

Lukasz Błoch

Uniwersytet Łódzki

PAC-MAN DEFENSE JAKO FORMA OBRONY SPÓŁKI PRZED WROGIM PRZEJĘCIEM

Streszczenie: W pracy została przedstawiona strategia obrony przed wrogim przejęciem określana jako *Pac-Man Defense*. Jej nazwa nawiązuje do popularnej gry komputerowej z lat 80. XX w., gdyż jej zasady są podobne. W kolejnych częściach artykułu przedstawiono założenia i wybrano najważniejsze przykłady użycia obrony *Pac-Mana* oraz podjęto próbę oceny zjawiska, a w szczególności jego wpływu na interesy menedżerów i akcjonariuszy.

Słowa kluczowe: *Pac-Man Defense*, biały rycerz (*White Knight*), wojenny kufer (*War Chest*)

1. Wstęp

W drodze wezwania można wyróżnić dwa sposoby przejęcia kontroli nad spółką publiczną w postaci przejęcia wrogiego oraz przejęcia przyjaznego. W przypadku przejęcia przyjaznego, cała jego procedura jest uzgadniana wspólnie z kierownictwem przejmowanej spółki. Przejęcie wrogie odbywa się wbrew woli zarówno kierownictwa przejmowanej firmy, jak i akcjonariuszy, którzy odgrywają w niej wiodącą rolę. W przypadku wrogiego przejęcia oferent nie porozumiewa się w tej sprawie z zarządem przejmowanego podmiotu, lecz kieruje swoją ofertą nabycia określonej ilości akcji bezpośrednio do akcjonariuszy spółki przejmowanej, niejednokrotnie nawet nie informując o tym jej władz. W przypadku podjęcia rozmów pomiędzy przedstawicielami strony przejmującej i przejmowanej istnieje możliwość dojścia do porozumienia, w wyniku którego wrogie przejęcie zostanie przemianowane na przyjazne, jeśli nowe ustalenia odnośnie warunków, na jakich nastąpi przejęcie, zdołają akceptację władz spółki przejmowanej¹.

Należy podkreślić, że wrogie przejęcie jest kierowane nie przeciwko spółce, lecz raczej przeciwko jej aktualnemu zarządowi, w przypadku gdy jest on oskarżany o nieskuteczność. Menedżerowie dążą do osiągnięcia celów niekoniecznie zbieżnych z celami akcjonariuszy. Zależy im zwłaszcza na karierze zawodowej, stabilności po-

¹ A. Szymańczyk, *Przyczyny przejęć kapitałowych i prawne sposoby ich zapobieganiu*, „e-Finanse” 2006, nr 1, s. 1–2, <http://www.e-finanse.com/artykuly/31.pdf> (dostęp: 21.03.2010).

zycji oraz perspektywach rozwoju w spółce, a także na wysokim wynagrodzeniu². Kadra zarządzająca spółką optuje także za ewentualnym zwiększeniem posiadanego pakietu akcji spółki, który niekiedy stanowi składnik wynagrodzenia³.

Celem niniejszej pracy jest przybliżenie jednej z metod obrony przed wrogim przejęciem, jaką jest obrona *Pac-Mana* (*Pac-Man Defense*).

2. Geneza pojęcia i istota strategii obronnej typu *Pac-Man Defense*

Nazwa *Pac-Man* pochodzi od gry komputerowej o tej samej nazwie⁴. Specyficzny rodzaj agresywnej strategii obronnej spółki akcyjnej znajdującej się w sytuacji zagrożenia wrogim przejęciem przez inną spółkę określany jest mianem *Pac-Man Defense*, ponieważ zasady i przebieg wspomnianej gry są dobrą ilustracją schematu obrony spółki przed przejęciem. Zarówno w grze, jak i w strategii obronnej głównym czynnikiem decydującym o zwycięstwie jest obrona przez atak oraz umiejętność podjęcia ryzyka. Zwycięzcą w walce na przejęcia pomiędzy spółkami, spośród których broniący się przyjął obronę *Pac-Mana*, pozostaje ten, kto przejmie spółkę oponenta. Termin *Pac-Man Defense* został ukuty na początku lat 80. XX w. przez amerykańskiego inwestora Bruce'a Wassersteina⁵.

Obroną typu *Pac-Man* nazywana jest defensywna taktyka działania podjęta przez spółkę zagrożoną wrogim przejęciem, mająca na celu udaremnienie go. W tym celu zagrożona firma dokonuje „zwrotu” i stara się przejąć spółkę, która wcześniej usiłowała dokonać wrogiego przejęcia⁶. Akcjonariusze przedsiębiorstwa będącego celem przejęcia zostają wezwani przez wrogiego oferenta do sprzedaży akcji. Stosując obronę *Pac-Mana*, spółka zagrożona przejęciem wystosowuje wezwanie na zakup akcji do akcjonariuszy atakującego przedsiębiorstwa. W wyniku podjęcia powyż-

² D. Wajda, *Akcjonariusze i organy spółki wobec próby wrogiego przejęcia*, „Twoja-firma”, 06.11.2008 <http://www.twoja-firma.pl/wiadomosc/16788291,akcjonariusze-i-organy-spolki-wobec-proby-wrogiego-przejecia.html> (dostęp: 21.03.2010).

³ Przyznanie opcji na akcje jest wykorzystywane jako jedna z form motywatora finansowego dla najwyższej kadry menedżerskiej. Stosowany jest on w celu zapobieżenia odejściu z firmy najcenniejszych z punktu widzenia funkcjonowania spółki menedżerów przez określony czas, w przypadku wystąpienia między innymi fuzji i przejęcia spółki. Rozwiązanie takie jest określane mianem złotych kajdanek (*Golden Handcuffs*). Szerzej patrz: <http://www.investopedia.com/terms/g/goldenhandcuffs.asp> (dostęp: 21.03.2010).

⁴ Gra komputerowa *Pac-Man* została wydana w roku 1980 przez firmę Namco. Zasady gry polegają na zjadaniu sterowanym tytułowym *Pac-Manem* kropek rozlokowanych na całej planszy i unikaniu zjedzenia przez cztery duchy, poruszające się po ekranie. Dodatkowo w labiryncie ułożone są tak zwane kulki mocy (*Power Pellet*). W momencie gdy *Pac-Man* zje „kulkę mocy”, jest w stanie odwrócić sytuację na planszy i zjeść jadalne przez krótki okres duchy, które wcześniej ściagały go po labiryncie. Szerzej patrz: http://www.namcogames.com/pc_games/pac_man# (dostęp: 21.03.2010).

⁵ Szerzej patrz: S. Eder, *Lazard CEO Bruce Wasserstein dies*, „Reuters”, 14.10.2009, <http://www.reuters.com/article/idUSTRE59D52920091014> (dostęp: 21.03.2010).

⁶ <http://www.investopedia.com/terms/p/pac-man-defense.asp> (dostęp: 21.03.2010).

szych działań rozpoczynają się zmagania pomiędzy przedsiębiorstwami, które próbują nawzajem przejąć kontrolne pakiety akcji rywala. Batalie wygrywa ta spółka, która zgromadzi pakiet akcji przeciwnika umożliwiający przeprowadzenie uchwały o wstrzymaniu dalszych zakupów akcji u strony przeciwnej⁷. Należy zaznaczyć, że *Pac-Man Defense* jest uznawana za krótkoterminową strategię obronną w procesach łączenia się przedsiębiorstw⁸.

Istnieją dwa główne rodzaje obrony *Pac-Mana*. Pierwszy polega na tworzeniu kontrofert przez spółkę-cel na akcje wrogiego oferenta, mających na celu nabycie jedynie niewielkich pakietów akcji agresora. Druga polega na zakupie akcji wrogiego nabywcy na wolnym rynku i nosi nazwę przeciw akumulacji (*counter accumulation*). Główną różnicą pomiędzy tymi dwoma rodzajami jest fakt, iż skupowanie pakietów akcji niesie ze sobą mniejsze zaangażowanie firmy, niż złożenie oferty na rynku⁹.

Dana spółka może zwiększyć swoje szanse na wygraną w pojedynku na przejęcie, wysyłając do akcjonariuszy list, w którym przekona ich do niereagowania na wezwanie na zakup akcji przez wrogiego oferenta. Dodatkowo firma taka może znaleźć pomoc w postaci tzw. białego rycerza (*White Knight*), który przejmie spółkę na warunkach ustalonych wspólnie z aktualnymi menedżerami przedsiębiorstwa, czyli w ramach przejęcia przyjaznego¹⁰. Pewnym rodzajem zabezpieczenia przed wrogim przejęciem w ramach zmagających zainicjowanych przez zaaprobowanie jednej ze stron obrony *Pac-Mana* jest odkupienie przez spółkę własnych akcji od swoich akcjonariuszy. Działanie takie wiąże się niestety ze zwiększonymi wydatkami, ponieważ zazwyczaj w takim przypadku akcjonariusze będą gotowi sprzedać swoje udziały po cenie wyższej, niż ich rynkowa wartość. Poza tym wrogi oferent także zamierza przejąć jak największy pakiet tych akcji, podbijając ich cenę. Może dojść do sytuacji, w której nawet przy wysokiej cenie skupu akcji pewna grupa akcjonariuszy nie będzie skłonna ich sprzedać w danym okresie, licząc na jeszcze wyższy potencjalny zysk z ich upłynięcia w przyszłości.

Spółką przyjmującą strategię obrony *Pac-Mana* mogą kierować różnorakie motywy. Może ona starać się jedynie odstraszyć potencjalnego wrogiego oferenta przed próbami przejęcia, dając mu do zrozumienia, że akceptuje możliwość rozpoczęcia

⁷ A. Helin, K. Zorde, *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998, s. 95.

⁸ Obok białego rycerza (*White Knight*) oraz klejnotów koronnych (*Crown jewels*). Do długoterminowych strategii obronnych należą: trujące pigułki (*Poison pills*), relacje z inwestorami, złoty spadochron (*Golden parachute*) oraz kulający zarząd (*Staggered boards*).

Szerzej patrz: A. Herdan, L. Antolak, *Połączenia przedsiębiorstw. Teoria i praktyka*, Księgarnia Akademicka, Kraków 2005, s. 41.

⁹ D.F. Channon, *The Blackwell encyclopedic dictionary of strategic management*, Blackwell, Oxford 1999, s. 22.

¹⁰ D. Gąsiorowski, *Wrogie przejęcia, czyli strachy na lachy*, „Money.pl”, 17.10.2007, <http://www.money.pl/gospodarka/wiadomosci/artukul/wrogie;przejecia;czyli;strachy;na;lachy;205,-1,273357.html> (dostęp: 21.03.2010).

walki na przejęcia, która będzie wyniszczająca ekonomicznie dla obydwu firm. Poza tym wynik zmagania nigdy nie jest pewny. Czynnikiem odstrasżającym jest możliwość przejęcia agresora przez jego dotychczasową ofiarę. Innym motywem przyjęcia strategii obrony *Pac-Mana* jest rzeczywista wola przejęcia atakującej spółki. Ostatecznym celem zaaprobowania omawianej strategii obronnej jest eliminacja potencjalnego wrogiego oferenta¹¹, którego zamiarem jest przejęcie spółki wbrew woli jej kierownictwa. Środkami prowadzącymi do osiągnięcia tego celu może być rezygnacja wrogiego oferenta z procesu przejęcia (działanie odstrasżające obrony *Pac-Mana*) lub rzeczywiste przejęcie rywala, co w sposób oczywisty likwiduje dalsze zagrożenie z jego strony.

Zaaprobowanie przez spółkę obrony *Pac-Mana* jest korzystne dla kadry menedżerskiej przedsiębiorstwa¹², ponieważ pozwala jej na zachowanie stanowisk i daje szansę na to, że wrogii oferent zrezygnuje z przejęcia lub że uda się go przejąć. Niestety strategia ta może przynieść straty dla akcjonariuszy, w postaci obniżenia ceny akcji, jak i dla samego przedsiębiorstwa, skutkując drenażem jego zasobów finansowych, a tym samym obniżeniem jego wartości i atrakcyjności dla potencjalnych inwestorów. Spółka, która wyjdzie zwycięsko z walki na przejęcia, w ramach której jeden z rywali przyjął obronę *Pac-Mana*, jest wyczerpana finansowo. Zasoby kapitałowe takiego przedsiębiorstwa zostają nadwątlone. Dodatkowo posiada ono duży pakiet akcji przejętego rywala, który po sprzedaży najprawdopodobniej nie zwróci sumy, jaka została wydatkowana na jego zakup¹³.

W celu sfinansowania wrogiego przejęcia innej spółki lub pozyskania środków na obronę przed nim spółki niejednokrotnie korzystają z odkładanych w tym celu zasobów kapitałowych, które w korporacyjnym slangu określa się jako wojenne kufry (*War Chest*). Dzięki nim spółka może użyć w krótkim czasie dużych sum pieniędzy, które nie są zaangażowane w procesy gospodarowania w spółce. Rozwiązanie to posiada zarówno plusy, jak i minusy. Pozytywnym aspektem utrzymywania w firmie *War Chest* jest możliwość szybkiej reakcji na sytuację na rynku przejęć, zarówno błyskawiczne wyjście z ofertą na akcje przejmowanej spółki, jak i szybkie jej sfinansowanie, a także możliwość przeznaczenia znacznych kwot na finansowanie działań obronnych w przypadku podjęcia strategii *Pac-Mana*. *War Chest* jest często kompilowany z dochodów uzyskiwanych ze sprzedaży majątku spółki. Szybkie pozbywanie się majątku i gromadzenie kapitału przez daną spółkę jest sygnałem dla rynku mówiącym, że prawdopodobnie przygotowuje się ona do przejęcia innej spółki lub do obrony (kontroferty na akcje wrogiej firmy) w ramach strategii *Pac-Mana*¹⁴.

¹¹ J. Gorzala, *The art of hostile takeover defence*, Igel Verlag, Hamburg 2010, s. 25.

¹² W przypadku udanego wrogiego przejęcia spółki jej dotychczasowa kadra menedżerska jest najczęściej zwalniana z pracy.

¹³ R.J. Palabrica, *Reverse Pac-Man strategy*, „Inquirer.net”, 01.21.2010, <http://business.inquirer.net/money/columns/view/20100121-248644/Reverse-Pac-Man-strategy> (dostęp: 21.03.2010).

¹⁴ <http://www.investopedia.com/terms/w/warchest.asp> (dostęp: 22.03.2010).

3. Przykłady użycia *Pac-Man Defense*

W roku 1982 rozpoczęła się walka na przejścia pomiędzy firmami Martin Marietta i Bendix¹⁵. Ta ostatnia próbowała wrogo przejąć spółkę Martin Marietta. Bendix nabył kontrolny pakiet akcji Martin Marietta i w zasadzie przejął tę spółkę. Jednakże w krótkim okresie, pomiędzy przejściem spółki Martin Marietta a uzyskaniem nad nią rzeczywistej kontroli przez nabywcę, kadra menedżerska Martin Marietta sprzedała cały nieistotny dla dalszego funkcjonowania spółki majątek. Uzyskane w ten sposób fundusze przeznaczono na podjęcie próby wrogiego przejścia dotychczasowego prześladowcy¹⁶. Dodatkowo, pomimo tego, że spółka Martin Marietta posiadała niskie zyski, to zdecydowała się pożyczyć miliard dolarów, aby sfinansować próbę odwetowego przejścia firmy Bendix. W okresie zmagania obie spółki wydały ogromne sumy na zakup udziałów przeciwnika. Spór został zakończony, gdy wyczerpany finansowo Bendix został przejęty przez trzeciego gracza (białego rycerza), którym był Allied Corp. Martin Marietta nie tylko nie przejął firmy Bendix, ale jeszcze wyszedł z tych zmagania z poważnym zadłużeniem (1,2 miliarda dolarów długu przy 97 milionach netto zysku za rok 1982¹⁷) i sporym pakietem swoich akcji, które teraz znajdowały się w rękach firmy Allied Corp¹⁸.

W roku 1982 miał miejsce jeszcze jeden przykład użycia obrony *Pac-Mana*. Mesa Petroleum usiłował nabyć Cities Service. W odpowiedzi Cities Service złożył ofertę na akcje Mesa. Szala zwycięstwa przechylała się na stronę Cities, dzięki temu, że zakupując kolejne akcje Mesa Petroleum, posiadał ich już niemal większościowy pakiet. W tym momencie Cities dodatkowo zaangażował po swojej stronie białego rycerza w postaci Gulf Corp., który przejął spółkę po cenie wyższej o 13 dolarów za akcję, niż oferował Mesa¹⁹.

Kolejna znana batalia na przejścia, podczas której jedna ze stron zastosowała taktykę obrony *Pac-Mana*, miała miejsce na przełomie lat 1987 i 1988. W grudniu 1987 r. spółka E-II Holdings ujawniła, że posiada 4,6% akcji American Brands (obecnie Fortune Brands) i że byłaby w stanie dokonać jej wrogiego przejścia. W odpowiedzi na atak spółka American Brands przeprowadziła zakończoną sukcesem obronę *Pac-Mana*²⁰.

¹⁵ Szerzej patrz: P.F. Hartz, *Merger: The exclusive inside story of the Bendix-Martin Marietta takeover war*, Beard Books, Washington 2000.

W Stanach Zjednoczonych w roku 1982 miało miejsce 2346 fuzji pomiędzy spółkami, w wyniku których ponad 54 miliardy dolarów zmieniło właściciela. W roku 1983 dokonano w USA 2533 fuzji na kwotę 73 miliardów dolarów, a w roku 1984 – 2543 fuzji na sumę 122 miliardów dolarów. Tamże, s. 7.

¹⁶ <http://privateequityblogger.com/2008/10/pac-man-defense.html> (dostęp: 22.03.2010).

¹⁷ *Origins of the "Pac-Man" Defense*, „The New York Times”, 01.23.1988, <http://www.nytimes.com/1988/01/23/business/origins-of-the-pac-man-defense.html?pagewanted=1> (dostęp: 22.03.2010).

¹⁸ G. Corcoran, *The dangers of the Pac-Man Defense*, „Wall Street Journal Blogs”, 15.11.2007, <http://blogs.wsj.com/deals/2007/11/15/the-dangers-of-the-pac-man-defense/tab/article/> (dostęp: 22.03.2010).

¹⁹ Tamże.

²⁰ Tamże.

Pac-Man Defense stosowana jest także w innych państwach, nie tylko w Stanach Zjednoczonych. Przypadki przyjęcia przez spółki takiej strategii obronnej miały miejsce między innymi w Wielkiej Brytanii i Francji.

W Wielkiej Brytanii obrona *Pac-Mana* jest rzadko stosowana na rynku fuzji i przejęć²¹. W okresie 1998–1999 użyto obrony *Pac-Mana* w walce na przejęcia pomiędzy browarami w Wielkiej Brytanii. Marston, Thompson & Evershed wystąpił ze śmiałą ofertą przejęcia browarów Wolverhampton & Dudley za kwotę 339 milionów funtów, co stanowiło, po ówczesnym kursie, 539,6 miliona dolarów. Spółka Wolverhampton & Dudley wygrała te zmagania²².

Obrona *Pac-Mana* nie jest z reguły stosowana we Francji²³. Przypadek użycia tego narzędzia miał miejsce w tym kraju tylko jeden raz. Był on zatwierdzony przez *Conseil des marchés financiers* (CMF) w odniesieniu do próby przejęcia Elf Aquitaine przez Total Fina²⁴. W lipcu 1999 r. firma Total Fina złożyła ofertę przejęcia Elf Aquitaine za sumę opiewającą na 42 miliardy euro. Jeszcze tego samego miesiąca w ramach obrony *Pac-Mana* Elf Aquitaine złożył kontrofertę na zakup akcji Total Fina na kwotę 50 miliardów euro (50,97 miliarda dolarów przy ówczesnym kursie)²⁵. Zmagania pomiędzy firmami zakończyły się niespodziewanie porozumieniem w dniu 13 września 1999 r.²⁶ Na jego podstawie doszło do przyjaznego przejęcia firmy Elf Aquitaine przez Total Fina za sumę 54,2 miliarda dolarów²⁷.

Jednym z najbardziej aktualnych wydarzeń, związanych z walką na przejęcia, w którym odwoływano się do *Pac-Man Defense*, był spór pomiędzy Cadbury a Kraft Foods. W 2009 r. spółka Cadbury rozważała użycie *Pac-Man Defense* w przypadku, gdyby nie pojawiła się oferta białego rycerza wygrywająca z wrogą, za niską ofertą Kraft Foods. Cadbury uznała ofertę Kraft Foods, opiewającą na kwotę 16 miliardów dolarów za niewystarczającą²⁸. W styczniu 2010 r., po zakończonych sukcesem roz-

²¹ E. Razin, *The Pac-Man Defence: With friends like these, who needs resolutions?*, „westlawbusiness”, 03.09.2009, http://currents.westlawbusiness.com/Articles/2009/08/20090803_0002.aspx?cid=&src= (dostęp: 22.03.2010).

²² G. Corcoran, *The dangers...*, dz. cyt.

²³ Obrona *Pac-Mana* nie jest stosowana we Francji ze względu na ograniczenia techniczne, jakie nakłada na spółki tamtejsze prawo korporacyjne. Zakazuje ono jakichkolwiek krzyżowych udziałów pomiędzy dwoma spółkami, jeśli jedna z nich posiada więcej niż 10% akcji drugiej. L. Belze, *Preventive anti-takeover defenses: Evidence from the French market for corporate control*, „Social Science Research Network” 2006, s. 7, <http://papers.ssrn.com> (dostęp: 23.03.2010).

²⁴ Tamże.

²⁵ G. Corcoran, *The dangers...*, dz. cyt.

²⁶ http://histoire.total.com/index_en.html.

²⁷ *Total Fina wins merger chase for Elf Aquitaine*, „High Beam Research”, 01.11.1999, <http://www.highbeam.com/doc/1G1-57762288.html> (dostęp: 23.03.2010).

²⁸ Uznano, że kwota ta jest o 12% za niska w porównaniu z realną wartością spółki, deklarowaną przez władze Cadbury. J. Kosman, *Revenge is sweet. Cadbury mulls Pac-Man bid for Kraft division*, „New York Post”, 24.11.2009, http://www.nypost.com/p/news/business/revenge_is_sweet_inO3NA-2nIo1lvK6gZdV9HI (dostęp: 24.03.2010).

mowach, Cadbury zgodziła się na przejęcie przez Kraft Foods po wyższej cenie niż pierwotne 16 miliardów²⁹.

4. Próba oceny zjawiska

W 1984 r. Amerykańska Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (*U.S. Securities and Exchange Commission*, SEC) uznała, że działania typu *Pac-Man Defense* są przyczyną „poważnych obaw” (*serious concern*), jednak uchyliła się od popierania jakichkolwiek federalnych zakazów przeciwko tej taktyce. Komisarze uznali, że stosowana przez spółkę strategia obrony *Pac-Mana* może w pewnych okolicznościach przynieść korzyść akcjonariuszom. Nie może być ona jednak stosowana jedynie w celu utrzymania stanowisk przez dotychczasowych menedżerów broniącej się spółki. SEC podkreślała, że spółki powinny podejmować taktykę *Pac-Man Defense*, jeśli przyniesie ona korzyści akcjonariuszom. Sumy wydane na prawników i innych specjalistów zatrudnionych w czasie działań związanych z obroną spółki przed wrogim przejęciem mogłyby zostać w innym przypadku wydane na rozwój i modernizację przedsiębiorstwa lub powiększyć jego dochody³⁰.

Pac-Man Defense można scharakteryzować jako bardzo agresywną technikę obrony, możliwą do przeprowadzenia jedynie w przypadku, gdy spółka posiada znaczące zasoby finansowe, wartościowy park maszynowy, nieruchomości czy też części przedsiębiorstwa, które może w krótkim czasie upłynnić w celu sfinansowania przejęcia spółki będącej wrogim oferentem³¹. Rywale składają akcjonariuszom kontroferty na akcje, co prowadzi do ich zakupu nawet powyżej ich realnej wartości. *Pac-Man Defense* jest strategią niepewną, ponieważ spółka broniąca się w ten sposób przed wrogim przejęciem może, lecz nie musi, odnieść sukces, przejmując lub odstrasżając wrogię oferenta. Szanse na wygraną rosną w zależności od kwoty poświęconej na zakup akcji przeciwnika i honoraria dla specjalistów. Wysokie wydatki nie są opłacalne z ekonomicznego punktu widzenia, ponieważ nawet w przypadku zwycięstwa spółki stosującej obronę *Pac-Mana*, wyjdzie ona z pojedynku osłabiona finansowo, ponieważ wspomniana strategia generuje w firmie pokaźny dług.

Akcjonariusze wzajemnie usiłujących się przejąć spółek muszą określić swoje preferencje, decydując, czy spółka, w której są właścicielami akcji, powinna zostać

²⁹ Kraft zwiększył ofertę kupna z 10,5 do 11,7 miliardów funtów (co stanowi około 19 miliardów dolarów) i zgodził się na wypłacenie akcjonariuszom Cadbury dywidendy – po 10 funtów od każdego udziału. *Kraft Foods przejmuje Cadbury*, „Wprost”, 19.01.2010, <http://www.wprost.pl/ar/184829/Kraft-Foods-przejmuje-Cadbury/> (dostęp: 24.03.2010).

³⁰ G. Corcoran, *The dangers...*, dz. cyt.

³¹ W przypadku wystąpienia konieczności wyprzedawania dużej części majątku spółki w celu sfinansowania *Pac-Man Defense*, firma taka może przyjąć typ obrony przed wrogim przejęciem określany jako polityka spalonej ziemi (*Scorched earth*). Firma stosująca tę strategię zniechęca przeciwnika do dokonania przejęcia, obniżając swoją atrakcyjność poprzez wyprzedawanie aktywów, oddziałów lub zaciągając długi; <http://www.investopedia.com/terms/s/scorchedearthpolicy.asp> (dostęp: 24.03.2010).

sprzedana ze stosowną premią (dla akcjonariuszy), czy też lepszym wyjściem jest nabycie przez „naszą” spółkę podmiotu wrogiego, w nadziei, iż w przyszłości akcjonariuszom uda się uzyskać z tego tytułu większą premię niż ze sprzedaży posiadanych aktualnie akcji. W zależności od tego, które rozwiązanie wydaje się rokować na wyższe zyski, akcjonariusze zatrzymują bądź sprzedają posiadane udziały. Poparcie udziałowców dla nabycia wrogiej spółki występuje zazwyczaj wtedy, gdy dojdą oni do wniosku, iż przedsiębiorstwo po połączeniu będzie w stanie wygenerować większą wartość³².

W przypadku gdy jedna spółka przejmuje drugą, występuje zwykle przewidywalny krótkookresowy skutek w postaci zmian cen akcji obydwu podmiotów. Generalnie cena akcji spółki przejmującej spada, natomiast przejętej – wzrasta. Cena akcji spółki nabywającej zazwyczaj spada po zakończonym sukcesem przejęciu innego podmiotu. Dzieje się tak z kilku powodów. Po pierwsze, ze względu na konieczność poniesienia kosztów premii wypłaconej akcjonariuszom przejmowanej spółki. Zostaje ona nabyta za kwotę większą niż jej realna wartość, więc premia wynika z wykupywania akcji po cenie wyższej niż rynkowa. Po drugie, w procesie łączenia spółek może dojść do szeregu problemów mogących mieć destrukcyjny wpływ na dalsze funkcjonowanie połączonych podmiotów. Do zagrożeń takich mogą należeć³³:

- Niespokojny proces integracji. Różnice wynikające z odmiennej kultury pracy i komunikacji pomiędzy pracownikami³⁴.
- Problemy wynikające z obciążenia długiem i wydatkami poczynionymi w celu przejęcia spółki-celu. Pozostałe w spółce uszczuplone zasoby finansowe mogą nie wystarczyć na działalność firmy i planowane inwestycje.
- Utrata produktywności wywołana przez walki o władzę pomiędzy członkami kierownictwa.
- Osłabienie kondycji finansowej spółki związane z ponoszeniem wydatków na restrukturyzację.

Jeśli spółka poradzi sobie z ewentualnymi, wymienionymi wyżej problemami, w długim okresie czasu połączenie jest dla niej korzystne³⁵.

³² P.A. Hunt, *Structuring mergers & acquisitions: a guide to creating shareholder value*, Wolters Kluwer, New York 2009, s. 584.

³³ <http://www.investopedia.com/ask/answers/203.asp> (dostęp: 24.03.2010).

³⁴ Odmienność kultury pracy może polegać na ścieraniu się uniwersalizmu i partykularyzmu (reguły a relacje), indywidualizmu i kolektywizmu (stosunek do jednostki i grupy), powściągliwości i emocjonalności (emocje a poznanie), kultury całościowej i wycinkowej (postrzeganie całości lub elementów świata), kultury synchronicznej i sekwencyjnej (pojedynczość i wielozadaniowość), osiągnięciu i przypisaniu statusu (aktywne lub pasywne pozyskiwanie statusu) oraz wewnątrz- lub zewnątrzsterowności (samodzielność a kooperacja). Szerzej patrz: Ch. Hampden-Turner, A. Trompenaars, *Siedem wymiarów kultury. Znaczenie różnic kulturowych w działalności gospodarczej*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002; Ch. Hampden-Turner, A. Trompenaars, *Siedem kultur kapitalizmu. USA, Japonia, Niemcy, Francja, Wielka Brytania, Szwecja, Holandia*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003; B. Wujec, *Coaching relacji międzykulturowych*, I Międzynarodowa Konferencja Coachingu, Akademia Leona Koźmińskiego, Warszawa 2009, <http://docs.google.com> (dostęp: 25.03.2010).

³⁵ <http://www.investopedia.com/ask/answers/203.asp> (dostęp: 25.03.2010).

Pac-Man Defense stymuluje obie strony sporu do zachowań nieracjonalnych, podyktowanych emocjami. Ponadto strategia ta tworzy znaczną niepewność na rynku, ponieważ aż do zwycięstwa jednej ze spółek lub zrezygnowania z walki na przejścia bardzo trudno dostrzec zwycięzcę zmagających, gdyż stan posiadania akcji własnych i oponenta ulega ciągłym zmianom. Dodatkowo każda kolejna kontroferta podtrzymuje płomień konfliktu i stymuluje następną ofertę konkurencji³⁶.

Obrona *Pac-Mana* posiada jeszcze jedną istotną cechę, polegającą na skracaniu ram czasowych całego procesu przejścia spółki, ponieważ kierownictwo mocniej angażuje się w sprawę, niż w przypadku zwykłego wrogiego przejścia, gdy druga strona nie prowadzi obrony za pomocą kontruderzeń. Ze względu na ponoszenie wysokich kosztów zmagających, jak i stale istniejące widmo ewentualnej porażki i ulegnięcia wrogiemu przejściu, menedżerowie starają się rozstrzygnąć konflikt na własną korzyść w jak najkrótszym czasie³⁷.

Kadra zarządzająca, zdając sobie sprawę, że może przegrać w wyniszczającym konflikcie z menedżerami wrogiej spółki, w wyniku czego wystąpi wysokie prawdopodobieństwo masowych zwolnień z pracy wyższego kierownictwa, zabezpiecza się także na taką ewentualność. Menedżerowie razem z *Pac-Man Defense* przyjmują zwykle także tak zwane złote spadochrony (*Golden parachutes*³⁸)³⁹.

5. Podsumowanie

Pac-Man Defense jest kontrowersyjną strategią obrony przed wrogim przejściem. Z jednej strony działa odstraszańco na wrogiego oferenta i zabezpiecza w pewnym stopniu interesy menedżerów, jednak w wielu przypadkach zawodzi. Z drugiej strony często jest sprzeczna z interesami akcjonariuszy, dla których priorytetem jest wysoka i stabilna cena akcji oraz dywidendy, które ulegają deprecjacji, w sytuacji, w której kierownictwo spółki wydaje bająnskie sumy jedynie po to, aby po wrogim przejściu nie stracić pracy. *Pac-Man Defense* wyniszcza spółkę finansowo, ograniczając jej potencjał oraz możliwości rozwoju. Spółki broniące się za pomocą tej strategii są narażone na wrogie przejście przez trzecią stronę, ponieważ mogą nie posiadać odpowiednich środków na obronę przed kolejnym przeciwnikiem. Często w sytuacji patowej spółki poszukują białego rycerza, który przejmie je na dogodniejszych warunkach. Czasami zamiast białego rycerza zmagające się kierownictwa spółek wybierają logikę w miejsce emocji i w wyniku rozmów osiągnają konsensus, na podstawie którego dochodzi pomiędzy nimi do przejścia przyjaznego.

³⁶ D.F. Channon, *The Blackwell...*, dz. cyt., s. 22.

³⁷ Tamże.

³⁸ Jest to klauzula w kontraktach menedżerskich zapewniająca otrzymanie wysokiej odprawy, która może przyjąć formę premii, opcji na akcje lub innych mieszanych pakietów. Odprawa jest wypłacana między innymi w przypadku przejścia firmy i wygaśnięcia umowy zatrudnienia lub odwołania członka zarządu ze swojej funkcji; http://www.wynagrodzenia.pl/slownik_1.php/wpis.354 (dostęp: 26.03.2010).

³⁹ D.F. Channon, *The Blackwell...*, dz. cyt., s. 22.

Literatura

1. Belze L., *Preventive anti-takeover defenses: Evidence from the French market for corporate control*, „Social Science Research Network” 2006, <http://papers.ssrn.com>.
2. Channon D.F., *The Blackwell encyclopedic dictionary of strategic management*, Blackwell, Oxford 1999.
3. Corcoran G., *The dangers of the Pac-Man Defense*, „Wall Street Journal Blogs”, 15.11.2007, <http://blogs.wsj.com/deals/2007/11/15/the-dangers-of-the-pac-man-defense/tab/article/>.
4. Eder S., *Lazard CEO Bruce Wasserstein dies*, „Reuters”, 14.10.2009, <http://www.reuters.com/article/idUSTRE59D52920091014>.
5. Gąsiorowski D., *Wrogie przejęcia, czyli strachy na lachy*, „Money.pl”, 17.10.2007, <http://www.money.pl/gospodarka/wiadomosci/artukul/wrogie;przejecia;czyli;strachy;na;lachy,205,-1,273357.html>.
6. Gorzala J., *The art of hostile takeover defence*, Igel Verlag, Hamburg 2010.
7. Gughan P.A., *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*, John Wiley & Sons, New Jersey 2007.
8. Hampden-Turner Ch., Trompenaars A., *Siedem kultur kapitalizmu. USA, Japonia, Niemcy, Francja, Wielka Brytania, Szwecja, Holandia*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003.
9. Hampden-Turner Ch., Trompenaars A., *Siedem wymiarów kultury. Znaczenie różnic kulturowych w działalności gospodarczej*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002.
10. Hartz P.F., *Merger: The exclusive inside story of the Bendix-Martin Marietta takeover war*, Beard Books, Washington 2000.
11. Helin A., Zorde K., *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998.
12. Herdan A., Antolak L., *Połączenia przedsiębiorstw. Teoria i praktyka*, Kraków 2005.
13. Hunt P.A., *Structuring mergers & acquisitions: a guide to creating shareholder value*, Wolters Kluwer, New York 2009.
14. Kosman J., *Revenge is sweet. Cadbury mulls Pac-Man bid for Kraft division*, „New York Post”, 24.11.2009, http://www.nypost.com/p/news/business/revenge_is_sweet_inO3NA2nIo1lvK6gZd-V9HI.
15. Palabrica R.J., *Reverse Pac-Man strategy*, „Inquirer.net”, 01.21.2010, <http://business.inquirer.net/money/columns/view/20100121-248644/Reverse-Pac-Man-strategy>.
16. Razin E., *The Pac-Man Defence: With friends like these, who needs resolutions?*, „westlaw-business”, 03.09.2009, http://currents.westlawbusiness.com/Articles/2009/08/20090803_0002.aspx?cid=&src=.
17. Szymańczyk A., *Przyczyny przejęć kapitałowych i prawne sposoby ich zapobieganiu*, „e-Finanse” 2006, nr 1, <http://www.e-finanse.com/artykuly/31.pdf>.
18. Wajda D., *Akcjonariusze i organy spółki wobec próby wrogiego przejęcia*, *Twoja-firma*”, 06.11.2008, <http://www.twoja-firma.pl/wiadomosc/16788291,akcjonariusze-i-organy-spolki-wobec-proby-wrogiego-przejecia.html>.
19. Wujec B., *Coaching relacji międzykulturowych*, I Międzynarodowa Konferencja Coachingu, Akademia Leona Koźmińskiego, Warszawa 2009, <http://docs.google.com>.
20. <http://business.inquirer.net>
21. <http://currents.westlawbusiness.com>
22. <http://histoire.total.com>
23. <http://privateequityblogger.com>
24. <http://www.highbeam.com>
25. <http://www.investopedia.com>
26. <http://www.money.pl>

27. <http://www.namcogames.com>
28. <http://www.nypost.com>
29. <http://www.nytimes.com>
30. <http://www.reuters.com>
31. <http://www.twoja-firma.pl>
32. <http://www.wprost.pl>
33. <http://www.wynagrodzenia.pl>

PAC-MAN DEFENSE **AS A FORM OF HOSTILE TAKEOVER PROTECTION**

Summary: The article presents defense strategy from hostile takeover, which is defined as *Pac-Man Defense*. The name of the strategy refers to a popular computer game from the 1980s, because it has got similar rules. The text also presents the most important examples of using *Pac-Man Defense* and its influence upon the interests of managers and stockholders.