

ЗАЩИТНИ МЕРКИ СРЕЩУ ВРАЖДЕБНИ СЛИВАНИЯ И ПОГЛЪЩАНИЯ

Лора Пейчева

докторант, катедра „Икономика“

Варненски свободен университет „Черноризец Храбър“

Резюме: *Враждебно поглъщане е ситуация при сделки за покупко - продажба, която се осъществява непосредствено от държателя на акции в организацията, подлежаща на придобиване без да се съгласува със съвета на директорите (управленското ръководство) на „закупуваната“ компания. При такива сделки необходимо е предварително да се гарантира защитата на компанията. Ако това не е възможно, е необходимо да се приложат оперативни методи и да се разработят стратегии и тактики за защита на активите. Силно се препоръчват мерки като „отровни хапчета“, тъй като в случай на поглъщане те помагат да се установи справедлива цена.*

Ключови думи: *сливания, поглъщания, враждебни сливания и поглъщания, защитни мерки.*

PROTECTIVE MEASURES AGAINST HOSTILE MERGERS AND ACQUISITIONS

Lora Peycheva,

PhD student, department of Economics,

Varna Free University „Chernorizets Hrabar“

Abstract: *A hostile takeover is a situation in purchase-sale transactions, which is carried out directly by the holder of shares in the organization subject to acquisition without consulting the board of directors (management) of the*

"purchased" company. In such transactions, it is necessary to guarantee the protection of the company in advance. If this is not possible, it is necessary to apply operational methods and develop strategies and tactics to protect the assets. Measures such as "poison pills" are strongly recommended as they help establish a fair price in the event of ingestion.

Keywords: *merger, takeover, hostile mergers and acquisitions, takeover, protective measures*

За да се обяснят видовете и теориите за защитните мерки, които могат да се прилагат от компаниите срещу опити за враждебни поглъщания от други компании е необходимо да се изясни понятието „враждебни поглъщане“ (hostile merger).

Враждебно поглъщане е ситуация при сделки за покупко -продажба, която се осъществява непосредствено от държателя на акции в организацията, подлежаща на придобиване без да се съгласува със съвета на директорите (управленското ръководство) на „закупуваната“ компания. Този процес се осъществява чрез прехвърляне на акции на закупено дружество с по-висока цена от пазарната или с допълнителен бонус. Акционерите по отделно решават дали да продадат своите акции без да се съгласуват с мениджърите на предприятието.¹ Един от характерните резултати от враждебните поглъщания е поемането на контрол над компания без съгласието на настоящия съвет. Този процес е известен на чуждестранните пазари от 70-те години на миналия век - особено на американския и британския пазар, които се характеризират с добре развита пазарна икономика.²

¹ Иванова, В. Основни защитни мерки срещу „враждебни“ сливания и поглъщания. // Научен алманах на ВСУ, Книжка 15, Серия Общество и личност, В., 2007, с. 161.

² Marcin Puziak, Maciej Martyniuk, "Defensive strategies against hostile takeovers. The analysis of selected case studies", Journal of International Studies, Vol. 5, No 1, 2012, p. 60-69.

Враждебните поглъщания се засилват особено, когато компанията, която може да бъде цел на враждебно поглъщане, се характеризира с:³

- диверсификация на акции;
- диверсификация на акции; доминиране на единичен, частен акционер;
- диверсификация на акции; лошо управление, което води до неговата неефективност;
- диверсификация на акции; подценяване на цената на акцията (което може да е резултат от лошо управление);
- диверсификация на акции; ниско ниво на дълг и / или високо ниво на ликвидни активи.

Освен вътрешното състояние на дадена компания, институционалната среда на компанията може също да е фактор за заплахата от враждебно поглъщане. Сред най-важните елементи са:

- либерална държавна политика относно процесите на концентрация на капитала;
- липсата на културни бариери, които са особено налице в страни, характеризиращи се със силни позиции на семейните корпоративни структури.

Враждебните поглъщания на американския и британския пазар са различни от тези на европейските или японските пазари. Враждебните поглъщания са по-редки на тези пазари, тъй като има организирани образувания с по-голямата част от акциите, като банки (Германия), правителства (Франция, Австрия) или семейства (Италия, Швеция), които имат контрол над публичните акционерни дружества. Също така трябва да се

³ Пак там.

посочи, че в европейските страни важна роля в публичните акционерни дружества имат местните власти или членовете на профсъюзите. Въпреки факта, че подобна ситуация намалява броя на враждебните поглъщания, те все още присъстват в Европа. Нещо повече, поради сближаването на икономическите системи, което е по-високо от 90-те години на миналия век, опитите за враждебни поглъщания на европейските пазари са многобройни.⁴

От теоретична гледна точка се приема, че основната цел на дейността на една компания е максимизиране на печалбата или максимизиране на стойността за акционерите (в случай на публични компании).⁵ Поради това трябва да се приеме, че основната цел на всяко поглъщане е повишаването на стойността на компанията - както на оферента, така и на атакувана компания. Положителните аспекти на поглъщането се разкриват в повишената активност на една компания и в нарастващите печалби. Когато поглъщането се отнася до компании, произвеждащи подобни стоки или услуги, основната цел се постига чрез увеличаване на пазарния дял, синергичен ефект и икономии от мащаба.

От техническа гледна точка, най-лесният и най-популярен начин за враждебно поглъщане е закупуването на акции на компанията от нейните единични и несвързани акционери. Подобна ситуация често се случва, когато целта на поглъщането е лошо управлявана компания с мениджърски екип, който не желае да преговаря за продажба на акции или смяна на собствеността.⁶ Компанията, която се интересува от закупуването на акции,

⁴ M. Lewandowski, *Struktura rynku kapitałowego a fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, *Penetrator-Rynek Kapitałowy*, 4/98, p. 77, from M. Lewandowski, *Fuzje i przejęcia w Polsce*, WIG-Press Warszawa, 2001, p. 73.

⁵ Marcin Puziak, Maciej Martyniuk, "Defensive strategies against hostile takeovers. The analysis of selected case studies", *Journal of International Studies*, Vol. 5, No 1, 2012, p. 60-69.

⁶ Пак там.

обявява публично (на собствениците на всички акции на компанията) желанието си да купува акции. Такова съобщение се състои от:⁷

- покана за акционерите да предложат своите акции;
- гаранция за изплащане на бонус над настоящата пазарна стойност на акциите само когато са закупени;
- резервиране относно закупуване на акции от настоящите им собственици само когато тяхната сума гарантира контрол върху гласа на бъдещия собственик.

Поемането на контрол над дадена компания се потвърждава, когато покупката влезе в сила и новият собственик има контролен интерес. Контролният интерес е такъв размер на акциите на дадено дружество, който е необходим, за да се получи мнозинството от гласовете по време на годишното общо събрание. Този брой е между 25 и 51% от всички.⁸

Горепосоченият процес на враждебно поглъщане е характерен за ситуацията, когато атакуващата компания, предприемаща враждебно поглъщане разполага с много финансови ресурси за такава инвестиция и иска да я осъществи за относително кратко време. Различен начин на враждебно поглъщане е постепенното и систематично закупуване на акции по пазарна цена. Компанията не трябва да инвестира толкова много парични средства еднократно, колкото в гореописаната ситуация (спестяване на премия над пазарната цена), но в такъв случай процесът на закупуване на акции продължава по-дълго. Ранният процес на поемане на контрол над компания много трудно се открива. Това се дължи на акта на публична продажба на ценни книжа, който не изисква разкриване на информация за купувачите на акции, докато те не получат

⁷ W. J. Carney, *Mergers and acquisitions. Essentials*, Aspen Publishers New York, 2009, p. 25-26.

⁸ Marcin Puziak, Maciej Martyniuk, "Defensive strategies against hostile takeovers. The analysis of selected case studies", *Journal of International Studies*, Vol. 5, No 1, 2012, p. 60-69.

5% от тях. След този момент бъдещото закупуване на акции става по-трудно, тъй като бордът може да тълкува намеренията на купувачите и да предвиди волята им да поемат компания. Тъй като реализирането на тази стратегия е трудно, е необходимо да се създаде синдикат от няколко независими компании, които да купуват акции сами.⁹

Когато процесът на враждебно поглъщане приключи, придобитата компания претърпява редица промени, наложени от новите собственици. Те реструктурират компанията (или някои от нейните структури) и сменят борда на директорите, за да подобрят ефективността на цялата компания.¹⁰

Разработването на законодателство относно сливанията и придобиванията и поглъщанията отразява реалните процеси на пазара на корпоративно реструктуриране и корпоративен контрол. Тринадесетата директива на ЕС за регулиране на придобиванията¹¹ влезе в сила на 20 май 2006 г. Тази директива на ЕС включва разпоредби за „справедлива цена“, „процедура за изтласкване и право на продажба на акции“, отнасящи се до миноритарните акционери, „правило за задължително предлагане“ и др.

В практиката съществува и т.нар. приятелско поглъщане.

В случай на приятелско поглъщане, решението се взема от ръководството на компанията; при враждебно поглъщане, след като мениджърите на целевата компания отхвърлят съответната оферта, компанията купувач се обръща директно към акционерите. С други думи, разликата между приятелски и враждебни поглъщания се крие в отношението

⁹ P. A. Gaughan, *Mergers, acquisitions and corporate restructuring*, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, 2007, p. 234-236.

¹⁰ Marcin Puziak, Maciej Martyniuk, “Defensive strategies against hostile takeovers. The analysis of selected case studies”, *Journal of International Studies*, Vol. 5, No 1, 2012, p. 60-69.

¹¹ Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on Takeover Bids // Official Journal of the European Union. 30.04.2004. L142/12.

на мениджърите на целевата компания към намерението на компанията купувач: ако ръководството се съгласи да продаде компанията, поглъщането се нарича приятелско, ако не се съгласи, се нарича, враждебно. Подобна дефиниция е предложена от автора Р. Леонов¹², а именно: „като „бизнес термин“, враждебното поглъщане се разбира като опит за придобиване на контрол върху финансово-икономическите дейности или активите на целевата компания в лицето на съпротивата от страна на ръководството или ключови членове на компанията. Признаването на естеството на сделката като „враждебна“ зависи по-скоро от реакцията на мениджърите и (или) акционерите, участниците на целевата компания, ако атакуващата компания е изпълнила всички изисквания на регулаторните органи да рекламира своите действия“. Но офертата за поглъщане може първоначално да бъде отхвърлена с цел повишаване на тръжната цена. Повечето сделки, възприемани от икономическата преса като враждебни, не се различават от приятелските, с изключение на това, че враждебните се характеризират с по-голяма публичност, за да формират по-висока цена.¹³ Изследвания от ЕС и САЩ показват, че враждебните поглъщания създават повече добавена стойност от приятелските поглъщания; освен това последните са по-склонни да „доведат до значителни отрицателни печалби на акция в дългосрочен план след поглъщането“.¹⁴ По-вероятно е враждебните поглъщания да претърпят значително реструктуриране в целевите компании, което води до по-високи печалби и рентабилност за акционерите. Авторите J. Francks и S. Meyer също

¹² Леонов Р. , Враждебные поглощения в России: опыт, техника проведения и отличие от международной практики // РЦБ., 2000, N 24, с. 35-39.

¹³ Grant J. , European Takeovers: The Art of Acquisition, London, Euromoney Books, 2005, p. 53-65.

¹⁴ Cosh A., The Long-run of Hostile Takeovers, UK Evidence / Working Paper No 215, ESRC Centre for Business Research. 2001, p. 2, <https://www.cbr.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2020/08/wp215.pdf>

установяват, че при враждебни поглъщания, за разлика от приятелските поглъщания, акционерите получават по-високи премии.¹⁵ Според тях този факт показва големи ползи от сливането, докато авторите А. Schleifer и L. Summers обясняват това чрез преразпределение на материални активи от един акционер към друг.¹⁶ При изготвянето на Тринадесетата директива на ЕС за регулиране на придобиванията, Европейската комисия е изходила от предположението, че нарастването на враждебните поглъщания в ЕС има положително въздействие върху развитието на пазара на корпоративен контрол и свидетелства за неговата ефективност.

Обобщавайки характеристиките на враждебно поглъщане, е важно да се добави, че поглъщанията, за които се смята, че са враждебни, могат да се превърнат в приятелски, реализирани по взаимно съгласие по време на преговори между акционерите на двете компании. От тази гледна точка основната характеристика на враждебно поглъщане е ситуацията, когато атакуващата компания трябва да защити своя суверенитет - процес, наречен защитено поглъщане.¹⁷ Нещо повече, като се разграничават враждебните и приятелски поглъщания, е необходимо да се добави, че те се различават значително от гледна точка на тяхното предназначение. Целта на приятелското поглъщане е да се получат печалби от синергичния ефект, докато целта на враждебните поглъщания е повишаването на конкурентоспособността и задоволяване на инвестиционните нужди на атакуващата компания. Но всяко поглъщане налага процес на

¹⁵ Franks, Mayer C., Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure, *Journal of Financial Economics*, 1996, Vol. 40, p. 163-181.

¹⁶ Shlcifer A., Summers L. H., Breach of Trust in Hostile Takeovers // A. J. Auerbach (ed.) *Corporate Takeovers: Causes and Consequences* / National Bureau of Economic Research. Chicago IL, 1988, p. 33-54. https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/breach_of_trust.pdf

¹⁷ C. Podsiadlik, *Wrocie przejęcia*, LexisNexis, Warszawa, 2003, p 3.

преструктуриране на придобитата компания, промяна на акционерите и увеличаване на рентабилността.

Анализ на ползите и разходите за превантивни и оперативни методи за защита срещу враждебни поглъщания.

При анализ на различни литературни източници става ясно, че повечето изследвания разглеждат или ограничен набор от методи за защита срещу враждебно поглъщане, като отровни хапчета¹⁸, дъски за шах¹⁹ и златен парашут²⁰, или въздействие на предпазните мерки при връщането на акционерите²¹ и успех при поглъщането²². Като цяло защитните мерки се разделят на две групи: превантивни и оперативни.²³

Превантивните методи за защита се прилагат преди да възникне заплахата за поглъщане и включват разработването и прилагането на набор от мерки за създаване на правни и икономически бариери с цел предотвратяване на враждебни поглъщания и създаване на пречки за агресора да придобие контрол над компанията. Навременните защитни мерки са ефективни, когато вече е направено предложение за поглъщане. Също така има допълнителна група универсални методи за защита, които могат да бъдат приписани както

¹⁸ Danielson M., Karpoff J., Do Pills Poison Operating Performance? // Journal of Corporate Finance, 2006, Vol. 12, p.536-559.

¹⁹ Bebchuk L., Coates J., Subramanian G. The Powerful Anti-takeover Force of Staggered Boards: Further Findings and a Reply to Symposium Participants // Stanford Law Review. 2002. Vol. 55, p. 885-917. <http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/2002.Bebchuk-Coates-Guhan.staggered.boards.pdf>

²⁰ Hall P., Anderson H., The Effect of Golden Parachutes on Shareholder Wealth and Takeover Probabilities // Journal of Business Finance & Accounting, 1997, Vol. 24, No 3 & 4, p. 445-463.

²¹ Stout L., Do Anti-takeover Defenses Decrease Shareholder Wealth? The Ex post/Ex ante Valuation Problem // Stanford Law Review, 2002, Vol. 55, p. 845.

²² Schoenberg R., Thornton D., The Impact of Bid Defenses in Hostile Acquisitions // European Management Journal, 2006, Vol. 24, No 2-3, p. 142-150.

²³ Holl P., Kyriazis D. Agency, Bid Resistance and the Market for Corporate Control // Journal of Business Finance & Accounting, 1997, Vol. 24, No 7 & 8, p. 1037-1065. https://www.researchgate.net/publication/4910864_Agency_Bid_Resistance_and_the_Market_For_Corporate_Control

на превантивните, така и на оперативните групи, тоест те могат да се прилагат както преди, така и след предложението за поглъщане. Като правило е препоръчително да се проучат ефектите от методите за защита в комбинация, тъй като много компании използват няколко инструмента наведнъж и тяхното взаимодействие е неизбежно.

Видове методи за превантивна защита от враждебни поглъщания.

1) **Супер мнозинство (*Supermajority*)**. Този метод се използва, когато се вземат важни решения, например при реструктуриране, сливане, поглъщане, закупуване на други дружества или промяна в ръководството. При метода супер-мнозинство минималният процент на акционерите варира от 60 до 80%, т.е. това е минимума, необходим за одобряване на всяко решение. При този способ дори и купувачото дружество е успяло да вземе контрол над борда на директорите му се огничава способността да погълне целевата компания и помага да се балансира интересите на управлението с интересите на акционерите на целевата компания.²⁴ Методът на супер-мнозинство на практика увеличава стойността на акциите.²⁵ В същото време увеличаването на разходите за координиране на действията на акционерите често се компенсира от намаляване на агентските разходи. Условието за супер-мнозинство за регулиране на най-важните дейности се съдържа в хартата на много компании.²⁶

2) **Създаване на стратегически съюз (*Strategic Alliance*)**. Този метод на защита прилича на метода на „белия рицар“ с разликата, че се прилага преди да има заплахата от поглъщане. Стратегическият съюз между две или

²⁴ Carney W. Shareholder Coordination Costs, Shark Repellents, and Takeout Mergers: The Case against Fiduciary Duties // American Bar Foundation Research Journal, 1983. Vol. 8, No 2, p. 341-392.

²⁵ Rudyk N.B. Методи за защита срещу враждебно поглъщане: Учеб. практичен Полза. - М.: бизнес, 2006. с. 309

²⁶ M. Lewandowski, Fuzje i przejęcia w Polsce, WIG-Press Warszawa, 2001, p. 77-79.

повече дружества има за цел да предпази всички компании в съюза от нежелани поглъщания. При този метод съществува така и риск, че стратегическият партньор може да се превърне в „сив рицар“ и самият той да се опита да погълне компанията партньор, използвайки вътрешната информация, с която разполага. Най-голямото предизвикателство при този метод е създаването на ефективен съюз.²⁷

3) **Златен парашут** (*Golden Parachute*). В съответствие с този метод, в случай на промяна в контрола в компанията, на висшето ръководство се гарантира еднократно изплащане на високо възнаграждение. Тази защита оскъпява покупката на компанията. Ползите за мениджърите са най-вече те получават висок доход, често равен на няколко годишни заплати. Рискът за акционерите се крие във възможното опортюнистично поведение на мениджърите, които могат да представят неблагоприятна оферта за поглъщане като печеливша, търсейки значителни парични изгоди. Според повечето проучвания споразумението за златен парашут има положителен ефект върху печалбата на акция. Освен това цената на поглъщането се увеличава, намалявайки неговата вероятност. Този метод също предлага оперативна защита - обратно изкупуване (виж по-долу).²⁸ В практиката има няколко разделения на "компенсационните парашути" от програмата ESOP (Employee Stock Ownership Plan) – златни (описан по-горе), сребърен (споразумения за компенсации със средното ръководство), калаени (споразумения за компенсации с по-ниското ръководство и някои обикновени служители на целевата компания).²⁹

²⁷ Field/ Karpoff, Takeover Defenses of IPO Firms, 2002, The Journal of Finance, Volume 57, Issue 5, p. 1857-1889.

²⁸ M.D. Cain et al., Do takeover laws matter? Evidence from five decades of hostile takeovers, Journal of Financial Economics 124, 2017, p. 464–485.

²⁹ Никитин Л., Нуржински Д., Стратегия и тактика на защита срещу враждебно поглъщане. // Сливания и придобивания, бр.2, 2003.

4) **Защита на активите** (*Fair price*). Идеалната защита на активите е правна рамка, която пречи на „другите“ да лишат собствениците от техните активи или принуждават поглъщащото дружество да плаща висока цена за акциите и по такъв начин собствениците на целевата компания могат да запазят контрол над техните акции. При този метод честа практика е прехвърлянето на активи на трета страна, но подобни транзакции са доста противоречиви и компанията не получава еквивалент в замяна. По такъв начин се нарушават правата на миноритарните акционери. В случай че се докаже недостатъчна законосъобразност на сделката и действията на управителите и в резултат на това се доведе до загуба на активи, миноритарните акционери³⁰ имат законното право да заведат иск, за да получат обезщетение за претърпените загуби.³¹ В този случай управителите изплащат тези иски с лични средства и като резултат на това те лесно могат да загубят своята собственост.³² Друг вариант на този метод е когато компаниите обменят активи с еднаква стойност (това се нарича кръстосано обезпечение), което не влошава финансовото им състояние. Като правило съществува риск не само за мениджърите и контролиращите акционери, но и за миноритарните акционери, че цялата трансакция на активите на компанията може да доведе до загуби.³³

5) **Отровни хапчета** (*Poison Pill*). Според автора М. Ryngaert метода на „отровните хапчета“ могат да бъдат разделени на пет вида: истински „отровни

³⁰ По такъв случай има Решение на Върховния съд на Австрия от 26. 4. 2018, OGH 6 Ob 38/18h, NZ 2018/130.

³¹ Ostheim, Probleme der personalistischen GmbH, GesRZ, 1974, 75 in Rastegar, , Die Gesellschafterklage in der GmbH, p. 8.

³² Rastegar, Die Gesellschafterklage in der GmbH (2020). Абрufbar unter : https://rdb.manz.at/document/C_2020.08.04_10.20.58-074/formats/dokument.pdf (Zugriff am: 18.09.2020).

³³ Walkling /Long, Agency Theory, Managerial Welfare, and Takeover Bid Resistance, RAND Journal of Economics, 1984, vol. 15, issue 1, p. 54-68.

хапчета“; планове за гласуване; обръщане, което всъщност е опция за покупка; флип-ин; планове за обратна връзка³⁴. Идеята е да се насърчат акционерите да купуват акции в целевата компания на намалена цена. „Токсичният“ ефект е, че на компанията купувач се налагат високи разходи.³⁵

6) **Стратегически придобивания** (*Strategic Acquisitions*). Чрез този метод процесът на враждебно поглъщане се усложнява. Но недостатъците като превантивна мярка включват непредсказуемост на поведението на потенциалната поглъщаща компания преди да се направи официално предложение за поглъщане. Поради тази причина този метод не се прилага много в практиката.

Видове методи за оперативна защита от враждебни поглъщания.

1) **Бял рицар** (*White Knight*). Този метод се описва когато насрещна оферта от друга придобиваща компания, разглеждана като „приятелска“ от ръководството на целевата компания, за блокиране на враждебната оферта. Включва бели пажове (*white squires*), които купуват стратегически дял, за да осуетят враждебната оферта, но не правят пълно предложение за поглъщане.³⁶ Много често дружествата са погълнати от самите „бели рицари“. Като правило когато компаниите използват този метод, то те имат добри лични отношения между мениджърите на целевата компания и „белия рицар“ и е неочаквано превръщане на последната в „сив“ или „черен рицар“. Следователно този метод може да бъде доста надежден и печеливш, но няма да бъде достъпен за тези, които нямат подходящ кандидат за „спасител“ сред бизнес партньорите. Известни са и случаи на замесване на „белия рицар“ със загуба на контрол в

³⁴ Ryngaert M., The Effect of Poison Pill Securities on Shareholder Wealth // Journal of Financial Economics. 1988. March, p. 377-417.

³⁵ Ryngaert, Michael D., „The effect of poison pill securities on shareholder wealth” , Journal of Financial Economics 20, 1988, p. 377-417.

³⁶ Richard Schoenberg/Daniel Thornton, The Impact of Bid Defences in Hostile Acquisitions, European Management Journal, Volume 24, Issues 2–3, April–June, 2006, p. 142-150.

негова полза. Ползите и осъществимостта на такава защита са все още под въпрос, тъй като не е известно дали инвестицията ще се изплати в краткосрочен или дългосрочен план. В повечето случаи офертата за поглъщане идва неочаквано и целевата компания няма достатъчно време да помисли и оцени доходността на акциите на купувача, а често и необходимите средства. По този начин вероятността подобна транзакция да намали добавената стойност на целевата компания е твърде висока. Контраатака под формата на контраизкупуване на дългови задължения, а не на акции, е по-разпространена. По време на контраатака се използват и методите за провеждане на PR-битката. Като правило, по време на конфликт, противоположните страни започват да публикуват в медиите инкриминиращи доказателства, дискредитиращи опонента.³⁷

2) **Тактика на изгорената земя** (*scorched earth policy*). Този метод включва техники, които една фирма използва, за да се направи непривлекателна за придобиващата компания (враждебното дружество), като поемане на повече дългове, разваляне на имиджа си, даване на висшето ръководство на значителна компенсация и др. Идеята зад използването на такива стратегии е да се направи целевата компания по-скъпа (или безполезна) за враждебния участник.³⁸ Този вид защита може да се дължи на екстремната форма на „отровното хапче“, приложено след публичното обявяване на предложението за поглъщане. Формите му варират от продажба на „бижута с корона“ (Crown jewels), клаузата на мъртвата ръка (Dead Hand Clause), защита Пак-Ман (Pac Man Defense), Защита от капан за омар (Lobster Trap Defense) и лобиране (Lobbying) за необходимо регулиране. За Източна Европа и Русия е характерна ситуация, когато целевата компания се опитва

³⁷ Mucciarelli, F. , White Knights and Black Knights – Does the Search for Competitive Bids always Benefit the Shareholders of “Target” Companies?, 2006 , p. 408-425.

³⁸ <https://www.wallstreetmojo.com/scorched-earth-defense-policy/>

да скрие истинската информация за печалбите и финансовите си отчети и да ги представи в най-малко атрактивната светлина.³⁹

3) Покупка на акции на собствената компания (*Stock Repurchase*). Компанията изкупува собствени акции на свободния пазар. В допълнение към защитния метод, този метод има и други благоприятни ефекти: изкупуването на акции намалява броя на публично търгуваните ценни книжа и увеличава печалбата на акция и пазарната капитализация на компанията. Всички тези ефекти се случват, ако акциите са подценени. Въпреки това, в хода на борбата за акции с компанията купувач, цената им може рязко да се повиши. По този начин разглежданият метод за защита вероятно ще бъде много скъп.⁴⁰

4) Асиметрични методи (*Asymmetric Methods*). Тъй като повечето от начините за защита срещу поглъщане изискват значителни разходи, а силата на договаряне на поглъщащата и целевата компания често е несравнима, компаниите, особено тези с ограничени финансови ресурси, са в постоянно търсене на така наречените творчески или асиметрични решения. Основното им предимство е ниската цена. Те включват такива PR действия като „писма до президента“, които включват изпращане на жалби до всякакви държавни агенции, че се прави опит да се превземе предприятие, използвайки административен ресурс.⁴¹

5) Отровно хапче (*Poison Pill*). Според авторите R. Comment и G. Schwert успехът на придобиванията в случай на използването на този метод е по-нисък, отколкото при използването на предсказуемите превантивни мерки. Те смятат, че по този начин се увеличават разходите за поглъщане на

³⁹ <https://efinancemanagement.com/mergers-and-acquisitions/scorched-earth-policy>

⁴⁰ DePamphilis D., *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities* (Seventh Edition), 2014, Pages 75-112.

⁴¹ Shuping Chen; Bin Miao; Kristen Valentine, *Corporate Control Contests and the Asymmetric Disclosure of Bad News: Evidence from Peer Firm Disclosure Response to Takeover Threat*, *The Accounting Review*, 2022, 97 (1), p.123–146.

купуващата компания и увеличават ползите от целевата компания.⁴² Ръководството на компанията може да намали нейната привлекателност, като даде на съществуващите акционери правото да купуват нови емисии ценни книжа (обикновени или привилегирани акции). Осъществява се само при опит за поемане на ръководството на компанията, когато инвеститор (друга корпорация) концентрира в ръцете си голям пакет акции (над 15 - 20%). Това право може да осигури закупуването на акции на ниска цена (например 1/2 от пазарната цена) и се реализира чрез допълнителна емисия ценни книжа. Потенциалният купувач е в неравностойно положение при придобиването им. Освен това акционерното му участие се разрежда и делът му в реалната собственост намалява. В известен смисъл „отровните хапчета“ играят преразпределителна роля, прехвърляйки богатството на компанията купувач към акционерите на целевата компания.⁴³ Но този метод на защита винаги може да бъде отменена от съвета на директорите, ако се вземе решение да се приеме офертата на купувача.⁴⁴ В световната практика метода на „отровните хапчета“ се считат за най-ефективния метод за предотвратяване на враждебни поглъщанията.

б) Стратегически придобивания (*Strategic Acquisitions*). Това са едни от най-популярните методи са закупуването на активи, които са непривлекателни за поглъщащата компания, защото създават пречки за поглъщането от гледна точка на антитръстовото законодателство и прехвърлянето на активи към асоциирани компании. Но закупуването на не привлекателни активи може да намали стойността на целевата компания, тъй

⁴² Comment R./ Schwert G., „Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures“, *Journal of Financial Economics* 39, 1995., p. 3-43.

⁴³ Hirschleifer D., Titman S., *Share Tendering Strategies & the Success of Hostile Takeover Bids* // *The Journal of Political Economy*. 1990, p. 295.

⁴⁴ Gordon J., *An American Perspective on the New German Anti-takeover Law* / Columbia Law School. Law Working Paper, 2002, p. 8.

като активите, които са непривлекателни за поглъщащата компания, често се оказват такива за целевата компания.⁴⁵

7) **Зелена броня** (*Greenmail*) – организацията, обект на враждебно поглъщане прави предложение на група инвеститори да закупят част от нейните акции по цена, по-висока от пазарната. Целта е да се предотврати 100% враждебно поглъщане.⁴⁶

Анализи на примери за враждебни поглъщания от международната практика.

Един интересен пример за враждебно преглъщане е между компаниите „Mittal Steel“ и „Arcelor“

На 27 януари 2006 г. компанията „Mittal Steel“, най-големият производител на стомана в Индия със седалище в Холандия, обявява враждебна оферта за компанията „Arcelor“, най-големия производител на стомана в света по отношение на оборот по онова време. По това време дружеството „Arcelor“ е вторият по големина производител на стомана в света и офертата от компанията „Mittal Steel“ предизвиква много съпротива и се включват различни заинтересовани страни, включително бившият френски президент Жак Ширак, който публично се противопоставя на враждебното предложение. Ако би била успешна, офертата е щяла да създаде първия в света производител на сто милиона тона и повече стомана, създавайки предприятие четири пъти по -голямо от най -близкия съперник на фирмата „Mittal Steel“ по онова време.⁴⁷

⁴⁵ De Pamphilis D., *Mergers and Acquisitions Basics: Negotiation and Deal Structuring*, 2011, Academic Press, p. 177-203.

⁴⁶ Иванова, В., *Процесът на сливания и поглъщания в международния банков бизнес*, Издателски център на ВСУ „Черноризец Храбър“, В., 2022, с.96.

⁴⁷ <https://sites.insead.edu/facultyresearch/research/file.cfm?fid=2671>

Дружеството „Mittal Steel“ е предложило 28,21 евро за акция на компанията „Arcelor“, което означава, че „Arcelor“ получава премия от 27 на сто на акция, тъй като офертата е 27% над пазарната цена за една акция на „Arcelor“ и общата оферта се оценява на 18,6 милиарда евро. Освен това сливането създава компания, чиято пазарна позиция в производството на стомана, както и в автомобилния сектор, става водеща в света на NAFTA, ЕС, Централна Европа, Африка и Южна Африка. Освен това самостоятелната суровина на компанията „Mittal Steel“ (желязна руда) е със степен на самодостатъчност 60% и този капацитет, съчетан с този на дружеството „Arcelor“, е могъл да създаде четвъртия по големина производител на желязна руда в света.⁴⁸

Офертата е подчинена на три условия: (1) минимално приемане от над 50%; (2) Одобрение на акционерите на компанията „Mittal Steel“ и семейното предприятие „Mittal“ да гласуват в полза на сделката; и (3) никаква промяна в структурата на дружеството „Arcelor“, с други думи не се разрешава изхвърляне или придобиване от „Arcelor“ по време на офертата. Офертата от предприятието „Mittal“ съставлява от комбинация от пари и акции, тъй като основната оферта от „Mittal“ е съвкупност от четири акции на компанията „Mittal Steel“ плюс допълнителни € 35,25 в брой в замяна на пет акции на дружеството „Arcelor“ (или 0,8 акции от „Mittal“ плюс допълнителни 7,05 евро в брой за всяка акция на „Arcelor“). Алтернативните оферти съставляват от 16 акции на предприятието „Mittal“ за 15 акции на компанията „Arcelor“ или както посочих по-горе 28,21 евро за всяка акция на „Arcelor“.

Тази враждебна оферта не е без последствия или критики. Бордът на компанията „Arcelor“ заявява, че компанията не споделя същата стратегическа визия, бизнес модел или ценности като „Mittal Steel“,

⁴⁸ <https://corporate.arcelormittal.com/investors>

рисувайки тежки последици за групата, акционерите, служителите и нейните клиенти⁴⁹.

Освен това ръководството на компанията „Arcelor“ се опитва да изплаши акционерите си от поглъщането, с обяснението, че сливането няма никакъв „индустриален смисъл“ и използва това, което в теоретичната рамка се нарича „атака върху логиката на наддаването“⁵⁰, което по същество е защитна стратегия. „Arcelor“ твърди, че „Mittal Steel“ Company има слабо корпоративно управление, което внедрява моно културно управление и слаба стратегия. Ръководството на предприятието „Arcelor“ продължава да заявява, че акционерите на компанията биха били по-добре без „Mittal Steel“, като по този начин се формира стратегия за защита срещу враждебното поглъщане - „Project Tiger“.

Въпреки че само Люксембург притежава акции в компанията (5, 6%), Франция, Испания и Люксембург публично се противопоставят на поглъщането, докато Белгия остава неутрална. В резултат премиерът на Люксембург Жан-Клод Юнкер се появява в пресата, заявявайки, че офертата е „неразбираема“ и така насърчава инициативите за спиране на поглъщането с „всички необходими средства“. Скоро след това се включват френският премиер Доминик дьо Вилпен и финансовият министър Тиери Бретон, които поставят под въпрос „индустриалната логика“ на офертата, както и настояват за мобилизиране на „икономически патриотизъм“. Въпросът за придобиването дори става още по-важен, когато френският президент Жак Ширак се среща с Юнкер в Люксембург дни по-късно. Освен това испанският финансов министър се обявява против офертата, а белгийското правителство, което притежава 2,6 % дял в компанията „Arcelor“, дори назначава човек,

⁴⁹ Som, A., International Management - Managing the Global Corporation. Maidenhead: McGraw Hill Higher Education, 2009, p. 424 450.

⁵⁰ Weston, J. F., Mergers & Acquisitions, USA: McGraw-Hill Professional Book Group, p.28.

който да извърши по-задълбочен анализ на офертата. Дори Министерството на правосъдието на САЩ се включва в процеса, обявявайки, че ще проведе антиръстов преглед на сделката⁵¹.

Освен това, в опит да защити френските компании от враждебни поглъщания, тогавашният френски министър на икономиката, финансите и промишлеността Тиери Бретон предлага нов закон, позволяващ на компаниите, изброени в княжеството, да издават нови акции, без да свикват среща с акционерите, когато е налице враждебно поглъщане. Този нов закон на практика означава, че офертиращото дружество се нуждае от 95 % дял в целевата компания, за да принуди миноритарните акционери да продават. В хода на дискусиите националността, културата и патриотизмът се свързват с отказа. Тъй като председателят и главен изпълнителен директор на предприятието „Mittal Steel“ Лакшми Митал първоначално е гражданин на Индия, индийското правителство чувства нуждата да го защити и подкрепи, като по този начин индийският министър на търговията Камал Натн публично обявява европейските правителства, че са расистки и дискриминации.⁵²

Докато се изправя пред враждебната оферта на „Mittal Steel“, предприятието „Arcelor“ е разработила комуникационен план „Project Tiger“, с надеждата да докаже и да убеди своите акционери, че компанията е по-добре без участието на дружеството „Mittal Steel“ и да не продава своите акции на „Mittal Steel“. Те въвеждат „план 2006-2008 г.“ с цел да „максимизират създаването на стойност за акционерите“, а съветът на „Arcelor“ дори обещава; увеличение на резултатите с 24% и повече бонуси.⁵³

⁵¹ Arcelor Mittal, 2011, Arcelor Recommends Improved Mittal Steel Offer. Media Press releases 2006. <http://www.arcelormittal.com/index.php?lang=en&page=49&tb0=120&tblng=1>

⁵² Пак там.

⁵³ Пак там.

През последната седмица на май 2006 г. ръководството на компанията „Arcelor“ обявява предложение за сливане на стойност от 13,6 милиарда евро със предприятието „Северстал“, най-големият руски производител на стомана, като опит да бъде изпреварен „Mittal Steel“. Ако това сливане е успешно, комбинацията от втората по големина стоманена компания и най-голямата руска стоманена компания създава в световен мащаб най-голямата и най-печелившата стоманена компания в света, премахвайки „Mittal“ от позицията на номер едно. Офертата от компанията „Северстала“ се описва като приятелска, тъй като всяка акция на дружеството „Arcelor“ е оценена на 44 евро, което е представлявало 100 % премия в сравнение с цената на затваряне на „Arcelor“ от 26 януари 2006 г.⁵⁴

Възможното сливане не получава положителни реакции от анализаторите, които описват сливането с предприятието „Mittal Steel“ като по-привлекателния и разумен вариант от сливането със „Северстал“. Дружеството „Северстал-Арселор“ е географски ограничена главно до ЕС, Русия и Латинска Америка, докато сливането с компанията „Mittal“ допринася за по-голямо глобално присъствие, по-голям производствен капацитет и по-голяма самодостатъчност на желязна руда.

Въпреки че в пресата се инициират слухове за стратегия за защита срещу враждебното предложение на „Mittal“, „Arcelor“ не е възприета стратегията за защита „бял рицар“, което на теория би направило офертата на „Mittal“ още по-скъпа и по-продължителна във времето.

В крайна сметка компанията „Mittal“ се съгласява да плати 40,27 евро за всяка акция на дружеството „Arcelor“, почти двойно повече от сумата, която първоначално е предложила, и така се получава сливане между двата гиганта.

⁵⁴ Пак там.

Освен това „Arcelor“ трябва да плати на компанията „Северстал“ глоба в размер на 140 милиона евро за провалената сделка.⁵⁵

Друг показателен пример за враждебно поглъщане е между компания , която е обект на поглъщане „Böhler-Uddeholm,, и ъфйЮ поглъщащата компания „Voestalpine“.

Фирмата „Voestalpine AG“ е най-голямата австрийска компания за производство на стоманени стоки и технологии със седалище в Линц (Горна Австрия). Фирмата е основана през 1995 г. от стоманодобивната група „VÖEST“, която е основана през 1946 г. и е част от национализираната индустрия в Австрия.⁵⁶

Компанията „Voestalpine“ се представя в над 50 страни и се състои от около 500 компании и филиали от групата. Акциите се котира на Виенската фондова борса от 1995 г. В компанията работят повече от 50 000 души по целия свят. Продажбите през финансовата 2020/2021 година възлизат на около 11,3 милиарда евро.⁵⁷ EBITDA е 1.135 млрд. Евро. Към 2019 г. групата е отговорна за 10% от всички емисии на CO2 в Австрия, което я прави най-големият излъчвател в страната.

През 1995 г. групата „Voest-Alpine“ се разделя от предишната си форма и сегашната „Böhler-Uddeholm“ AG е котирана на Виенската фондова борса. Държавният дял в компанията, подкрепен от „Österreichische Industrieholding“ AG (ÖIAG), спада от 100% на 72,7%. През 1996 г. делът на държавата е намален до блокиращото малцинство от 25 %, а през 2003 г. последва пълна приватизация. През 2003 г. дружеството „Böhler-Uddeholm“ поема „Sidenor“ завода за неръждаема стомана в Бразилия. През 2005 г. компанията

⁵⁵ Пак там.

⁵⁶ <https://www.voestalpine.com/group/de/>

⁵⁷ <https://www.voestalpine.com/group/static/sites/group/downloads/de/aktie/adhoc/gj-2020-21/2020-21-jahresfinanzbericht.pdf>

„Edelstahlwerke Buderus“ AG се поема от предприятието „Robert Bosch“ GmbH. Те се разделят на дружествата „Buderus Edelstahl“ GmbH, „Buderus Edelstahl Band“ GmbH и „Buderus Edelstahl Schmiedetechnik“ GmbH. Междувременно предприятията „Buderus Edelstahl“ и „Buderus Edelstahl Band“ се обединяват отново в една компания през 2010 г.

През 2001 г. група, ръководена от Рудолф Фрийс, придобива блокиращо малцинство от 25,1% в компанията. Техният дял намалява до 20,95% до 2007 г., но тази австрийска група остава най-големият акционер на компанията.

През 2007 г. става известно, че предишният основен акционер Рудолф Фрийс планира да продава акциите си. След първоначално необяснимо силни колебания в цените в средата на март, инвеститорската група „CVC Capital Partners“ обявява намерението си да придобие 50 процента от компанията. Това е последвано от публични изявления на политици и предприемачи, които открито се обявяват против чуждестранно поглъщане и искат австрийски инвеститор, което предизвиква обвинения в протекционизъм в чуждестранната преса. Няколко дни по-късно бордът на компанията „Böhler-Uddeholm“ обявява, че е против поглъщането от инвеститорската група „CVC“, след което последният се оттегля.⁵⁸

Един ден по-късно, на 29 март 2007 г., компанията „Voestalpine“ обявява, че възнамерява да поеме акциите от Рудолф Фрийс и също така да купува акциите в свободно движение.⁵⁹ От началото на юни 2008 г. дружеството „Voestalpine“ притежава повече от 90% от акциите на предприятието „Böhler“ и финансовите данни за баланса вече са включени в

⁵⁸ Пак там.

⁵⁹ <https://www.finanznachrichten.de/nachrichten-2007-03/7988215-voestalpine-confident-of-gaining-50-pct-of-boehler-at-around-1-8-blm-eur-020.htm>

тези на компанията. На фондовата борса компанията „Voestalpine“ предлага на инвеститорите на „Böhler“ 70,26 евро за акция.

От 23 юни 2008 г. предприятието „Böhler-Uddeholm“ вече не се котира на фондовата борса. Долно австрийският доставчик на енергия „EVN“ е добавен към АТХ на мястото на „Böhler“. ⁶⁰

През септември 2009 г. компанията „Voestalpine“ реорганизира дружеството „Böhler-Uddeholm“ AG. Предишното подразделение „Precision Strip“ става част от подразделението „voestalpine Profiform“. Отделите „Böhler-Uddeholm Високопроизводителните метали“ и „Специалните изковки“ образуват новото подразделение „Неръждаема стомана voestalpine“. ⁶¹

В резултат на проведените анализи може да се обобщи следното:

Необходимо е предварително да се гарантира защитата на компанията. Превантивни мерки за защита които имат универсален характер, тоест те имат за цел да защитят дадена компания от всички видове агресори, за разлика от оперативните методи, разработени индивидуално за противодействие на конкретна компания за поглъщане. Много е важно да се претеглят ползите и разходите от защитната тактика, тъй като много от тях са необратими. След прилагане на защитата, ръководството може да реши, че транзакцията за поглъщане действително е от полза за тяхната компания, но вече няма да може да я извърши, поради невъзможността да се отменят извършените преди това действия. След като отчетем всички фактори като най-ефективни и най-полезни методи за превенция срещу враждебни поглъщания са „отровни хапчета“ и „златен парашут“. Методът на „асиметричните решения“ е с по-ниска цена, но с по-нясна полза. Стратегическите придобивания, контраатаките, тактиката на изгорената земя и защитата на активите са по-

⁶⁰ Пак там.

⁶¹ <https://www.voestalpine.com/group/de/>

скъпи и с по-малко печеливши мерки. Като цяло недостатъчната ефективност на методите за превантивна защита се дължи на липсата на информация за потенциалната компания и несигурността на резултатите от тяхното прилагане. Според литературата методите за превантивна защита са толкова опасни, колкото и оперативните. Въпреки това много поддръжници на хипотезата за пазарната сила са установили положителен ефект от защитните мерки върху стойността на целевата компания и общественото благосъстояние като цяло. По време на поглъщането редица проучвания показват, че елементът на изненадата е сериозна пречка за компанията купувач.

Това означава, че оперативните методи за защита са по-ефективни в борбата за собственост. Но други проучвания показват, че купуващите компании сравняват целевите компании по отношение на наличието на защита срещу придобивания и атакуват предимно незащитени цели.

По отношение на цената на услугите за защита при поглъщане, превантивните методи очевидно имат предимство. Разходите за превантивни мерки по правило са десет пъти по-ниски от тези за защита по време на поглъщането.

Както следва от анализа, необходимо е предварително да се гарантира защитата на компанията. Ако това не е възможно, е необходимо да се приложат оперативни методи и да се разработят стратегии и тактики за защита на активите. Препоръчват се силно мерки като „отровни хапчета“, тъй като в случай на поглъщане те помагат да се установи справедлива цена.

ИЗПОЛЗВАНА ЛИТЕРАТУРА:

1. Иванова, В., Процесът на сливания и поглъщания в международния банков бизнес, Издателски център на ВСУ „Черноризец Храбър“, В., 2022.

2. Иванова, В. Основни защитни мерки срещу „враждебни” сливания и поглъщания. // Научен алманах на ВСУ, Книжка 15, Серия Общество и личност, В., 2007.
3. Леонов, Р., Враждебные поглощения в России: опыт, техника проведения и отличие от международной практики // РЦБ. 2000. N 24.
4. Никитин, Л., Нуржински, Д., Стратегия и тактика на защита срещу враждебно поглъщане. // Сливания и придобивания, бр.2, 2003.
5. Marcin Puziak, Maciej Martyniuk “Defensive strategies against hostile takeovers. Th e analysis of selected case studies”, Journal of International Studies, Vol. 5, No 1, 2012, pp. 60-69.
6. Lewandowski, M., Struktura rynku kapitałowego a fuzje i przejęcia przedsiębiorstw, Penetrator- Rynek Kapitałowy, 4/98, p. 77, from M. Lewandowski, Fuzje i przejęcia w Polsce, WIG-Press Warszawa 2001, p. 73.
7. Marcin Puziak, Maciej Martyniuk “Defensive strategies against hostile takeovers. Th e analysis of selected case studies”, Journal of International Studies, Vol. 5, No 1, 2012, pp. 60-69.
8. Carney, W., Mergers and acquisitions. Essentials, Aspen Publishers New York 2009, p. 25-26.
9. Puziak, M., Maciej Martyniuk “Defensive strategies against hostile takeovers. Th e analysis of selected case studies”, Journal of International Studies, Vol. 5, No 1, 2012.
10. Gaughan, P., Mergers, acquisitions and corporate restructuring, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey 2007, p. 234-236.
11. Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on Takeover Bids // Official Journal of the European Union. 30.04.2004. L142/ 12.

12. Grant, J., *European Takeovers: The Art of Acquisition*. London: Euromoney Books, 2005.
13. Cosh, A., *The Long-run of Hostile Takeovers: UK Evidence / Working Paper No 215*. ESRC Centre for Business Research. 2001, <https://www.cbr.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2020/08/wp215.pdf>
14. Franks, Mayer C., *Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure // Journal of Financial Economics*. 1996. Vol. 40.
15. Shlcifer, A., Summers L. H. *Breach of Trust in Hostile Takeovers // A. J. Auerbach (ed.) Corporate Takeovers: Causes and Consequences / National Bureau of Economic Research*. Chicago IL, 1988., https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/breach_of_trust.pdf
16. Podsiadlik, C., *Wrogie przejęcia*, LexisNexis, Warszawa 2003.
17. Danielson, M., Karpoff J. *Do Pills Poison Operating Performance? // Journal of Corporate Finance*. 2006. Vol. 12.
18. Bebchuk, L., Coates J., Subramanian G., *The Powerful Anti-takeover Force of Staggered Boards: Further Findings and a Reply to Symposium Participants // Stanford Law Review*. 2002. Vol. 55.
19. Hall, P., Anderson H. *The Effect of Golden Parachutes on Shareholder Wealth and Takeover Probabilities // Journal of Business Finance & Accounting*. 1997. Vol. 24, No 3 & 4.
20. Stout, L., *Do Anti-takeover Defenses Decrease Shareholder Wealth? The Ex post/Ex ante Valuation Problem // Stanford Law Review*. 2002. Vol. 55.
21. Schoenberg, R., Thornton D., *The Impact of Bid Defenses in Hostile Acquisitions // European Management Journal* Vol. 24, No 2-3, 2006.
22. Holl, P., Kyriazis D. *Agency,, Bid Resistance and the Market for Corporate Control // Journal of Business Finance & Accounting*. 1997. Vol. 24, No 7 & 8.

https://www.researchgate.net/publication/4910864_Agency_Bid_Resistance_and_the_Market_For_Corporate_Control

23. Carney, W., Shareholder Coordination Costs, Shark Repellents, and Takeout Mergers: The Case against Fiduciary Duties // American Bar Foundation Research Journal. 1983. Vol. 8, No 2.

24. Rudyk, N.B., Методи за защита срещу враждебно поглъщане: Учеб. практичен Полза, М., , 2006.

25. Field, Karpoff, Takeover Defenses of IPO Firms, The Journal of Finance, Volume 57, Issue 5, 2002.

26. Cain, M., et al., Do takeover laws matter? Evidence from five decades of hostile takeovers, Journal of Financial Economics 124, 2017.

27. Ostheim, Probleme der personalistischen GmbH, GesRZ 1974, 75 in Rastegar, , Die Gesellschafterklage in der GmbH.

28. Rastegar, Die Gesellschafterklage in der GmbH, 2020, Abrufbar unter : https://rdb.manz.at/document/C_2020.08.04_10.20.58074/formats/dokument.pdf (Zugriff am: 18.09.2020).

29. Walkling, L., Agency Theory, Managerial Welfare, and Takeover Bid Resistance, RAND Journal of Economics, 1984, vol. 15, issue 1.

30. Ryngaert, M., The Effect of Poison Pill Securities on Shareholder Wealth // Journal of Financial Economics. 1988.

31. Richard, S., Daniel Thornton, The Impact of Bid Defences in Hostile Acquisitions, European Management Journal, Volume 24, Issues 2–3, April–June 2006.

32. Mucciarelli, F., White Knights and Black Knights – Does the Search for Competitive Bids always Benefit the Shareholders of “Target” Companies, 2006.

33. De Pamphilis D., *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities* (Seventh Edition), 2014.
34. Shuping, Ch., Bin Miao; Kristen Valentine, *Corporate Control Contests and the Asymmetric Disclosure of Bad News: Evidence from Peer Firm Disclosure Response to Takeover Threat*, *The Accounting Review*, 97 (1), 2022.
35. Comment, R., Schwert G., „Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures“, *Journal of Financial Economics* 39, 1995.
36. Hirschleifer, D., Titman S. *Share Tendering Strategies & the Success of Hostile Takeover Bids* // *The Journal of Political Economy*. 1990.
37. Gordon, J., *An American Perspective on the New German Anti-takeover Law* / Columbia Law School. Law Working Paper 02/2002.
38. Som, A., *International Management - Managing the Global Corporation*. Maidenhead: McGraw Hill Higher Education, 2009.
39. Weston, J. F., *Mergers & Acquisitions*. USA: McGraw-Hill Professional Book Group, 2001.
40. Gatti, M., *Optionality Arrangements and Reciprocity in the Takeover Directive* // G. Ferrarini et al. (eds.) *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. Oxford University Press, 2004.
41. Subramanian, G., *Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses* // *The Yale Law Journal*. Vol. 113, No 3, 2003.
42. Hannes, S. *A Demand-side, Theory of Anti-takeover Defenses* / Berkley Program in Law & Economics. Working Paper Series. Paper 93, 2003.
43. <http://www.arcelormittal.com/index.php?lang=en&page=49&tb0=120&tblng=1>
44. <https://www.voestalpine.com/group/de/>

45. <https://www.voestalpine.com/group/static/sites/group/.downloads/de/aktie/adhoc/gj-2020-21/2020-21-jahresfinanzbericht.pdf>
46. <https://www.finanznachrichten.de/nachrichten-2007-03/7988215-voestalpine-confident-of-gaining-50-pct-of-boehler-at-around-1-8-bln-eur-020.htm>
47. <https://sites.insead.edu/facultyresearch/research/file.cfm?fid=2671>
48. <https://corporate.arcelormittal.com/investors>
49. <https://www.wallstreetmojo.com/scorched-earth-defense-policy/>
50. <https://efinancemanagement.com/mergers-and-acquisitions/scorched-earth-policy>

За контакти:

Лора Пейчева,

докторант към катедра „Икономика“

на ВСУ „Черноризец Храбър“

E-mail: lorsan@abv.bg