RUCH PRAWNICZY, EKONOMICZNY I SOCJOLOGICZNY
Rok LXXXVIII – zeszyt 1 – 2026
https://doi.org/10.14746/rpeis.2026.88.1.08

FILIP WYSZYŃSKI[a]

KORPORACYJNE DZIAŁANIA AUTODESTRUKTYWNE A OBRONA PRZED WROGIM PRZEJĘCIEM – REWIZJA KLASYFIKACJI METOD OBRONNYCH

CORPORATE SELF-DESTRUCTIVE ACTIVITIES VERSUS DEFENCE AGAINST HOSTILE TAKEOVERS: A REVIEW OF THE CLASSIFICATION OF DEFENCE METHODS

In the age of protectionism, it is important to defend companies against hostile takeovers. Diverse corporate methods are used to defend companies (as opposed to de facto or extra-legal methods, which are not the focus of this research). The issue is of considerable practical importance. The article aims to create a new classification framework for defence against hostile takeovers. According to the main hypothesis, the classification that considers corporate self-destructive methods as defensive methods is incorrect. The basic research method is the formal-dogmatic method, supplemented by elements of economic analysis of law and sociological and historical analysis. The considerations allow us to formulate several fundamental conclusions. Firstly, corporate self-destructive methods should not be considered as equal methods of defence, as they violate the substrate of the company or harm the company's interests. The method of self-destructive defence, known from other areas of life, should not be transferred to the corporate field. The most self-destructive methods are the crown jewels, scorched earth tactics and the suicide pills method. Secondly, however, self-destructive methods make it possible to see a strong differentiation of interests within the company itself as a corporation, led by the so-called principal–agent conflict. Thirdly, the methods of defence against hostile takeovers should be selected differently depending on the corporate nature of the capital company (open or closed type), but the revision of corporate self-destructive actions remains valid regardless of these conditions.

Keywords: commercial law; hostile takeover; defensive methods; classification review

W dobie protekcjonizmu coraz większe znaczenie ma obrona spółek przed wrogimi przejęciami. Do obrony spółek stosuje się zróżnicowane metody korporacyjne (w odróżnieniu od metod faktycznych czy pozaprawnych, które nie są przedmiotem zainteresowania artykułu). Podstawową przesłanką podjęcia badań jest duża doniosłość praktyczna zagadnienia. Celem artykułu jest stworzenie nowego ujęcia klasyfikacyjnego w zakresie obrony przed wrogim przejęciem spółki. Autor formułuje i weryfikuje hipotezę, że klasyfikacja, która uznaje korporacyjne metody autodestruktywne za metody obronne, jest błędna. W badaniu wykorzystano metodę formalno-dogmatyczną z elementami ekonomicznej analizy prawa, analizy socjologicznej oraz historycznej. Rozważania pozwalają na sformułowanie kilku zasadniczych wniosków. Po pierwsze, korporacyjne metody

[a] Independent researcher, Warsaw, Poland / Niezależny badacz, Warszawa, Polska
wyszynski@wp.pl, https://orcid.org/0000-0002-0792-5730

RPEiS 88(1), 2026: 143–160. *© WPiA UAM, 2026.* *ISSN (Online) 2543-9170 ISSN (Print) 0035-9629*
Open Access article, distributed under the terms of the CC licence (BY, https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.en).

autodestruktywne nie powinny być uznawane za równoprawne metody obrony, gdyż naruszają substrat przedsiębiorstwa bądź godzą w interes spółki. Metoda obrony autodestruktywnej, znana z innych obszarów życia, nie powinna być przenoszona na grunt korporacyjny. Najbardziej autodestruktywne są metody sprzedaży klejnotów koronnych (*crown jewels*), taktyka spalonej ziemi (*scorched earth*) oraz metoda samobójczej pigułki (*suicide pills*). Po drugie jednak, metody autodestruktywne pozwalają dostrzec silne zróżnicowanie interesów w ramach samej spółki jako korporacji, na czele z konfliktem agent–pryncypał. Po trzecie, metody obrony przed wrogim przejęciem powinny być dobierane odmiennie w zależności od charakteru korporacyjnego spółki kapitałowej (typu otwartego czy zamkniętego), jednak rewizja korporacyjnych działań autodestruktywnych pozostaje aktualna niezależnie od tych uwarunkowań.

Słowa kluczowe: prawo handlowe; wrogie przejęcie; metody obronne; rewizja klasyfikacji

I. WPROWADZENIE

Przejęcia jako transakcje konsolidacyjne stanowią podstawową formułę rozwojową zarówno dla podmiotów gospodarczych, jak i dla gospodarki w ogólności. Osiągnięcie korporacyjnej kontroli nad spółką niesienie ze sobą wiele ryzyk, w tym ryzyko wrogiego przejęcia[1]. Na tym tle pojawia się problem badawczy o wysokiej doniosłości dla praktyki obrotu, który można byłoby sprowadzić do wstępnego pytania: jak można chronić spółkę, by nie pozbawić jej substratu majątkowego w stopniu uniemożliwiającym dalsze prowadzenie działalności gospodarczej (przedsiębiorstwa)?[2]

Celem artykułu jest stworzenie nowego ujęcia klasyfikacyjnego w zakresie obrony przed wrogim przejęciem spółki. Hipotezą badawczą jest założenie, że dotychczas znane ujęcie metod obronnych, w które wpisany jest element korporacyjnej autodestruktywności, wymaga rewizji: autodestruktywne metody obrony, które godzą w substrat spółki, szczególnie w postaci przedsiębiorstwa przez nią prowadzonego, nie powinny być klasyfikowane jako „metody obrony" (a przynamniej nie jako metody obrony *sensu stricto*). Podważana jest tym samym dotychczas uznana i istniejąca klasyfikacja dogmatycznoprawna, która nie była dotąd przedmiotem rewizji. W konsekwencji zaproponowano nową klasyfikację metod obrony przed wrogim przejęciem. W badaniu dominuje analiza metodą dogmatycznoprawną, ale zastosowano także analizę historyczną, socjologiczną i ekonomiczną.

[1] „Najbardziej narażone na wrogie przejęcie są firmy o słabej kontroli właścicielskiej i niesprawnym kierownictwie, o spadającej efektywności. Tworzą one okazję rynkową dla przejęcia" (Mączyńska, 2013, s. 16). W ramach artykułu nie mieści się opis definicji, w tej materii zob. Błoch (2010, s. 231); Bogucki (2023, s. 177–199); Sawicz (2013, s. 46); Wnorowski (2015, s. 14); Wolski (2012, s. 34); Zalega (2015, s. 8). Pierwszym przykładem wrogiego przejęcia na polskim rynku kapitałowym było przejęcie Kruk S.A. przez Vistula-Wólczanka w 2008 r. (Domanowska, 2017, s. 23–27).

[2] Reagując na groźbę wrogiego przejęcia, zarząd powinien ocenić jego wpływ na przedsiębiorstwo i korporację. Zob. *Unocal Corp. vs. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946, 955 (Delaware 1985). Por. Gaughan (2007, s. 91).

II. METODY OBRONNE

Metody obrony przed wrogim przejęciem, takie jak: *poison pills*[3] („zatrute pigułki"; Bruner, 1991, s. 39–47), sprzedaż *crown jewels* („klejnotów koronnych"; Kumar i Sharma, 2019, s. 45–60), *scorched earth* („spalonej ziemi"; Kuchey, Khan i Raja, 2018, s. 106; Rauch i Wahrenburg, 2011, s. 349) czy *suicide pills*[4] („samobójczej pigułki"; Boggio, 2023, s. 94), uznawane są w piśmiennictwie za równoprawne metody obronne. Wydaje się jednak, że zastany model teoretyczny nie uwzględnia dostatecznie *differentia specifica* metod obronnych pod względem ich efektywności w ujęciu wewnątrzkorporacyjnym. Metody obronne mające na celu udaremnić wrogie przejęcie powinny być bowiem wprowadzane zgodnie z hipokratejskim standardem medycznym *primum non nocere* („po pierwsze nie szkodzić"; Szatkowski, 1996, s. 155). Dobór środków obronnych oraz proces ich zastosowania w ujęciu konstrukcyjnym nie powinny przysłonić rzeczywistego celu działania, a więc konieczności obrony substratu majątkowego spółki. Funkcjonariusze spółki w sytuacji zagrożenia wrogim przejęciem mieliby – według promowanego w artykule modelu postępowania (przedkładającego ekonomiczną efektywność obrony nad finezyjność postępowania obronnego) – bronić substratu spółki do momentu, do którego realna pozostaje szansa jego zachowania. Dopiero wówczas, gdy szansa taka mija, dopuszczalne byłoby podjęcie działań korporacyjnie autodestruktywnych, i to jedynie wówczas, gdyby działanie to pozwoliło na powrót na rynek w innej formie, przy jednoczesnym osłabieniu przejmowanych aktywów akwizycyjnych.

Z historii znamy przykłady stosowania taktyki spalonej ziemi przez zatruwanie ujęć wody pitnej, palenie spichlerzy, miast itd. Taktyka spalonej ziemi była stosowana już od czasów starożytnych (Dąbrowski, 1964, s. 164; Knopp, 2009, s. 149; Nawotka, 2007, s. 179). Dostrzegano jednak jej wady: wskazywano tu między innymi demoralizację armii i rozluźnienie szyków (Witkowski, 2020, s. 26), a w średniowieczu dodatkowo jej sprzeczność z kodeksem rycerskim (Kras, 1996, s. 105). Taka taktyka była jednak zwykle powiązana z wycofywaniem się armii w głąb kraju bądź na tereny fortyfikacyjnie bardziej dogodne do odpierania ataku, tak aby zyskać czas i osłabić siły przeciwnika. Przykłady jej zastosowania znamy z kampanii napoleońskiej czy też działań na froncie wschodnim podczas II wojny światowej (Cawthorne, 2009, s. 90, 105). Innym przykładem wojennych działań autodestruktywnych są japońscy piloci kamikaze. Życie pilota jednostki lotniczej lub wodnej stawało się drugorzędne wobec zamierzonego celu, lecz konieczność poświęcenia życia w misjach samobójczych wynikała z asymetrii wojskowej, stąd admirał Takijirō Ōnishi zdecydował o konieczności podjęcia walki wiążącej się z pewną śmiercią żołnierzy

[3] Podobnie, dostrzegając inwazyjność bądź kosztowność zastosowania *poison pills*, lecz nie wykluczając takiego działania z katalogu metod obronnych, m.in. Carruthers i Babb (2013, s. 87); Corelli (2018, s. 474); Davies i Hopt (2004, s. 169); Folsom (2004, s. 357); Hitt i in. (2014, s. 312); Ramić i in. (2022, s. 125); Ringe (2018, s. 400); Stowell (2018, s. 90).

[4] Jedynie o specyfice tej taktyki w kontekście jej nieefektywności zob. Chaturvedi (2017, s. 18).

(Young, 2013, s. 7–11). Idea sformowania jednostek „żywych torped" pojawiła się także w Polsce na wypadek inwazji III Rzeszy w 1939 r. (Błażejewski, 2016, s. 155). Warto przenieść te refleksje na grunt prawa spółek.

III. ZATRUTE PIGUŁKI

Metoda obronna typu *poison pills* stanowi metodę inwazyjną, kosztowną, budzącą emocje i przez lata niedopuszczalną w wybranych stanach USA, a jej potencjalne stosowanie postrzegane było jako wykorzystywanie i nadużywanie defensywnego położenia spółki i jako nakłanianie (Bruner, 1991, s. xi, 39, 49). O dopuszczalności zastosowania metody zatrutych pigułek przesądził sąd dla stanu Delaware w 1985 r., który stwierdził, że spółka ma prawo wyemitować nowe akcje wtedy, gdy spółka najeźdźca zaczyna nabywać duże pakiety akcji, tak aby w efekcie rozwodnić prawa udziałowe i uczynić ich dalsze nabywanie mniej atrakcyjnym ekonomicznie[5]. Tak zrobiła Unocla Corporation w odpowiedzi na wrogą ofertę spółki Mesa Petroleum. W podanym kazusie spółka Mesa Petroleum złożyła wrogą ofertę za Unocal Corporation, przedsiębiorstwo z branży naftowej, sąd stwierdził jednak, że metoda obrony musi pozostawać proporcjonalna (Velasco, 2002, s. 386).

Metoda zatrutych pigułek długo pozostawała obiektem kontrowersji w prawie unijnym (tzw. Trzynasta Dyrektywa)[6]. Na jej kanwie dostrzegano ryzyko zmniejszenia atrakcyjności rynków kapitałowych (przy osłabianiu kontroli nad spółkami) oraz dowolności menedżerów w stosowaniu metod obronnych, co może stać w sprzeczności z interesem akcjonariuszy, jednak ostatecznie przyjęto rozwiązanie kompromisowe, pozostawiające decyzję samym zainteresowanym spółkom (Bobrzyński i Oplustil, 2004, s. 58).

Angelika Kozyra (2020, s. 63) trafnie uznaje, że zasadniczo *poison pills* to metoda polegająca na przydaniu akcjonariuszom spółki praw umożliwiających im nabywanie dodatkowych walorów w ściśle określonych okolicznościach, co w efekcie ma zniechęcać potencjalnych agresorów do składania spółce niepożądanych ofert przejęciowych. Podobnie uważa Andrzej Zyguła (2009), który akcentuje, że popularnym (szczególnie w Stanach Zjednoczonych) sposobem obronnym na etapie przejęcia (jako że tradycyjnie rozróżnia się metody antyprzejęciowe przedtransakcyjne oraz metody na etapie transakcji) jest korporacyjny fortel nazywany *poison pills*, stosowany przede wszystkim w formule „powiększenia kapitału z prawem pierwokupu na korzystnych warunkach dla dotychczasowych akcjonariuszy" (s. 596).

---

[5] Zob. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* Por. *Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985). Dziesięć lat później legalność stosowania taktyki *poison pills* została dopuszczona przez sąd federalny Stanów Zjednoczonych w sprawie *Moore Corp. Ltd. v. Wallace Computer Services, Inc.*, 907 F. Supp. 1545 (D. Del. 1995). Zob. Błoch (2010, s. 233–234).

[6] Dyrektywa 2004/25/WE PE i Rady z 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia, Dz. Urz. UE L 142, 30.04.2004, s. 12–23.

Pojęcie *poison pills* w rozumieniu korporacyjnoprawnym zostało sformułowane po raz pierwszy w Stanach Zjednoczonych w latach osiemdziesiątych XX w. przez prawnika Martina Liptona, współzałożyciela jednej z głównych nowojorskich kancelarii prawniczych, specjalizującej się w doradztwie korporacyjnym, w tym w zakresie fuzji i przejęć (Kubicki, 2022, akapit 5). Lipton, udzielając porady w sprawie *Brown-Forman vs. Lenox*[7], zasugerował spółce Lenox, by obrała taktykę obronną polegającą na zaoferowaniu każdemu akcjonariuszowi akcji uprzywilejowanych jako dywidendy, co umożliwiłoby nabycie akcji przejmującej spółki z dużym dyskontem w przypadku powodzenia przejęcia. Metodę zatrutych pigułek powszechnie wykorzystywano na początku lat osiemdziesiątych XX w., obecnie jest stosowana rzadko: jedynie 91 spółek z indeksu Russell 3000 zastosowało tę metodę (Klingsberg i in., 2020, akapit 4), choć jej znaczenie wzrosło w czasie pandemii (Wittry i Eldar, 2020, akapit 1). Należy dodać, że mimo wybiórczego jej stosowania powyżej wskazana metoda i tak pozostaje najczęściej stosowaną spośród wszystkich wyszczególnionych metod (Gorzala, 2010, s. 52). Pozostałe metody mają znikome znaczenie praktyczne (Johansson i Thorstensson, 2008, s. 26; Sudarsanam, 2003, s. 511), co tym bardziej może potwierdzać hipotezę o braku ich skuteczności jako metod obrony.

Podkreślić jednak trzeba, że nie istnieje jedna metoda typu *poison pills*. Wyodrębnić można więc:

a) metodę *preferred stock plan*, gdy spółka-target emituje dużą liczbę nowych akcji, których nabywcami stają się dotychczasowi akcjonariusze, przy czym akcje te są zwyczajowo zabezpieczone surowymi postanowieniami w zakresie wykupu, w szczególności mechanizmem gwarantującym wymianę na znaczny pakiet akcji zwykłych, co spowodowałoby rozwodnienie pakietu i znaczne podrożenie transakcji przejęciowej;

b) metodę *flip-in*, polegającą na wydaniu zgody dla dotychczasowych akcjonariuszy na nabycie dodatkowych akcji po obniżonej cenie (co także prowadzi do rozwodnienia akcji);

c) metodę *flip-over*, której sens wyraża się w tym, że umożliwia akcjonariuszom zakup akcji nowo powstałej, potransakcyjnej spółki ze znacznym dyskontem;

d) metodę zwaną *back-end rights plan*, gdy spółka przyznaje opcję na akcje swoim akcjonariuszom (czy pracownikom – ma to znaczenie zwłaszcza w spółkach *start-up* czy spółkach nowych technologii, internetowych itd.), co umożliwia wymianę akcji na pieniądz bądź dłużne papiery wartościowe (np. obligacje), czyli w sytuacji nabycia określonego pakietu akcji przez najeźdźcę spółka może obronić się przed przejęciem przez wzrost zadłużenia, gdyż dojdzie do

[7] *Brown-Foreman Distillers Corp. vs. Lenox, Inc.*, No. 83-2116 (D.N.J. June 20, 1983). Transakcja w sektorze produkcji napojów alkoholowych uwypukliła problematyką kontroli sądowej nad wrogimi przejęciami po precedensowym orzeczeniu *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* Sąd zbadał, czy zarząd miał interes w odrzuceniu oferty przejęcia, oraz ocenił przesłankę proporcjonalności.

upłynnienia majątku broniącej się spółki (nawet całego majątku) i podzielenia go pomiędzy dotychczasowych akcjonariuszy;

e) *voting plan*, gdy akcjom zostaje przydany przywilej głosu, co nie pozwala najeźdźcy na przewagę podczas głosowania na zgromadzeniu, ponieważ nawet większościowy pakiet ponad 50-procentowej liczby akcji może nie pozwalać na przegłosowanie pozostałych akcjonariuszy, gdyż realna siła głosu będzie niższa, aniżeli wprost wynikałoby z liczby akcji (Błoch, 2010, s. 234–239; Kozyra, 2020, s. 63–68; Podsiadlik, 2003, s. 258–261; Regucki, 2018, s. 120–164).

Wypada zaznaczyć, że metoda *poison pills* wywiera bezpośrednie skutki w sferze korporacyjnej. Tym samym należy oddzielić skutki oddziaływania metody trujących pigułek na sferę korporacyjno-organizacyjną spółki od skutków w obrębie przedsiębiorstwa rozumianego według art. 55[1] Kodeksu cywilnego[8]. Zastosowanie metody typu *poison pills* względem spółki jest konstrukcyjnie odgraniczone od jej substratu, a więc przedsiębiorstwa.

IV. SPRZEDAŻ KLEJNOTÓW KORONNYCH

Jak pisze Erik Banks (2005, s. 92), metoda obronna typu *crown jewels defense* polega na próbie odparcia wrogiego przejęcia przez spółkę atakowaną przez automatyczną sprzedaż najbardziej produktywnych czy dochodowych aktywów spółki i tym samym pozostawienie spółce przejmującej podmiot o nieporównanie mniejszej wartości ekonomicznej aniżeli przewidywana. Miao Liu (2024, s. 196) słusznie wskazuje, że „klejnoty koronne" to najbardziej wartościowa część przedsiębiorstwa, która jest również najbardziej atrakcyjna dla wrogiego oferenta, przy czym może to być spółka zależna bądź oddział przedsiębiorstwa, mogą to być również aktywa, zezwolenia, koncesje, licencje, zgody lub też tajemnica handlowa, patent lub kluczowy zasób wiedzy wykwalifikowanej kadry, lub dowolna kombinacja tych czynników. W stosowaniu tej metody nie chodzi wyłącznie o sprzedaż „klejnotów koronnych" spółki, ale również np. o niezmienność ich funkcjonalnego wymiaru, jak w przypadku jednego z pierwszych przykładów wykorzystania tej metody, tj. przy próbie przejęcia Savoy Hotel PLC, gdzie zabezpieczono ciągłość prowadzenia przedsiębiorstwa Berkeley Hotel w Londynie (uniemożliwienie zmiany działalności; Regucki, 2022, s. 446).

Opisana taktyka obrony z jednej strony zabezpiecza przed pochopnym zbywaniem majątku spółki, ale z drugiej – nie ogranicza możliwości sprzedaży *crown jewels* jako skutecznej strategii defensywnej (choć nie metody obronnej). Metoda określana jako „sprzedaż" *crown jewels* wydaje się pojęciem nietrafnie zawężającym.

Ponadto sprzedaż *crown jewels* nie zasługuje na miano metody obronnej na równi z innymi, nieszkodzącymi spółce metodami, a dodatkowo trzeba zauważyć, że nie jest to strategia promowana przez ustawodawcę. Po pierwsze,

[8] Ustawa z 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny, t.jedn.: Dz. U. 2026, poz. 184 (dalej jako: k.c.).

zbycie przedsiębiorstwa zabezpieczone jest wymogiem uzyskania zgody korporacyjnej. W Polsce art. 228 pkt 3 Kodeksu spółek handlowych[9] przewiduje, że uchwały wspólników, poza innymi sprawami wymienionymi w niniejszym dziale lub umowie spółki, wymaga zbycie i wydzierżawienie przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części oraz ustanowienie na nich ograniczonego prawa rzeczowego, a art. 393 pkt 3 k.s.h. przesądza, iż uchwały walnego zgromadzenia wymaga zbycie i wydzierżawienie przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części oraz ustanowienie na nich ograniczonego prawa rzeczowego. Poza zbyciem przedsiębiorstwa wymóg uzyskania zgody korporacyjnej jest niezbędny również dla zbycia nieruchomości, użytkowania wieczystego lub udziału w nieruchomości (art. 228 pkt 4 k.s.h. oraz art. 393 pkt 4 k.s.h.).

Wymóg uzyskania zgody walnego zgromadzenia może dotyczyć nie tylko zbycia przedsiębiorstwa jako substratu spółki, ale także samej transakcji na rynku kapitałowym w świetle art. 80a ust. 1 ustawy o ofercie publicznej[10]. Powołany przepis implementujący Trzynastą Dyrektywę zakłada konieczność uzyskania zgody na podjęcie środków obronnych w nawiązaniu do zasady neutralności organu zarządzającego (fakultatywnej w prawie polskim na skutek implementacji w formule „opcji wyjścia"; Opalski, 2011, s. 7–8). Co więcej, Trzynasta Dyrektywa dopuszcza, by państwa członkowskie wobec zasady neutralności przewidywały obowiązek zgody walnego zgromadzenia na transakcję już na wczesnym etapie, np. z chwilą stwierdzenia nieuchronności wezwania (Oplustil, 2006a, s. 14). Wówczas walne zgromadzenie podejmie decyzję, co do środków obrony. Po drugie, kwestią dyskutowaną jest sprzedaż spółek z udziałem Skarbu Państwa podmiotom prywatnym (Oplustil i Porzycki, 2018, s. 444–450), zwłaszcza spółek, które mogą uchodzić za krytycznie ważne[11]. Wówczas stosowanie taktyki sprzedaży *crown jewels* wydaje się nieuzasadnione i sprzeczne z interesem państwa, nawet przy przyjęciu, że państwo powinno zredukować przejawy interwencjonizmu. W takich przypadkach taktyka sprzedaży *crown jewels* jest nieprzydatna i niestosowalna ani jako strategia osłabienia najeźdźcy (ponieważ poważnego uszczerbku doznaje infrastruktura krytyczna czy infrastruktura ważna ze względu na interes publiczny)[12],

[9] Ustawa z 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych, t.jedn.: Dz. U. 2026, poz. 176 ze zm. (dalej jako: k.s.h.).

[10] Ustawa z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, t.jedn.: Dz. U. 2025, poz. 146 (dalej jako: u.o.p.).

[11] Mowa tutaj o strategicznej roli przedsiębiorstw z uwagi na ich rolę w zabezpieczaniu infrastruktury krytycznej, a nie w odniesieniu do koncepcji tzw. narodowych czempionów (Mataczyński, 2016, s. 14; Molski, 2015, s. 21–22). Podkreśla się, że *de lege ferenda* rozwiązaniem implementacyjnym art. 11 Trzynastej Dyrektywy mogłoby być przydanie bezwzględnego obowiązywania środków zabezpieczających (statutowych, umownych) w spółkach publicznych (reguła przełamania), bez uchybienia dla szczególnych uprawnień Skarbu Państwa w spółkach o szczególnym znaczeniu dla porządku lub bezpieczeństwa, co byłoby traktatowo dopuszczalne. Jednak taki rodzaj implementacji jest wersją radykalną (Oplustil, 2006b, s. 7–8).

[12] O „interesie publicznym" wspomina zarówno art. 22 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej z 2 kwietnia 1997 r. (t.jedn.: Dz. U. 2009, Nr 114, poz. 946; dalej jako: Konstytucja RP), który przesądza, że ograniczenie wolności działalności gospodarczej jest dopuszczalne tylko ze względu

ani jako metoda obronna, gdyż najeźdźca mógłby planować przeprowadzenie ataku korporacyjnego tylko po to, żeby wyprzedane zostały *crown jewels* podmiotom z nim powiązanym (np. z innego, nieobjętego sankcjami państwa).

V. SPALONA ZIEMIA

Zdaniem niektórych autorów taktyka spalonej ziemi jest bardziej radykalną odmianą sprzedaży *crown jewels* (Marney i Tarbert, 2011, s. 410). Zaznacza się, że taktyka spalonej ziemi wiąże się z wyzbyciem bądź zniszczeniem klejnotów koronnych przedsiębiorstwa, tak aby najbardziej wartościowe aktywa nie trafiły do podmiotu atakującego (Kuchey i in., 2018, s. 106). Tę taktykę *scorched earth* obiera się zazwyczaj w ostatnim możliwym momencie, w którym niechciana transakcja przejęciowa nie może być już powstrzymana innymi metodami (Liberto i in., 2024, akapit 3). Interesującym przykładem zastosowania taktyki spalonej ziemi była próba przejęcia Yahoo przez Microsoft w 2008 r., gdy spółka Yahoo uczyniła swoje przedsiębiorstwo mniej atrakcyjnym względem konkurenta, czyli Google (Kumar i Sharma, 2019, s. 60). Przykład ten kazałby rozszerzyć rozumienie taktyki spalonej ziemi jako możliwej do zastosowania nie tylko na ostatnim etapie transakcyjnym.

Z reguły taktyka spalonej ziemi oznacza nie tylko wyprzedaż majątku spółki (jak przy taktyce *crown jewels*), ale obejmuje wszelkie działania lub zaniechania prowadzące do uczynienia nieatrakcyjnymi aktywów spółki dla potencjalnego nabywcy, w tym wyprzedaży kluczowych aktywów i nadmiernego zadłużenia, czy też zagwarantowania menedżerom wysokich odpraw w przypadku zwolnienia (*golden parachute*; Davidson i in., 1998, s. 17–32; Bress, 1987, s. 955–979)[13]. Zasadniczo w przypadku skuteczności takiej taktyki, a więc udaremnienia wrogiego przejęcia, spółka prawdopodobnie utraci pozycję rynkową, niekiedy nawet całkowicie, a powrót na rynek i odzyskanie kontrahentów może okazać się niemożliwe. Można więc powiedzieć, że wartość z udaremnienia transakcji nie byłaby wartością ekonomiczną, ale emocjonalną. Ponadto wskazać trzeba, że celem spółki najeźdźcy może okazać się uwolnienie od konkurenta na rynku właściwym, co zostałoby osiągnięte jedynie przy próbie wrogiego przejęcia, gdyby zarząd spółki atakowanej zastosował taktykę spalonej ziemi (nabycie „udziału w rynku"). Taktyka ta może zatem wprost realizować cele najeźdźcy. Jeśli przyjąć, że przedsiębiorstwo to rdzeń spółki, może się okazać, że polityka obrony typu *scorched earth* nie zawsze będzie dopuszczalna, ponieważ wrogi podmiot jest władny ubiegać się o postanowienie

---

na ważny interes publiczny, a także art. 271 pkt 2 k.s.h., iż sąd może wyrokiem orzec rozwiązanie spółki na żądanie oznaczonego w odrębnej ustawie organu państwowego, jeżeli działalność spółki naruszająca prawo zagraża interesowi publicznemu.

[13] *Caveat*: jednak z uwagi na fakt, że do środków obronnych zaliczam jedynie działania szkodzące spółce przejmującej, a nie spółce przejmowanej – jeżeli taktyka *golden parachute* zostałaby zastosowana w celu obciążenia spółki najeźdźcy (zobowiązanie jej do wypłaty wysokich odpraw po transakcji), metoda taka nie byłaby autodestruktywna w ramach proponowanej klasyfikacji.

sądowe w celu powstrzymania faktycznych działań obronnych (np. przedsiębiorstwo farbiarskie może sabotować działalność i rozpocząć produkcję niskiej jakości materiałów; WallStreetMojo Team, 2019, akapit 3). Innym przykładem może być przedsiębiorstwo – kombinat metalurgiczny: spółka z branży stalowej mogłaby zagrozić nabyciem producenta uwikłanego w procesy sądowe za produkcję komponentów niskiej jakości; w takim przypadku spółka atakowana dążyłaby do wykupienia przyszłych zobowiązań związanych z wszelkimi ugodami sądowymi, starając się obciążyć nimi nową, połączoną spółkę, czyniąc ją nieatrakcyjną dla wrogich oferentów (Liberto i in., 2024, akapit 13). Wrogie przedsiębiorstwo może dążyć do uzyskania zabezpieczenia litygacyjnego przeciwko działaniom obronnym spółki i do uniemożliwienia zarządowi powstrzymania oferty przejęcia.

Abstrahując od samej wartości przedsiębiorstwa, należy też stwierdzić, że pod względem praw udziałowych strategia ta również nie jest najlepszym sposobem zapobiegania działaniom wrogiego oferenta, jeśli bowiem ważne i wartościowe aktywa zostaną sprzedane, wartość praw udziałowych dla akcjonariuszy rażąco spadnie (Kuchey i in., 2018, s. 106).

VI. SAMOBÓJCZE PIGUŁKI

Działanie korporacyjne typu *suicide pills* traktowane jest jako ekstremalna forma *poison pills* (Ramić i in., 2022, s. 125). Taktyka samobójczych pigułek nazywana jest także *Jonestown defense*. To określenie nawiązuje do tragicznego wydarzenia w Jonestown w Gujanie z 18 listopada 1978 r., gdy za namową bądź pod przymusem przywódcy sekty Jima Jonesa ponad 900 członków organizacji Świątynia Ludu odebrało sobie życie. Jak pisze Jeanette Gorzala (2010, s. 24), pojęcie *Jonestown defense* ma sugerować działanie autodestruktywne w ramach danej organizacji, a podejmowanie działań autodestruktywnych w ramach *Jonestown defense* na gruncie transakcji fuzji i przejęcia (M&A) oznacza dążenie do zniszczenia wartościowych aktywów (*valuable assets*), co może zagrozić dalszemu istnieniu korporacji, a w skrajnych sytuacjach polega na zastosowaniu taktyki spalonej ziemi (*scorched earth*), znanej z działań militarnych.

O ile taktyka *suicide pills* rzeczywiście nazywana jest także *Jonestown defense* dla podkreślenia skrajnego charakteru tego działania, to jednak nie podzielam stwierdzenia, że formułę działania *suicide pills* można utożsamiać z taktyką *scorched earth* bądź definiować jedną taktykę przy użyciu desygnatu drugiej, wyróżnianej odrębnie. Taktyka *scorched earth* wydaje się raczej skrajną odmianą sprzedaży *crown jewels* (tak trafnie Marney i Tarbert, 2011, s. 410), jeśli już przyjmować taką konstrukcję definicyjną, polegającą na zestawieniu jednej taktyki z drugą.

Ponadto, mimo ugruntowanych określeń w literaturze przedmiotu, proponuję w tym miejscu, by jako *Jonestown defense* traktować specyficzną odmianę mechanizmu typu *pill* – tzw. *people pill* (o *people pill* Sinha i Sinha, 2007, s. 330). Chociaż piśmiennictwo anglosaskie poszukuje terminologii odzna-

czającej się siłą wyrazu, obrazowej i sugestywnej (stąd takie określenia, jak: *staggered board*, *shark repellents*, *golden parachutes*, *greenmail*, *white knight* czy *white squire*; szerzej Phakeng, 2009), to jednak tragiczne wydarzenia zbiorowego samobójstwa w Jonestown przywołują raczej na myśl skojarzenie z utratą substratu osobowego, by użyć języka prawniczego[14]. Natomiast działanie typu *people pill* polega na rezygnacji członków zarządu bądź czołowych członków załogi pracowniczej w sposób gremialny w tym samym czasie, co byłoby szczególnie dotkliwe dla spółek nowych technologii czy start-upów, gdzie powiązania osobowe, mimo charakteru spółki kapitałowej, byłyby oczywiste, a utrata utalentowanych i trudnych do zastąpienia osób, decydujących o sukcesach spółki, kazałaby wręcz stawiać pod znakiem zapytania sens dalszego istnienia przedsiębiorstwa.

Wydaje się, że taktyka *suicide pills* jest działaniem, które można przedstawić w kategoriach prawnych bądź ekonomicznych. Zajmuję przy tym stanowisko, że w pierwszym ujęciu taktyka *suicide pills* oznaczałaby likwidację spółki. Z kolei z perspektywy ekonomicznej posłużenie się schematem działania autodestruktywnego *suicide pills* skutkowałoby – moim zdaniem – faktyczną niemożnością prowadzenia działalności gospodarczej w dotychczasowym segmencie działalności bez poniesienia kosztów transakcyjnych przynajmniej równych zawiązaniu takiej działalności *ab initio* oraz odtworzeniu skali jej działalności.

Jednocześnie w szczególnych przypadkach postuluję zaliczać do technik obronnych procesy dezinwestycyjne. Jak trafnie wskazuje Joanna Korpus (2019, s. 17), dezinwestycje proaktywne albo reaktywne mogą przybierać różne formy, takie jak przede wszystkim: *spin-off, split-off* czy *split-up*. *Spin-off* polega na wydzieleniu zorganizowanej części przedsiębiorstwa i jego usamodzielnieniu przez zawiązanie odrębnego podmiotu (najczęściej spółki kapitałowej) wyposażonego w osobowość prawną, którego prawa udziałowe zostaną przekazane dotychczasowym wspólnikom lub akcjonariuszom według proporcji udziałowej w spółce macierzystej. Nieco innym mechanizmem jest *split-off,* w ramach którego dokonuje się proces wydzielenia zorganizowanej części przedsiębiorstwa i przydanie nowemu podmiotowi osobowości prawnej, z tym jednak zastrzeżeniem, że dotychczasowi wspólnicy lub akcjonariusze otrzymają prawa udziałowe w nowo zawiązanej spółce w zamian za odsprzedaż praw udziałowych w spółce-matce. Z kolei *split-up* dotyczy utraty przez spółkę pierwotną osobowości prawnej przy jednoczesnym podziale spółki na dwa lub więcej podmiotów, z których każdy będzie odrębnym przedsiębiorstwem w sensie podmiotowym, przedmiotowym czy funkcjonalnym. Słusznie też uzupełnia Korpus, że nie ma przeszkód, by w procesie „usamodzielniania przedsiębiorstwa w wymiarze podmiotowym" z dotychczasowej spółki prawa udziałowe spółki-matki znalazły się w obrocie (szczególnie jeśli mowa o rozporządzaniu akcjami). Przykład ten i proponowana klasyfikacja pozwalają na dogmatyczne odgraniczenie sytuacji, w której spółka podlega zlikwidowaniu (wymiar praw-

[14] O „substracie osobowym" Dąbrowski (2010, s. 21); Kułak (2021, s. 231); Pietrzyk (2020, s. 21–22); Stefanicki (2020, s. 26).

ny) bądź dalsze prowadzenie przez nią dotychczasowej działalności gospodarczej jest faktycznie uniemożliwione (wymiar ekonomiczny), i które to sytuacje klasyfikuję zbiorczo jako przejawy wykorzystania metody *suicide pills* – od sytuacji, w których dochodzi do restrukturyzacji w obrębie spółki[15].

W podanych przykładach działań dezinwestycyjnych i wiążących się z nimi procesów restrukturyzowania korporacji również może dojść do zlikwidowania spółki czy pozbawienia jej nie tylko kluczowych aktywów (*vide* metoda sprzedaży *crown jewels*), ale nawet zasobów niezbędnych do podtrzymania jej funkcjonowania. Różnica jest jednak znacząca.

Przy zastosowaniu metody *suicide pills* dochodzi do zakończenia bytu prawnego spółki jako korporacji i zakończenia zorganizowanego, funkcjonalnego bytu jej przedsiębiorstwa, czy przynajmniej głównej, zorganizowanej części przedsiębiorstwa. Natomiast przy restrukturyzujących działaniach dezinwestycyjnych nie dochodzi do autodestrukcji korporacji, ale tylko jej przeobrażenia prawnego bądź przeniesienia jej substratu majątkowego (np. parku maszyn, taboru wyspecjalizowanych pojazdów, patentów itd.) do innego, nowo zawiązanego podmiotu; zatem ów substrat majątkowy daje się odnaleźć w obrocie, lecz w zmienionych okolicznościach prawnoekonomicznych, w przeciwieństwie do sytuacji po zastosowaniu *suicide pills*, gdzie substrat majątkowy staje się nieodtwarzalny.

Nieodtwarzalność substratu stanowi, w moim przekonaniu, cechę odróżniającą metodę *suicide pills* od innych stosowanych taktyk korporacyjnych, przedstawianych jako taktyki obronne. Gdyby ów substrat majątkowy był łatwy do odtworzenia dla konkurenta, ów konkurent mógłby podjąć decyzję o rozwoju (bądź wzroście) nieekspansywnym, opartym na doskonaleniu własnych zasobów wobec oporu atakowanej spółki przeciwko przejęciu. Decyzja zarządu spółki atakowanej o zastosowaniu działania typu *suicide pills* podyktowana jest jednak (jak się wydaje) przekonaniem, że po zastosowaniu tego drastycznego środka struktura korporacyjna czy przewagi rynkowe spółki celu staną się nie do odtworzenia dla najeźdźcy, przez co staną się pozbawione ekonomicznego sensu (poza ewentualnym sensem widzianym przez pryzmat nurtu ekonomii behawioralnej, choć i taki wymiar obarczony byłby w tym wypadku ciężarem tzw. klątwy zwycięzcy; Herdan i Antolak, 2005, s. 54).

Działania restrukturyzacyjne pozwalające na przeniesienie najcenniejszych aktywów do innego, nowo zawiązanego podmiotu (względnie sprzedaż ich spółce *white knight* z zastrzeżeniem prawa odkupu) powinny stanowić realną alternatywę dla sprzedaży *crown jewels* (Kozyra, 2020, s. 76–77)[16].

---

[15] Przez *restrukturyzację* rozumiem korporacyjne zmiany struktury organizacji, nie zaś restrukturyzację jako pojęcie z obszaru prawa upadłościowego. Jak słusznie stwierdza Marcinkowski (2020, s. 20), restrukturyzacja rozumiana jako działania reorganizacyjne nie jest klasycznym działaniem transakcyjności fuzji i przejęć, jednak jest obserwowalnym, specyficznym rodzajem aktywności wchodzących w zakres takich transakcji bądź ich bezpośrednio dotyczących.

[16] Warto w tym miejscu dostrzec, że ustawodawca w art. 593 § 1 k.c. przewidział dla prawa odkupu czas nieprzekraczający lat pięciu. Z kolei w k.s.h. w zakresie umownego ograniczenia rozporządzania akcjami przewidziano, że ograniczenie rozporządzania nie może być ustanowione na okres dłuższy niż pięć lat od dnia zawarcia umowy (art. 338 § 1 k.s.h.). Natomiast umowy ustanawiające prawo pierwokupu lub inne prawo pierwszeństwa nabycia akcji lub ułamkowej części

VII. POZOSTAŁE METODY OBRONNE GODZĄCE W SPÓŁKĘ JAKO METODY POZADESTRUKTYWNE – UZUPEŁNIENIE KLASYFIKACJI

Wspomnieć należy dodatkowo inne metody obronne godzące w spółkę, które jednak nie powinny być klasyfikowane jako metody korporacyjnie autodestruktywne. Tym samym czynię tutaj zastrzeżenie do proponowanej w opracowaniu klasyfikacji. Generalnie, jak zostało to już wspomniane, postuluję wyłączenie z metod obronnych przed wrogimi przejęciami takich metod, które skierowane są w stronę spółki atakowanej i mają wyrządzić jej szkodę, tak by uczynić spółkę mniej atrakcyjną dla nabywającego. Nie zaliczam takich działań do metod obronnych i postuluję ujmowanie ich wyłącznie jako „strategii" czy „taktyki" rynkowej. Wskazałem już powyżej, jakim konkretnie działaniom odmawiam charakteru „obronnego", jednak należy także precyzyjnie wskazać, jakie działania – mimo ich teoretycznej autodestruktywności – wciąż można byłoby klasyfikować jako równoprawne metody obronne. Wyróżnić trzeba dwie kategorie takich działań.

Po pierwsze, chodzi o technikę obronną zwaną *buy-back*. W literaturze akcentuje się, że technika *buy-back* polegająca na wykupie akcji własnych jest często spotykanym mechanizmem obronnym przed wrogimi przejęciami na etapie transakcyjnym, co najczęściej połączone jest z umorzeniem odkupionych przez spółkę atakowaną akcji (Herdan i Antolak, 2005, s. 58). Należy zaznaczyć, że w świetle Trzynastej Dyrektywy „publiczna oferta przejęcia" nie obejmuje ofert nabycia akcji własnych (Bobrzyński i Oplustil, 2004, s. 50). Jak pisze Cezary Podsiadlik (2003, s. 156–157), metoda typu *buy-back* wzbudza wiele kontrowersji, w szczególności z powodu ryzyka naruszenia reguły realnego wniesienia wkładów kapitałowych, czy też nadużyć i manipulacji ceną akcji przez ich nabywanie i sukcesywną sprzedaż, a nawet możliwość wpływania przez menedżerów na decyzyjność akcjonariatu. Metoda *buy-back* może jednak zaistnieć w okolicznościach mniej wątpliwych, znanych rynkowo, takich jak równoważenie relacji pomiędzy środkami własnymi spółki a kwotą zadłużenia, a także w okolicznościach próby wrogiego przejęcia, gdyż umożliwia wywarcie wpływu na obrót giełdowy przez zmniejszenie ogólnej dostępności akcji oraz wzrost popytu, co czyni tę metodę atrakcyjną jako zwiększającą koszty transakcyjne dla najeźdźcy.

Artykuł 362 § 1 zd. 1 k.s.h. stanowi, że spółka nie może nabywać wyemitowanych przez nią akcji (akcje własne). Przepis ten statuuje zasadę generalnego zakazu nabywania akcji własnych przez spółkę (Dąbrowski, 2010, s. 35). Jednocześnie w art. 362 1 zd. 2 k.s.h. ustawodawca wprowadził szereg wyjątków od tej zasady, przesądzając, że zakaz ten nie dotyczy m.in. nabycia: akcji w celu zapobieżenia bezpośrednio zagrażającej spółce poważnej szkodzie; spółki publicznej, nabywającej akcje w celu wypełnienia zobowiązań wynikających z instrumentów dłużnych zamiennych na akcje; nabycia akcji w drodze sukce-

---

akcji nie mogą wprowadzać ograniczenia rozporządzania na okres dłuższy niż dziesięć lat od dnia zawarcia umowy (art. 338 § 2 k.s.h.).

sji uniwersalnej; czy nabycia akcji w celu ich umorzenia[17]. W piśmiennictwie wskazuje się, że wrogiego przejęcia dotyczy pkt 1 ww. przepisu, odnoszący się do „zapobieżenia bezpośrednio zagrażającej spółce poważnej szkodzie", jednak mechanizm wykupu akcji własnych w tym przypadku powinien być aktywowany dopiero wówczas, gdy spółka nie może zapobiec niechcianej transakcji w inny prawnie dopuszczalny sposób (Pabis, 2022, s. 1624)[18].

Po drugie, do metod obronnych zaliczam decyzje dywidendowe związane z wypłatą akcjonariuszom środków pieniężnych. Te dwie metody – nabywanie akcji własnych czy wypłacanie dywidendy, zajmują bliskie pozycje doktrynalne, dlatego łączę je w tym względzie nie tylko dla porządku wywodu, ale także dla dopełnienia proponowanej klasyfikacji. Jak słusznie wskazuje Andrzej Kuciński (2014, s. 53), wykup akcji własnych stanowi alternatywę wobec wypłaty dywidendy w formie pieniężnej. Autor słusznie podnosi, iż wśród różnych motywów przyświecających nabywaniu akcji własnych przez spółki najczęściej mechanizm ten uzasadnia się chęcią dokonania podziału zysku pomiędzy akcjonariuszami, zmianą ukształtowania struktury kapitałowo-właścicielskiej, poprawą wyników rynkowych, czy wreszcie – koniecznością obrony przed transakcją wrogiego przejęcia. Jeżeli okaże się, że w spółce alokowane są wolne środki finansowe, wyjęte spoza działalności gospodarczo-operacyjnej, wykup akcji własnych może być wskazanym mechanizmem dystrybuowania środków na rzecz akcjonariatu (s. 56). Wydaje się, że podobną funkcję spełnić może dywidenda, jednak dostrzegać należy w tym względzie różnicę. O ile wykup akcji własnych może być traktowany jako „substytut dywidendy lub jej uzupełnienie", o tyle odznacza się on wysoką elastycznością i zależnością od sytuacji, w której spółka wygeneruje dodatkowe, wolne środki; z kolei dywidenda stanowi „stałe zobowiązanie wobec akcjonariuszy", a zatem wiąże się z dodatkowym, trwałym zobowiązaniem. Ponadto z złożenia dywidenda jest instrumentem „demokratycznym" w tym sensie, że dotyczy wszystkich akcjonariuszy, a *buy-back* jedynie zainteresowanych (Kuciński i Byczkowska, 2017, s. 135).

Reasumując, powyższych dwóch metod, które uznaję za pełnoprawne metody antyprzejęciowe, nie poczytuję za metody korporacyjnie autodestruktyw-

---

[17] Pierwotny zakaz nabywania akcji własnych przez spółkę był stopniowo rewidowany. Zwracano uwagę, że mechanizm ten może zwiększać wartość spółki oraz zysk przeznaczony dla akcjonariatu. Do ustawodawstw w państwach Europy Zachodniej wprowadzano kolejne wyjątki od tej zasady. W Stanach Zjednoczonych w większości regulacji stanowych obowiązywała dopuszczalność nabywania akcji własnych. Obawy o nadmierną liberalizację były słuszne w tym aspekcie, że istnieje ryzyko nabywania przez spółkę akcji własnych od dominującego akcjonariusza za cenę przewyższającą wartość rynkową. Wówczas mechanizm taki godzi w zasadę równości akcjonariuszy. Nawet liberalne ustawodawstwa w USA czynią tu wyjątki w swobodzie wykupu akcji własnych. W tym sensie przykładem nierównego traktowania będzie także metoda *greenmail*, polegająca na wykupie za cenę zawyżoną akcji własnych od podmiotu grożącego wrogim przejęciem (Sójka, 2002, s. 38–39). Jak trafnie dostrzegł Mateusz Rodzynkiewicz (2018, s. 859), k.s.h. zawiera w odniesieniu do spółek akcyjnych zdecydowanie większą szczegółowość w zakresie nabywania własnych jednostek uczestnictwa aniżeli przy spółce z o.o. (por. art. 362 § 1 k.s.h. *vs*. art. 200 § 1 k.s.h.).

[18] Chodzi o tzw. „adekwatności" (czy „niezbędności"), wywodzoną w drodze prounijnej wykładni. Zob. Dumkiewicz (2020, s. 947).

ne, o ile nie naruszają podstawowych reguł rządzących korporacją, jak choćby wskazywanej już reguły równości akcjonariuszy[19]. Rozróżnienie takie przyjmuję z dwóch powodów. Po pierwsze, wówczas kapitał w postaci wolnych środków przetransferowany zostaje do akcjonariuszy, a zatem nie zostaje odnotowany po stronie najeźdźcy ani nie zostaje wydatkowany w sposób pozostający bez ekonomicznego uzasadnienia, ponieważ czerpanie zysku jest podstawowym uzasadnieniem ekonomicznym uczestnictwa w spółce. Po drugie, czerpane zyski pochodzą z wolnych środków, a nie ze środków gospodarczo-organizacyjnych, czyli ich podjęcie nie godzi w przedsiębiorczy substrat spółki, a więc kierunkowo nie jest autodestruktywne.

VIII. PODSUMOWANIE

Po pierwsze, metody obronne w swojej frazeologii nawiązujące do metod medycznych (*pills*, stąd nawiązania do etyki lekarskiej) czy strategii militarnych (tu: poglądowo przywołane przykłady z historii wojskowości i działań zbrojnych) muszą uwzględniać interes spółki w świetle jej konstrukcji korporacyjnej, uwarunkowań właścicielskich, a także procesu, w jaki ów interes wspólników się autonomizuje[20], jednak zasadnicze znaczenie ma „substrat spółki", najczęściej przedsiębiorstwo w prowadzonej przez spółkę działalności gospodarczej.

Po drugie, gdy proces decyzyjny dotyczący wyboru odpowiedniej techniki obronnej jest odseparowany od struktury właścicielskiej, tym ważniejszy wydaje się dobór menedżerów oraz tym bardziej aktualny zdaje się problem korporacyjnego konfliktu na poziomie agentów i pryncypałów. Samo zabezpieczenie przed wrogimi przejęciami będzie często powiązane z decyzyjnością właścicielską, a więc na forum zgromadzenia spółki kapitałowej, ale postępowanie obronne prowadzone będzie przez zarząd, co aktualizuje problem konfliktu wynikającego z korporacji jako formy pośredniego działania wspólników (za pomocą spółki jako powołanej organizacji). Istnieje tu ustawowa ochrona w zakresie zażegnania tego konfliktu oraz w aspekcie zapobieżenia szkodom w substracie spółki poprzez instrument zgody korporacyjnej na wybraną transakcję.

Po trzecie, w ramach różnych rodzajów spółek kapitałowych (bardziej zamknięty charakter spółki z o.o., czy spółka akcyjna o płynnym, rozdrobnionym akcjonariacie) powinny być dobierane odmienne taktyki obronne, gdyż w różnych przypadkach transakcyjnych *in concreto* interes spółki może być inaczej

---

[19] Z kolei w grupach spółek naruszanie reguł korporacyjnych przez czerpanie zysków kosztem mniejszych podmiotów nakazywałoby rozważyć problematykę tunelowania aktywów (Jeżak, 2011, s. 850). Szerzej zob. Bochiński (2015, s. 1–9); Rychłowska-Musiał (2011, s. 199–213).

[20] O „interesie spółki" w kontekście przejęcia zob. Gębusia (2017, s. 259–268). Wbrew interesowi spółki byłaby kosztowna obrona przed wrogim przejęciem w celu zabezpieczenia osobistych interesów menedżerów. Zob. Oplustil (2006a, s. 4).

oceniony, również w warunkach wewnątrzkorporacyjnych, tj. przy prawdopodobieństwie pokrzywdzenia udziałowców mniejszościowych.

Powyżej wykazano też, których metod nie należałoby traktować jako *stricte* metod antyprzejęciowych. Są to mechanizmy typu *poison pills*, sprzedaż *crown jewels*, *scorched earth* oraz *suicide pills*. Poczynić należy przy tym zastrzeżenie, że o ile wszystkie z wymienionych mechanizmów godzą w interes spółki (ujmowany jako kryterium odgraniczające, a także wyznaczające „kierunkowość" działań – ku spółce atakowanej czy spółce atakującej), to jednak siła ich korporacyjnej autodestruktywności pozostaje zróżnicowana. Na początku przedstawiona została taktyka *poison pills*, potencjalnie najsłabiej godząca w spółkę, gdyż rozwadniająca siłę praw udziałowych. Bardziej szkodząco-ingerencyjnymi taktykami wydają się takie instrumenty, jak sprzedaż *crown jewels*, *scorched earth* oraz *suicide pills* (w podanej kolejności). Przy sprzedaży cennych aktywów dochodzi do uszczuplenia majątku spółki, jednak teoretycznie zespół funkcjonalnych składników przedsiębiorstwa w rozumieniu przedmiotowym może być odtwarzalny. Przy zastosowaniu kolejnych metod (*scorched earth* oraz *suicide pills*) dochodzi już jednak do zniszczenia aktywów spółki bądź do jej likwidacji i rozwiązania, dlatego te dwie ostatnie metody jawią się jako niepodważalnie autodestruktywne, gdyż zmierzają do uniemożliwienia prowadzenia działalności gospodarczej (i osiągnięcia wspólnego celu w ramach spółki) albo przez zniszczenie substratu majątkowego, albo przez zakończenie bytu prawnego spółki i jej wyeliminowanie z obrotu. W niniejszych rozważaniach zaproponowano przyjęcie określenia „korporacyjna autodestruktywność" w odróżnieniu od autodestruktywności faktycznej, czy działań przestępczych, takich jak na przykład wrogie przejęcie spółki z wykorzystaniem potencjalnych luk systemowych w rejestrze przedsiębiorców KRS itp.[21] Wyrazić można więc nadzieję, że nowa, zrewidowana klasyfikacja metod obronnych stanie się przedmiotem zainteresowania doktrynalnego.

Author contributions / Indywidualny wkład autora (CRediT): **Filip Wyszyński** – 100% (Conceptualization / Konceptualizacja; Investigation / Przeprowadzenie badań; Writing – original draft / Pisanie – pierwszy szkic; Writing – review & editing / Pisanie – recenzja i edycja).

Conflict of interest / Konflikt interesów: The author declares no conflict of interest. / Autor nie zgłosił konfliktu interesów.

Funding / Finansowanie: The author declares no institutional funding. / Autor oświadczył, że nie korzystał z finansowania instytucjonalnego.

The use of AI tools / Wykorzystanie narzędzi AI: The author declares no use of AI tools. / Autor oświadczył, że nie korzystał z narzędzi AI.

Data availability / Dostępność danych: Not applicable. / Nie dotyczy.

[21] Przeciwdziałać kradzieży spółek ma relatywnie nowy przepis w ustawie z 20 sierpnia 1997 r. o Krajowym Rejestrze Sądowym, t.jedn.: Dz. U. 2023, poz. 685, 825, dodany nowelizującą ustawą z 7 kwietnia 2022 r. o zmianie ustawy o Krajowym Rejestrze Sądowym (Dz. U. 2022, poz. 984), obowiązującą od 21 czerwca 2022 r.

References / Bibliografia

Banks, E. (2005). *Financial lexicon: A compendium of financial definitions, acronyms, and colloquialisms*. Palgrave Macmillan.

Błażejewski, K. (2016). Chcieli umierać dla Polski. Bydgoscy kamikadze. *Kronika Bydgoska*, *37*, 155–163.

Błoch, Ł. (2010). Pac-Man defense jako forma obrony spółki przed wrogim przejęciem. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, *111*, 30–40.

Błoch, Ł. (2010). Trujące pigułki („poison pills") jako narzędzia obrony spółki przed wrogim przejęciem. W: P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego* (s. 231–245). Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.

Bobrzyński, M., i Oplustil, K. (2004). Europejskie prawo przejęć spółek publicznych. Trzynasta dyrektywa UE z zakresu prawa spółek i jej implikacje dla prawa polskiego. *Studia Prawnicze*, *1*, 47–70. https://doi.org/10.37232/sp.2004.1.3

Bochiński, M. (2015). Analiza zjawiska tunelowania spółek na polskim rynku kapitałowym. *Współczesna Gospodarka*, *2*(6), 1–9.

Boggio, C. (2023). Lady Macbeth, Sleeping Beauty and other characters. Creative M&A metaphors in English and Italian. *Quaderni del CIRM*, *2*, 85–104. https://hdl.handle.net/2318/1904333

Bogucki, A. (2023). *Behavioral Law and Economics w świetle wewnętrznej moralności prawa*. C. H. Beck.

Bress, R. P. (1987). Golden parachutes: Untangling the ripcords. *Stanford Law Review*, *39*(4), 955–979. https://doi.org/10.2307/1228874

Bruner, R. F. (1991). *The poison pill anti-takeover defense: The price of strategic deterrence*. Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts.

Carruthers, B. G., i Babb, S. L. (2013). *Economy/society: Markets, meanings, and social structure*. Sage.

Cawthorne, N. (2008). *Największe bitwy w historii* (S. Patlewicz, tłum.). Bellona.

Cawthorne, N. (2009). *Decydujące bitwy II wojny światowej* (J. Szczepańska, tłum.). Bellona.

Chaturvedi, A. (2024). How to avoid hostile takeover attempt – Taking Cipla as case study. *DSpace*. Pobrane 30 października 2025, z: http://dspace.dtu.ac.in:8080/jspui/bitstream/repository/17006/1/Anurag%20Chaturvedi%202k15mba15.pdf

Corelli, A. (2018). *Analytical corporate finance*. Springer. https://doi.org/10.1007/978-3-031-32319-5

Dąbrowski, D. (2010). *Nabywanie akcji własnych przez spółkę akcyjną*. Wolters Kluwer.

Dąbrowski, D. (2021). Nabywanie akcji własnych przez prostą spółkę akcyjną. *Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego*, *7*, 53–59. https://doi.org/10.33226/0137-5490.2021.7.7

Dąbrowski, K. (1964). *Przymierze z archeologią*. Ludowa Spółdzielnia Wydawnicza.

Davidson, W. N., Pilger, T., i Szakmary, A. (1998). Golden parachutes, board and committee composition, and shareholder wealth. *The Financial Review*, *33(4)*, 17–32. https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.1998.tb01394.x

Davies, P., i Hopt, K. (2004). Control transactions. W: R. H. Kraakman, J. Armour, P. Davies, L. Enriques, H. Hansmann, G. Hertig, K. Hopt, H. Kanda, M. Pargendler, W.-G. Ringe i E. Rock (red.), *Anatomy of Corporate law: A comparative and functional approach* (s. 157–191). Oxford University Press.

Domanowska, J. (2017). Proces wrogiego przejęcia w Polsce na przykładzie firmy rodzinnej W. Kruk oraz obrona przed wrogim przejęciem. *Gospodarka w Praktyce i Teorii*, *47*(2), 19–28. https://doi.org/10.18778/1429-3730.47.02

Dumkiewicz, M. (2020). *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*. Wolters Kluwer.

Folsom, D. W. (2004). *Encyclopedia of American business*. Facts on File.

Gaughan, P. A. (2007). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. John Wiley & Sons. https://doi.org/10.1002/9781118269077

Gębusia, I. (2017). *Interes spółki w prawie polskim i europejskim*. C. H. Beck.

Gorzala, J. (2010). *The art of hostile takeover defence*. IGEL Verlag.

Herdan, A., i Antolak, L. (2005). *Połączenia przedsiębiorstw. Teoria i praktyka*. Księgarnia Akademicka.

Hitt, M. A., Ireland, R. D., i Hoskisson, R. E. (2014). *Strategic management: Competitiveness and globalization (Concepts and cases)*. Cengage Learning.

Jeżak, J. (2011). Zmiany w strukturach własnościowych spółek oraz ich wpływ na relacje wewnątrzkorporacyjne – tendencje europejskie i światowe. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, *38*, 841–854.

Johansson, M., i Thorstensson, M. (2008). Hostile takeovers. The power of the prey. *Diva*. Pobrane 30 listopada 2025, z: https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:3780/FULLTEXT01.pdf

Klingsberg, E., Tiger, P., i Bieber, E. (2020). A look at the data behind recent poison pill adoptions. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*. Pobrane 30 listopada 2025, z: https://corpgov.law.harvard.edu/2020/04/24/a-look-at-the-data-behind-recent-poison-pill-adoptions/

Knopp, G. (2009). *Wehrmacht. Od inwazji na Polskę do kapitulacji* (D. Luliński, tłum.). Bellona.

Korpus, J. (2019). Realizacja strategii rozwoju przez fuzje i przejęcia. W: J. Korpus (red.), *Fuzje i przejęcia* (s. 13–51). Wydawnictwo Naukowe PWN.

Kozyra, A. (2020). *Obrona spółek publicznych przed wrogim przejęciem*. C. H. Beck.

Kras, P. (1996). Furor Hussitarum – husytyzm w wybranych relacjach dziejopisarskich z XV wieku. W: U. Borkowska (red.), *Uniwersalizm i regionalizm w kronikarstwie Europy Środkowo-Wschodniej* (s. 84–108). Instytut Europy Środkowo-Wschodniej.

Kubicki, M. (2022, 7 września). Trudne przejęcie CD Projektu. Czym jest *poison pill*, czyli jak spółka chroni swoje interesy. *Bankier*. https://www.bankier.pl/wiadomosc/Trudne-przejecie-CD-Projektu-Czym-jest-poison-pill-czyli-jak-spolka-chroni-swoje-interesy-8401403.html

Kuchey, A. A., Khan, S. J., i Raja, M. (2018). Defensive strategies against hostile takeovers: A case study of Warner-Lambert vs Pfizer. *International Journal of Research and Analytical*, *5*, 103–109.

Kuciński, A. (2014). Nabywanie akcji własnych przez spółki publiczne. *Przedsiębiorstwo & Finanse*, *2*(5), 51–62.

Kuciński, A., i Byczkowska, M. (2017). Buy-back akcji własnych w celu ich umorzenia. *Ekonomiczne Problemy Usług*, *127*, 131–141.

Kułak, K. (2021). *Stosunek członkostwa w zarządzie spółki kapitałowej*. Wolters Kluwer.

Kumar, V., i Sharma, P. (2019). *An insight into mergers and acquisitions: A growth perspective*. Palgrave Macmillan.

Liberto, D., James, M., i Jackson, A. (2024). Scorched earth policy: Overview, types, limitations. *Investopedia*. Pobrane 30 listopada 2025, z: https://www.investopedia.com/terms/s/scorchedearthpolicy.asp

Liu, M. (2016). A comparative study of takeover defences in UK, US and Chinese law [Niepublikowana rozprawa doktorska]. Durham University. http://etheses.dur.ac.uk/11553/1/LIU_Miao-PhD_Thesis.pdf?DDD19+

Mączyńska, E. (2013). Bankructwa przedsiębiorstw. Wymiar teoretyczny, statystyczny i rzeczywisty. *Biuletyn Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego, 1*, 7–35.

Marcinkowski, B. (2020). Typowe elementy składowe procesu M&A. W: B. Marcinkowski (red.), *Przewodnik po transakcjach fuzji i przejęć* (s. 47–73). Wolters Kluwer.

Marney, J.-P., i Tarbert, H. (2011). *Corporate finance for business*. Oxford University Press.

Mataczyński, M. (2016). Komentarz do art. 1. W: M. Mataczyński (red.), *Ustawa o kontroli niektórych inwestycji. Komentarz* (s. 13–68). Wolters Kluwer.

Molski, R. (2015). *Prawne i ekonomiczne aspekty polityki promowania narodowych czempionów*. Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego.

Nawotka, K. (2007). *Aleksander Wielki*. Wydawnictwo Uniwersytetu Wrocławskiego.

Opalski, A. (2011). Standardy postępowania zarządu spółki publicznej w przypadku próby wrogiego przejęcia. *Przegląd Prawa Handlowego*, *8*, 4–16.

Oplustil, K. (2006a). Obrona przed wrogim przejęciem publicznej spółki akcyjnej w prawie europejskim i polskim – uwagi de lege lata i de lege ferenda, cz. I. *Prawo Spółek*, *5*, 4, 10–19.

Oplustil, K. (2006b). Obrona przed wrogim przejęciem publicznej spółki akcyjnej w prawie europejskim i polskim – uwagi de lege lata i de lege ferenda, cz. II. *Prawo Spółek*, *6*, 2–11.

Oplustil, K., i Porzycki, M. (2018). Polityka właścicielska państwa i prywatyzacja. W: T. Włudyka i M. Smaga (red.), *Instytucje gospodarki rynkowej* (s. 427–462). Wolters Kluwer.

Pabis, R. (2022). Komentarz do art. 362. W: Z. Jara (red.), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz* (s. 1599–1624). C. H. Beck.

Phakeng, L. (2009). M&A slang: Strange terms and phrases. *Without Prejudice*, *9*(9). https://hdl.handle.net/10520/EJC50977

Pietrzyk, T. (2020). *Odpowiedzialność karna menedżerów spółek handlowych*. Wolters Kluwer.

Podsiadlik, C. (2003). *Wrogie przejęcie spółki*. LexisNexis.
Ramić, S. H., Silić, D., i Buterin, D. (2022). Integration as an indicator of (under): Development of the Croatian capital market. W: B. O. Draženović, V. Buterin i S. S. Nikolaj (red.), *Real and financial sectors in post-pandemic Central and Eastern Europe: The impact of economic, monetary, and fiscal policy* (s. 121–138). Springer. https://doi.org/10.1007/978-3-030-99850-9_8
Rauch, C., i Wahrenburg, M. (2011). Defensive strategies in takeovers. W: H. K. Baker i H. Kiymaz (red.), *The art of capital restructuring: Creating shareholder value through mergers and acquisitions* (s. 339–358). John Wiley & Sons. https://doi.org/10.1002/9781118258996
Regucki, T. (2018). *Mechanizmy zwiększająca kontrolę (control enhancing mechanism) w polskich spółkach akcyjnych. Analiza prawno-ekonomiczna*. C. H. Beck.
Regucki, T. (2022). Wrogie przejęcie w warunkach polskiego rynku kapitałowego – ujęcie empiryczne. Wstępne wyniki analiz (lata 2008–2015). W: M. Araszkiewicz, M. Krok i M. Sala-Szczypiński (red.), *Nauka prawa a praktyka prawnicza. Księga jubileuszowa z okazji czterdziestolecia Okręgowej Izby Radców Prawnych w Krakowie* (s. 437–494). Księgarnia Akademicka. https://doi.org/10.12797/9788381387736.24
Ringe, W.-G. (2018). Shareholder activism: A Renaissance. W: J. N. Gordon i W.-G. Ringe (red.), *The Oxford handbook of corporate law and governance* (s. 387–424). Oxford University Press.
Rodzynkiewicz, M. (2018). *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*. Wolters Kluwer.
Rychłowska-Musiał, E. (2011). Podstawowe formy tunelowania spółek. *Zeszyty Naukowe/Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, 203*, 199–213.
Sawicz, W. (2013). Obowiązek lojalności członka rady nadzorczej wobec spółki akcyjnej w warunkach wrogiego jej przejęcia. Repozytorium Uniwersytetu im. Adama Mickiewicza w Poznaniu. Pobrane 30 listopada 2025, z: https://repozytorium.amu.edu.pl/server/api/core/bitstreams/4af6a1ae-37ec-40d3-853c-884f10d0ef39/content
Sinha, P. K., i Sinha, S. (2007). *Current trends in management*. Nirali Prakashan.
Sójka, T. (2002). Nabywanie akcji własnych w celu umorzenia. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, *64*(3), 37–56. http://hdl.handle.net/10593/7049
Stefanicki, R. (2020). *Należyta staranność zawodowa członka zarządu spółki kapitałowej*. Wolters Kluwer.
Stowell, D. P. (2018). *Investment banks, hedge funds, and private equity*. Elsevier Science.
Sudarsanam, S. (2003). *Creating value from mergers and acquisitions: The challenges*. Pearson Education Limited.
Szatkowski, S. (1996). Zasada nieszkodzenia w etyce medycyny. *Etyka, 29*, 155–169. https://doi.org/10.14394/etyka.632
Velasco, J. (2002). The enduring illegitimacy of the poison pill. *Journal of Corporation Law, 27*, 381–424.
WallStreetMojo Team. (2019). What is the scorched earth policy? [Blog]. *WallStreetMojo*. Pobrane 30 listopada 2025, z: https://www.wallstreetmojo.com/scorched-earth-defense-policy/
Witkowski, J. (2020). *Dzieje logistyki. Od wspierania przemocy do doskonalenia jakości życia*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu.
Wittry, M., i Eldar, O. (2020). The return of poison pills: A first look at "crisis pills". *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*. Pobrane 30 listopada 2025, z: https://corpgov.law.harvard.edu/2020/05/06/the-return-of-poison-pills-a-first-look-at-crisis-pills/
Wnorowski, H. J. (2015). Przejęcia i fuzje jako formuła ekspansji korporacji. W: E. Gruszewska (red.), *Współczesne wyzwania rozwoju gospodarczego: polityka i kreacja potencjału: Cz. 1. Kreacja, innowacyjność, handel zagraniczny* (s. 11–24). Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku.
Wolski, D. (2012). Wybrane zagadnienia z zakresu wydawania i realizacji decyzji udzielających warunkowej zgody na dokonanie koncentracji przedsiębiorców. *Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny*, *1*(2), 34–45.
Young, E. M. (2013). *American aces against the Kamikaze*. Bloomsbury.
Zalega, T. (2015). Ekonomia behawioralna jako nowy nurt ekonomii – zarys problematyki. *Studia i Materiały*, *1*(18), 7–22.
Zyguła, A. (2009). Teoria i praktyka wrogich przejęć, czyli Vistula & Wólczanka przejmuje Kruka. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, 16*, 591–601. https://doi.org/10.7172/1733-9758.2015.18.1