

NABÍDKY PŘEVZETÍ Z EKONOMICKÉHO POHLEDU

1. oddíl: Vymezení nabídky převzetí

2. oddíl: Význam a funkce nabídek převzetí

§ 1 Synergické efekty

§ 2 Trh kontroly a řízení společností

§ 3 "Empire-building"

§ 4 Cílová společnost jako "kořist"

§ 5 Nabídka převzetí jako instrument nátlaku na společníky cílové společnosti

3. oddíl: Dílčí závěry

1. oddíl: Vymezení nabídky převzetí

Snaha o získání kontroly nad zdroji akciové společnosti má mnoho podob. V první řadě může k ovládnutí společnosti dojít akvizicí na základě kupní smlouvy o prodeji podniku (resp. jen příslušného majetku). Druhou variantou je potom nepřímá cesta - získání podílů ve společnosti, do jejíž vlivové sféry poptávané zdroje spadají.

V prvním případě získává kupující kontrolu přímo nad podnikem či majetkem (tzv. *asset deal*), v druhém případě "pouze" kontrolu nad společností (tzv. *share deal*). U nabídek převzetí jde o druhou variantu.

Získání kontrolního podílu, tj. takového množství účastnických cenných papírů, které svému majiteli zajišťují ovládnutí společnosti, může být také dosaženo různými způsoby. Kontrolní balík může být např. přímo zakoupen nebo směněn s majoritním akcionářem. Zájemce také může zvolit méně nápadnou cestu sukcesivního nabývání příslušných podílů na veřejném trhu (tzv. *creeping takeover*).

V případě, že se akcie obchodují na státem organizovaném trhu, může být ale obojí značně ztíženo. Na veřejném trhu se zpravidla obchoduje s cennými papíry, které jsou rozptýleny mezi jednotlivými investory¹, takže často nebude mít zájemce k dispozici majoritního vlastníka, kterého by mohl svou nabídkou oslovit. Postupné nabývání akcií může být ekonomickým hazardem, neboť se zpravidla projeví - z pohledu zájemce nepříznivě - na kurzu poptávaných cenných papírů. I další z teoretických variant, které přichází v úvahu, např. získání akcií společnosti při navyšování základního kapitálu (za současného vyloučení upisovacího práva dosavadních akcionářů) či různé využití podnikových kombinací, naráží na své limity dané zejména normami společnostíního práva.

Jedinou variantou tak může zůstat cesta prostřednictvím instrumentů kapitálového trhu - cesta veřejné nabídky směřující ke všem majitelům příslušných cenných papírů. Od shora uvedených možností ji odlišuje její zásadní opominutí statutárních orgánů společnosti. Nabízející se zde obrací přímo na akcionáře a vztahy mezi účastníky mají povahu vztahů mezi subjekty kapitálového trhu (mezi majitelem a potenciálním kupcem veřejně obchodovaného cenného papíru)². Společnost samotná je spíše než aktivním účastníkem předmětem obchodu (proto se o ní také hovoří jako o "cílové společnosti").

2. oddíl: Význam a funkce nabídek převzetí

Efekt nabídek převzetí a důvody, proč je navrhovatelé činí, se pokouší vysvětlit množství teorií, jejichž mateřskou zemí jsou povětšinou Spojené státy.

Zatímco některé z doktrín zdůrazňují ekonomické výhody převzetí (např. synergii propojení řízení navrhovatele a cílové společnosti), jiné akcentují iracionální nebo zavrženímhodné důvody akvizičních rozhodnutí (podle toho, zda je tvůrce příslušné hypotézy zastáncem nabídek či ne).

§ 1 Synergické efekty

Jedna z klasických hypotéz se snaží vysvětlit existenci a význam nabídek převzetí synergickým efektem. Podle ní tvoří propojení navrhovatele s cílovou společností více než jen pouhý součet jejich produkčních a finančních potenciálů (obvykle je tento efekt demonstrován "rovnicí" $1 + 1 = 3$).

Po nabytí kontrolního podílu ve společnosti má dojít ke snížení nákladů (poklesu transakčních nákladů a také fixních nákladů, které jsou rozloženy na větší produkční plochu) a - zvláště tam, kde navrhovatel a cílová společnost nepůsobí ve stejném odvětví - také k rozložení rizika při odvětvové recesi a tudíž i k poklesu

¹ Standardně je požadován určitý minimální rozptyl cenných papírů; tato dekoncentrace působí kursotvorně a také brání možným manipulacím ze strany většinových majitelů, tzv. "blockholders". Srov. k tomu podmínku uvedené starší evropské směrnici 79/279/EHS, o koordinaci podmínek pro úřední kotaci cenných papírů na burze cenných papírů viz schéma A č. II odst. 4; v německém právu srov. § 9 Börsenzulassungs-Verordnung (BörsZulV).

² Již z tohoto důvodu je nutno souhlasit s názorem J. Dědiče a I. Bučkové (Dědič/Bučková, Právní úprava take-over v České republice (srovnání s úpravou Evropské unie a s rakouskou úpravou), Právní rozhledy 1999, s. 63), kteří plédují pro úpravu problematiky take-over ve zvláštním zákoně, resp. "alespoň" v zákoně o cenných papírech.

nebezpečí insolvence. Při odvětvových převzetích se také zvyšuje podíl na příslušném trhu. Synergie může být také jen projevem hlavního efektu, jehož se navrhovatel snaží dosáhnout – monopolizace nebo alespoň omezení konkurence u mimořádně koncentrovaných odvětví³.

Teorie synergie je již delší dobu předmětem ekonomických průzkumů⁴. Z nich vyplývá, že prakticky tuto teorii potvrdit nelze. Studie zabývající se dlouhodobostí vztahu navrhovatel-cílová společnost dokazují, že ve většině případů (odhadem až v 90%) jsou podíly na převzatých společnostech po nějaké době znovu prodány⁵. Úspěšnější jsou pouze transakce, kdy navrhovatel i cílová společnost pochází ze stejného hospodářského oboru.

Shora uvedené by znamenalo, že předpokládané synergické efekty se nedostavily a nebo spíše, že nebyly hlavním motivem převzetí. V takovém případě je třeba hledat motivy nabídek převzetí jinde.

Další – velmi rozšířená hypotéza – vychází ze základních postulátů tzv. Chicagské školy a zdůrazňuje existenci trhu kontroly a řízení společností.

§ 2 Trh kontroly a řízení společností

Další teorie, jejímiž autory jsou příslušníci tzv. Chicagské školy⁶, se snaží objasnit existenci nabídek převzetí ve snaze o odstranění neefektivní manažerské struktury novou a výkonnější strukturou.

Toto prominentní pojetí vychází z představy, že existuje **trh kontroly a řízení společností**, tj. že jednotlivé týmy manažerů soutěží o řízení příslušných podnikových zdrojů. Nabídky převzetí jsou potom instrumentem, který jim umožňuje tento zvláštní druh “zboží” získat i proti vůli předchozího “majitele”. Tím jsou nabídky významným instrumentem pro redukcii tzv. *agency costs*⁷, které vznikají vždy tam, kde je odděleno vlastnictví (*principál*) od správy (*agent*). Navrhovatelé tedy jednájí jako “hybné síly k potrestání výkonů, které nedosahují optima”⁸.

Celá koncepce se dá ve zkratce popsat takto: Podle **hypotézy efektivního kapitálového trhu** se neschopnost vedení společnosti odráží v kursech emitovaných cenných papírů (zejména účastnických).

Jestliže existuje skupina osob, které budou schopny hospodařit se zdroji společnosti lépe, efektivněji a s větší péčí, pokusí se převzít kontrolu společností příslušnou nabídkou s tím, že budou profitovat z pozdějšího příznivého vývoje kursu (trh totiž následně ocení jejich úsilí a úspěchy). Části této premie se manažerský tým předem vzdává a poskytuje ji dosavadním akcionářům cílové společnosti, aby od nich mohl cenné papíry odkoupit.

Nabídka převzetí tak udržuje disciplínu u dosavadního managementu (“*monitoring the performance of corporate managers*”⁹) a nutí jej - s výhledem na možnou rychlou ztrátu své pozice - lépe hospodařit¹⁰. Tím prospívají nabídky převzetí všem: dosavadním akcionářům, kteří obdrží cenu ležící nad aktuálním burzovním kurzem, a také cílové společnosti a obecně všem korporacím obchodovaným na kapitálovém trhu, neboť s jejich zdroji se zachází efektivněji. V situaci, kdy na kapitálovém trhu můžeme sledovat rozšířenou racionální apatii¹¹ menšinového¹² akcionáře¹³ doprovázenou navíc značným rozptylem akcií a neexistencí hlavního akcionáře¹⁴, je potom vyhlídka nabídky převzetí určitou formou kontroly příliš emancipovaného vedení¹⁵.

³ Blíže k tomu Clark, R. C.: Firemní právo, Victoria Publishing 1992, s. 640.

⁴ Krause, H.: Das obligatorische Übernahmeangebot, 1995, s. 98

⁵ Což by svědčilo pro spíše spekulativní charakter nabídek převzetí.

⁶ Solomon, L.D., Schwartz, D.E., Bauman, J.D.: Corporations, Law and Policy, West Publishing 1998, s. 1147. Původní práci tohoto žánru je ale Manne, H.: Mergers and the Market for Corporate Control, 73 Journal of Political Economy 110 (1965).

⁷ Srov. např. Semmler, J.: Unternehmensüberwachung durch den Kapitalmarkt, in Picot: Corporate Governance, 1995, Schäffer-Poeschel Verlag 1995

⁸ Clark, R. C.: Firemní právo, Victoria Publishing 1992, s. 640.

⁹ Easterbrook, H., Fischel, D.R.: The Proper Role Of a Target's Management in Responding to a Tender Offer, Harvard Law Review, 1981, s. 1169.

¹⁰ Názorně to shrnuje např. Pinto (Pinto, A.R.: Corporate Takeovers Through the Public Markets in the United States, American Journal of Comparative Law 1994, s. 343): “The market for corporate control theory builds upon the efficient capital market hypothesis, which assumes that by using all available information active trading works to efficiently price stocks and that price represents the value of corporations. Management, who often has as a small equity interest in the corporation, may manage the corporation inefficiently or in its own self-interest. Accordingly, any failure by incumbent management to maximize the value of a corporation will be reflected in the price of its stock. Such a failure can attract a bidder to offer a premium to shareholders for a controlling interest, in the belief that it will operate the corporation more efficiently. Thus the market for corporate control provides a premium which benefits the corporation's shareholders, replaces inefficient management and shifts corporate assets to a more efficient use”.

¹¹ Monks, R.A.G., Minow, N.: Corporate Governance, Blackwell 1995, s. 120: “Any shareholder who wants to exercise ownership rights to influence a company must undertake all of the expenses, or only a pro rata share of the gains, if there are any. This problem has also produced one of this field's better oxymorons, by giving rise to the term for shareholders who deem it uneconomic to become involved in governance: “rational ignorance”. This leads to votes against the investor's own interest in dual class exchange offers, and sales against the investor's own interest in two-tier offers.”

¹² Rozhodujícím činitelem je zde složení akcionářů společnosti. Na britském kapitálovém trhu má nejvýznamnější akcionář zřídka více než 10% všech hlasů a pro USA je tento údaj ještě nižší (v průměru 6%). Naproti tomu mnohé evropské kapitálové společnosti kotované na burze mají majoritní vlastníky (tzv. *blockholder*), kteří zpravidla disponují 40% a více hlasů.

Zastánci shora uvedené teorie proto odmítají jakékoliv bariéry pro nabídky převzetí a negativně se staví ke všemu, co by tyto operace prodražovalo či zdržovalo.

Uvedená teorie je poměrně sporná a **empiricky nepodložená**. Pokud by hypotéza “trhu řízení” byla správná, měly by se na vývoji kursu příslušného cenného papíru nepříznivě odrážet případné preventivní a obranné mechanismy proti nabídkám převzetí.

V roce 1986 prováděla SEC výzkum o vlivu určitých obranných opatření (tzv. poison pills¹⁶) na burzovní kurs akcí. Výzkum nepotvrdil, že by zavedení těchto “jedovatých pilulek” mělo za následek změnu kursu¹⁷. Ani pozdější podrobnější studie, diferencující mezi jednotlivými obrannými mechanismy proti nepřátelským nabídkám převzetí, nevedla k jiným závěrům¹⁸.

Také sociologické průzkumy prováděné u vedoucích americkým manažerů shora uvedenou hypotézu nepotvrzují. Podle výzkumu auditorské společnosti Touche Ross a. Co. je špatné hospodaření managementu cílové společnosti považováno za hlavní motiv převzetí jen podle 9 % dotazovaných špičkových manažerů, zatímco naopak vynikající řízení je podnětem nabídky až pro 84 % transakcí¹⁹.

Nejvíce imunní proti nabídkám převzetí jsou tedy v rozporu se shora uvedenou hypotézou právě společnosti se špatným řízením.

§ 3 “*Empire-Building*”

Další teorie staví do centra pozornosti jednání **konkrétních členů vedení** navrhovatele. Od obou předchozích hypotéz se liší tím, že zpochybňuje pozitivní efekty nabídek převzetí a zdůrazňuje spíše jejich negativní stránky.

Hypotéza *Empire-Building*²⁰ je zásadním postulátem managerialistů²¹, kteří vychází z oddělení vlastnictví a správy a tedy ze vzniku již zmíněného problému *principal-agent*.

Ačkoliv je např. člen představenstva povinen jednat v zájmu společnosti, sleduje jako *homo oeconomicus* fakticky své vlastní cíle²²; ty nemusí být s prvními zájmy zcela v souladu. Pro člena představenstva může být primárním zájmem rozšíření osobního bohatství²³, uspokojení vlastní pýchy (teorie řízení hovoří o tzv. “psychickém příjmu”) a zejména zajištění vlastního postavení i do budoucna. Je proto možné, že pohnutky k návrhu na převzetí budou iracionální a ve svém výsledku navrhuující i cílové společnosti škodlivé.

Ve Švýcarsku činí tento podíl v průměru dokonce 51%. V podrobnostech k tomu viz Teichmann, Ch.: Corporate Governance in Europa, ZGR 2001, s. 651.

¹³ Náklady na kontrolu řízení společnosti jsou ze strany minoritního akcionáře v takovém nepochopitelném poměru k výslednému efektu (event. růst akcí příp. vyšší dividendy). Při malém podílu pocítuje menšinový společník jen minimální motivaci proto, aby se více podílel na kontrole společnosti (žaloba vůči představenstvu apod.). Náklady jsou vzhledem k očekávanému užítku nepřiměřené. Proto každý z minoritních společníků spoléhá na to, že se o kontrolu společnosti bude starat někdo jiný (*free-rider problem*), což má za následek značnou emancipaci vedení společnosti.

¹⁴ Monks, R.A.G., Minow, N.: Corporate Governance, Blackwell 1995, s. 163: “The natural instinct of many managers is to seek fragmented ownership to preserve their independence from owners in decision-making...”

¹⁵ Vývoj v posledních letech je však stále více spjat s rostoucím vlivem institucionálních investorů, kteří - na rozdíl od malých investorů - důsledně vykonávají svá akcionářská práva (bližší údaje např. in Teichmann, Ch.: Corporate Governance in Europa, ZGR 2001, s. 652). Opačné zprávy pochází např. z Německa. Podle FAZ (“Bis zu 500 Hauptversammlungen bleiben unbesucht”, FAZ 11. února 2002, s. 21) klesla v Německu dle údajů DSW (Deutscher Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz) účast na valných hromadách společností, jejichž akcie jsou obchodovány na burze (cca 1.200 společností), ze 61% na 53%. S tím navíc souvisí skutečnost, že většina akcionářů neudělí své depotní bankce (Depotbank) žádné pokyny pro hlasování, takže banka v 99% procentech případů hlasuje pro návrhy představenstva. Markantní je tento vývoj u akcí Siemens AG, kde bylo na poslední valné hromadě přítomno pouhých 25% hlasů. Z toho 10% připadalo na zaměstnance a jelikož Siemens hodlá nadále zvyšovat podíl akcí v rukou zaměstnanců, může dojít k tomu, že zaměstnanci jednou získají většinu na valné hromadě svého zaměstnavatele.

¹⁶ Thompson, P.J.: Shareholder Rights Plans: Shields of Gavels?, Vanderbilt Law Review, 1989 (I), s. 181 an.

¹⁷ Herzel, L., Shepro, R.W., The Changing Fortunes of Takeover Defenses, Securities Regulation Law Journal, 1987, s. 132.

¹⁸ Jedinou výjimkou bylo zavedení “jedovaté pilulky” typu *flip-in*. Jde o možnost dosavadních kmenových akcionářů získat další kmenové akcie společnosti za zvýhodněných podmínek. Ve svém důsledku tato varianta vede k “rozředění” podílu navrhovatele na cílové společnosti (dle Harbarth, S.: Abwehr feindlicher Übernahmen in den USA, DAJV-NL, 2001, s. 100). V těchto případech došlo k malému, ale statisticky signifikantnímu poklesu kursu (dle Herzel, L., Shepro, R.W., The Changing Fortunes of Takeover Defenses, Securities Regulation Law Journal, 1987, s. 132).

¹⁹ Cit dle Krause, H.: Das obligatorische Übernahmeangebot, 1995, s. 98. Jako hlavní motiv byl v dotaznicích uváděn “existenční jasně a vyhraněné produkční linie na rychle rostoucím trhu”.

²⁰ Nazvaná tak podle (opět) nejvyšší budovy v New-Yorku postavené v období těžké recese hospodářství USA, a to bez jakéhokoliv ohledu na ekonomickou nesmyslnost celého projektu.

²¹ Z autorů lze uvést např. Baumola, Penrose, Muellera a Hermana. Za jejich myšlenkového předchůdce je považován nositel Nobelovy ceny za ekonomii Herbert Simon.

²² Zpravidla vyjadřované jako “3 P’s” (z anglického *power, prestige, perquisites*).

²³ Zvláště významné je to v případech, ostatně běžných, kdy je příjem jednotlivých členů představenstva odvislý nikoli od zisku, ale od obratu koncernu.

Přestože teorie *Empire-Building* není všeobecně akceptována²⁴, nelze jí upřít určitá oprávnění; v každém případě alespoň upozorňuje na možnou kolizi zájmů členů představenstva a managementu cílové společnosti v procesu nabídek převzetí.

Skutečnost, že osobní zájmy těchto osob jsou zpravidla v rozporu se zájmy navrhovatele (lze totiž předpokládat, že po úspěšném převzetí dojde ke změně ve vedení), je např. zohledňována při diskusi o jednání členů představenstva v průběhu nabídky převzetí: tj. při zvažování, zda je třeba zavést povinnost “neutrality” pro členy představenstva cílové společnosti²⁵.

Kvůli tomuto zřejmému konfliktu je úprava nabídek převzetí, a to bez ohledu na to, jestli daný právní řád umožňuje obranná opatření nebo trvá na pasivitě představenstva, protknuta hlavní a zatím nezpochybnovanou zásadou: o nabídce by měli rozhodovat se znalostí věci samotní akcionáři²⁶.

§ 4 Cílová společnost jako “kořist”

Alternativní teorie vysvětlující existenci nabídek převzetí zdůrazňuje, že prospěch navrhovatele vzniká nejenom na základě synergických efektů, ale zejména tím, že získává postavení k “rabování” cílové společnosti.

Může se jednat o “tvrdé” rabování (označované v anglické literatuře jako “looting” či “asset stripping”) či o sofistikovanější formy nepostřehnutelného transferu výhod směrem k ovládajícímu akcionáři. Již přístup k duševnímu vlastnictví cílové společnosti může představovat obrovskou hodnotu, kterou by tento akcionář za jiných okolností nezískal. Zmíněná teorie tedy vysvětluje nabídky převzetí snahou navrhovatele o budoucí externalizaci nákladů směrem k ostatním akcionářům cílové společnosti.

Ochrana před “rabováním” v cílové společnosti samozřejmě do značné míry normativně zajišťují předpisy koncernového práva a práva trestního²⁷. Ty mohou bránit zejména tzv. tvrdému rabování a do určité míry tak lze hovořit o obranných opatřeních ex post²⁸.

Pro teorii spadající hlavní motivy pro nabídky převzetí v následném kořistnickém přístupu navrhovatele hovoří - alespoň v USA - několik empirických výzkumů. Vyplývá z nich, že značná část majetku cílové společnosti je v poměrně krátké době od ovládnutí při nepřátelské nabídce převzetí prodána^{29,30}.

Z USA pochází i velmi specifická varianta “kořistnického” postupu označovaná jako *greenmailing*, resp. *greenmail offer*. Její podstata je primitivní, ovšem začasto velmi účinná: potenciální navrhovatel získá určitý podíl na účastnických cenných papírech cílové společnosti, aby vzápětí oslovil společnost s nabídkou, že jí tyto papíry odprodá, a současně se zaváže, že do budoucna již nebude usilovat o nepřátelské převzetí (*standstill agreement*). Jde v podstatě o sofistikovanou a jemnější variantu vydírání³¹. Judikaturou je *greenmailing* posuzován různě³², zdá se, že převažuje spíše stanovisko pozitivní³³.

Cílová společnost je v tomto případě “kořist”, aniž by v ní “navrhovatel” (který samozřejmě počítá s obavou vedení cílové společnosti ze ztráty svého postavení) získal kontrolní podíl.

²⁴ Kriticky např. Easterbrook/Fischel: “Another argument against tender offer portrays them as reducing the welfare of the shareholders of the acquirers by more than the premium paid to the target’s shareholders. In this view, tender offers represent self aggrandizing empire building by acquiring managers who err in deciding what firms to acquire or what price to pay. The difficulty with this view is its implicit assumption that product and labor market constrains (and the tender offer process itself) do not discipline managers. A corporation headed by an empire-building management team that did not maximize profits would fare poorly in the product market and would have lower share prices; its managers would fare poorly in the employment market. The corporation itself would become a takeover candidate” (dle Easterbrook, F.H., Fischel, D.R.: The Proper Role Of a Target’s Management in Responding to a Tender Offer, Harvard Law Review, 1981, s. 1185).

²⁵ Blíže k tomu viz kapitolu o obranných opatřeních proti “nepřátelským” nabídkám převzetí.

²⁶ Do jaké míry se této zásadě prohrěšila nová německá úprava viz dále kapitolu č. VI.

²⁷ Z německého práva např. viz §§ 117, 311, 317 a 318 AktG a § 266 StGb.

²⁸ Houben, Die Gestaltung des Pflichtangebots unter dem Aspekt des Minderheitenschutzes und der effizienten Allokation der Unternehmenskontrolle, WM 2000, s. 1875.

²⁹ Krause, Das obligatorische Übernahmeangebot, 1996, s. 107.

³⁰ Po zkušenostech s “looting cases” byla v USA dokonce diskutována dogmaticky mimořádně zajímavá otázka odpovědnosti prodávajících akcionářů. Zdá se, že část judikatury nenazírá prodej akcií pouze jako privátní operaci mezi dvěma subjekty, ale uznává, že prodejce musí jednat s přiměřenou péčí i vzhledem k zájmům společnosti a “zůstávajícím” akcionářům. Judikatura postupně vypracovala katalog indicií, které musí být pro prodejce podnětem zvýšeného ostražitosti. Jde např. i situaci, kdy prodejce je (1) ochoten zaplatit mimořádně vysokou cenu, (2) zvláště se zajímá o rychle zpeněžitelný majetek společnosti, (3) klade důraz na co nejrychlejší převzetí kontroly nad společností a dispozici nad likvidním majetkem, (4) jeví jen minimální zájem o obchodní provoz podniku společnosti a (5) nepožívá dobré pověsti nebo jsou zde další pochybnosti o jeho osobě. Hamilton zde hovoří o tzv. *danger signs* (Hamilton, Corporations, s. 271; srovnej také Henn/Alexander, Corporations, s. 658). Důsledky porušení náležité péče při prodeji jsou diskutovány různě. Zatímco např. Hamilton (viz výše, str. 272) omezuje odpovědnost prodejce pouze na případnou náhradu škody, Henn/Alexander (viz výše, str. 658) požadují kromě toho i vydání kontrolní prémie.

³¹ Odtud i název (blackmailing = vydírání).

³² Srov. např. rozhodnutí Good v. Texaco, Inc. a opačné rozhodnutí Heckman v. Ahmanson, (publikováno např. .

³³ Opačně např. Turcon, R.J., Zimmer, D.: Grundlagen des US-amerikanischen Gesellschafts-, Wirtschafts-, Steuer- und Fremdenrechts, 1994, s. 52.

Do jaké míry je *greenmailing* účinný naznačují (již ovšem starší) údaje SEC, z nichž vyplývá, že v období mezi lednem 1979 a březnem 1984 bylo zapláceno na transakcích typu “greenmailing” cca 5,5 miliardy USD. Kurs příslušných účastnických cenných papírů se pohyboval kolem 4,5 miliardy, takže premiový “výnos” představoval přibližně 1 miliardu USD³⁴.

§ 5 Nabídka převzetí jako instrument nátlaku na společníky cílové společnosti

Další hypotéza, která se pokouší vysvětlit fenomén nabídek převzetí, akcentuje skutečnost, že nabídkou převzetí jsou majitelé cenných papírů cílové společnosti vystaveni značnému tlaku, který je nutí prodat levněji, než by odpovídalo jejich skutečné hodnotě. Ve srovnání s jinými možnostmi (“asset deal”, “creeping takeover” apod.), tak získává navrhovatel kontrolu nesrovnatelně levněji. Podle tohoto modelu tedy navrhovatel - na rozdíl od předpokladů předchozí hypotézy - získává **prospěch na úkor “vystupujících” akcionářů, nikoliv těch, kteří ve společnosti zůstali.**

Nabídka převzetí je podle této teorie výhodným způsobem získání kontroly nad akciovou společností, když všechny jiné alternativy jsou pro navrhovatele dražší.

Ke zvýšení tlaku na dosavadní majitele se používají různé techniky. Jde zejména o tzv. *two-tier offer*³⁵ a krátké lhůty pro přijetí návrhu. Prodejní tlak vzniká ale především tam, kde může navrhovatel kdykoliv svou nabídku odvolat. Adresáři, kteří se zpravidla osobně neznají, mají jen málo možností vzájemné koordinace a je zřejmé, že budou ochotni akceptovat jakoukoliv cenu ležící nad aktuálním kursem na burze (tzv. Prisoner’s Dilemma).

3. oddíl: Dílčí závěry

O hospodářských a sociálních aspektech nabídek převzetí bylo v posledních desetiletích hojně diskutováno na stránkách ekonomické i právnické literatury. Celou problematiku můžeme nazírat z více úhlů: z pohledu akcionáře nás bude zajímat především zvýšení hodnoty zcizitelných účastnických podílů. Zvolíme-li perspektivu jiných dotčených osob (např. zaměstnanců či věřitelů) či veřejné zájmy, změní se i zamýšlené a chtěné cíle u nabídek převzetí.

Jen stěží bychom mohli některou z uvedených teorií označit za správnou a empiricky potvrzenou. V praxi budou skutečné důvody pro nabídku převzetí spíše kombinací různých motivů a cílů a je proto velmi nepravděpodobné, že by se některá z níže prezentovaných hypotéz uplatnila izolovaně, ve své čistě krystalické podobě.

Jako vypjaté póly však všechny shora uvedené přístupy upozorňují na ekonomické, sociální, psychologické a emocionální aspekty nabídek převzetí, které je třeba zohlednit i při jejich právní úpravě (a zde zejména u regulace obranných opatření proti tzv. “nepřátelským” nabídkám převzetí).

Je zřejmé, že nabídky převzetí nevyvolávají jen pozitivní efekty. Zvláště hypotéza stoupenců Chicagské školy, kteří akcentují pozitivní efekty nabídek (kterou spatřují zejména ve zvýšení “disciplíny” managementu hrozícím nahrazením konkurenčním týmem), se v praxi ukázala jako mylná. Podobně ani teorie synergie není empiricky potvrzena. Nárůst efektivnosti (byť byla zamýšleným či proklamovaným cílem) se po úspěšně provedené nabídce dostavuje jen v menším množství případů.

Větší pozornost je proto třeba věnovat **negativním efektům**, které mohou nabídky převzetí přinášet³⁶, zejména s ohledem na postavení minoritních akcionářů.

Skončit úvahy o důvodech nabídek převzetí a jejich efektu můžeme suchým konstatováním Hanno Merka³⁷, který k celé diskusi podotýká následující: “Eine Zwischenbilanz der rechtspolitischen takeover-Diskussion läßt sich zum gegenwärtigen Zeitpunkt kaum ziehen. Uneinigkeit besteht - wie soeben skizziert - bereits über die Frage- und Problemstellungen, von Antworten und Lösungen ganz zu schweigen”.

³⁴ Merkt, H.: US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, 1991, s. 639.

³⁵ Viz dále kapitulu IV.

³⁶ Z česky publikované literatury viz zejména Clark, R. C.: Firemní právo, Victoria Publishing 1992, s. 640.

³⁷ Merkt, H.: US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, 1991, s. 655.