, Kogan Page Ltd. 1988.
- Kodeks spółek handlowych, ustawa z 15 września 2000 r., DzU 2000 r. nr 94, poz. 1037.
- Lefanowicz C.E., Robinson J.R., Smith R., *Golden Parachutes and Managerial Incentives in Corporate Acquisitions: Evidence from the 1980s and 1990s*, „Journal of Corporate Finance” 2000, nr 6.
- Molin J., *Optimal Deterrence and Inducement of Takeovers: An Analysis of Poison Pills and Dilution*, Stockholm School of Economics, „Working Paper” 1996, nr 102.
- Nathan Ch. M., *Taking out Takeover Insurance*, w: *The Mergers and Acquisitions Handbook*, McGraw Hill 1987.
- Sasiak R., *Fuzje i przejęcia spółek publicznych*, Zakamycze, Kraków 2000.
- Sikora M., *Devensive Tactics*, [w:] *The Mergers and Acquisitions Handbook*, McGraw Hill 1987.
- Sudarsanam S., *Fuzje i przejęcia*, WIG-Press, Warszawa 1998.
- Szpringer W., *Koncepcja przyjaznych i wrogich fuzji kapitałowych w prawie rynku kapitałowego*, „PPH” 1993, nr 4.