Ekonomická literatura

POHLED NA HOSPODÁŘSKÉ DĚNÍ Z JINÉHO ÚHLU

Marek Loužek, Filozofická fakulta UK a VŠE v Praze

Luboš Smrčka. Ovládnutí a převzetí firem

Praha : C. H. Beck, 2013. ISBN 978-80-7400-442-1.

Kniha Luboše Smrčky „Ovládnutí a převzetí firem“ (2013) je cenným příspěvkem do české ekonomické literatury. Oblast převzetí podniků vykládá jako jednu z fascinujících otázek ekonomiky – nikoliv proto, že by tak zábavné byly jednotlivé metody výpočtů hodnoty firmy. To opravdu zajímavé je za vzorci a propočty v pozadí: lidské jednání, psychologie, příběhy plné napětí a emocí. Převzetí podniků otevírá pohled na hospodářské dění z jiného úhlu, totiž jako na provázaný svět příběhů, chtění, tužeb a přání, které se proplétají mezi suchou řečí čísel.

První část knihy přináší úvod. Ukazuje, že si můžeme vypracovávat řadu modelů a postupů výpočtu hodnoty aktiv, ale ve značném množství případů bude nakonec cena stejně ovlivněna sentimentem či emocemi. Smrčka konstatuje, že ekonomie je věda, ekonomika je realita. A vtipně poznamenává, že mnohdy spolu nemají příliš společného. Sobectví je podle autora hluboce lidská vlastnost, plná emocí a iracionality. Proto je řada dějů v reálné ekonomice emočních a iracionálních.

Zatímco ekonomie je oblast, v níž hlavní slovo hrají matematika a racionální úvahy, je naopak tomu ekonomika výsledkem interakce miliard lidských bytostí. Reálnou ekonomiku nelze podle Smrčky vměstnat do matematic-

kých vzorců a modelů. Ceny aktiv sice odrážejí schopnost vytvářet nové hodnoty a generovat zisk, v mnoha případech ale z této cesty uhnou a pohybují se v naprosto odlišných prostorech. Míra racionality lidského jednání v případě oceňování aktiv je úměrná množství emocí, které se k danému aktivu pojí.

Druhá část knihy se zabývá cenou, hodnotou a užitek. Analyzuje cenu aktiv a reálný užitek aktiv, objektivní a subjektivní hodnotu, roli analytiků a jejich vliv na určování hodnoty, upozorňuje na ošidnost fúzí a akvizic. Na příkladu převzetí firmy Compaq firmou Hewlett-Packard nabízí skeptický pohled na fúze a akvizice v tom smyslu, že zpochybňuje dojem o obecné výhodnosti akvizice pro zúčastněné strany.

Na příkladu tulipánové horečky 1634–1637 v Holandsku demonstruje Smrčka, že problém investiční bubliny je v podstatě stejný jako potíže s některými aspekty fúzí a akvizic. Přívalem nové poptávky, nikoli fundamentální, spotřebitelské, ani takové, která kupovala cibulky jako výrobní prostředky s cílem vyprodukovat další zboží, vyvolal ochotu „koupit za každou cenu“. Výsledkem tulipánové mánie byly tisíce lidí, kteří přišli ve spekulativním chaosu o prakticky veškerý majetek.

Úvahy investorů a manažerů ve chvílích, kdy uvažují a provádí převzetí podniků, kdy

dojednávají fúze nebo prodeje aktiv, nejsou příliš odlišné od toho, co se honilo hlavou Holanďanům v časech tulipánové horečky. Smrčka varuje, že trhy neumí předvídat, pouze rychle reagují na změny reality, ale nepředpovídají realitu. Dokonce zpochybňuje teorii efektivních trhů, která tvrdí, že trh je tvořen nekonečným množstvím subjektů a vlivů, obsahuje již veškeré informace, dává tedy „správnou“ cenu.

Trh podle Smrčky neukazuje „správnou“ nebo „objektivní“ cenu, protože taková cena nikdy neexistuje, je pouhou myšlenkovou konstrukcí. Trh ve skutečnosti nezahrnuje do ceny informace jako takové, ale jejich výklad jednotlivými účastníky trhu. Trh bere na vědomí „většinou interpretaci“, nikoli „správnou interpretaci“. Proto ani tržní cena nějakého aktiva (např. tržní kapitalizace společnosti) neurčuje jeho „hodnotu“ ve smyslu potenciálu budoucích výnosů ani ve smyslu nějaké budoucí tržní či jiné ceny. Smrčka varuje, že tržní kapitalizace nemusí být použitelná jako cenový ukazatel o nic více než věštění z kávové sedliny. Hodnota či akceptovatelná cena jsou vždy subjektivní.

Smrčka prorocky varuje před přehnanou vírou v analytiku. Analytici jsou omylní, takže z onoho nepřeborného množství faktů, která jsou k dispozici, mohou vybrat jako relevantní přesně ta, která se ukážou jako málo či méně podstatná. V dějinách bychom našli miliony prohlášení, jež často pronášeli lidé v dané době slavní a vážení, uznávaní jako ti, kteří dokážou odhadnout správně další vývoj. Přesto šlo o naprosto nesmyslné výroky, jejichž zmatenost a hloupost se projevila ihned a někdy s jistým odstupem.

Analytici trpí jistým stádním pudem a jsou často ve střetu zájmů. Pokud se podíváme na případy některých analytiků, kteří pracují pro finanční domy a především jejich divize investičního bankovníctví, pak politika bankovního domu spoutává takového analytika ve svobodném vyjádření jeho názoru na některé tituly, dluhopisy a dokonce je

časté, že i v jeho vyjádřeních pro média, která se týkají makroekonomických aspektů, se analytik dostává do střetu zájmů, pokud jeho banka vlastní přímo nebo zprostředkovaně významné podíly na určité firmě obchodované na burze.

Rozhodovací procesy týkající se fúzí a akvizicí jsou často poznamenány iracionálními momenty jak na straně kupujícího, tak i prodávajícího. Právě tato iracionalita zvyšuje prvek dobrodružství v oblasti fúzí a akvizicí. Základním cílem fúze nebo akvizice je zvýšit hodnotu pro akcionáře. Jak ale Smrčka ukazuje, mnohdy to zůstává pouze zbožným přáním. 80 % nově vzniklých firem nikdy nedosáhlo plánovaného podílu na trhu a 80 % fúzí a akvizicí nesplnilo parametry, které slíbili manažeři přebírajících společností svým akcionářům, podílníkům či věřitelům v oblasti úspory nákladů, posílení tržní pozice apod.

Smrčka se ptá, zda by se pacient nechal přemluvit k použití nějakého léku v případě, že by měl statisticky ověřenou informaci, že v 70 % případů lék zklame a jenom uškodí. Většina lidí by takovou léčbu patrně odmítla. Managementy firem ale vědí, že 70 % fúzí končí špatně, přesto se vrhají do dalších a dalších podobných obchodů. Fúze a akvizice nejsou podle Smrčky vedeny ekonomickým kalkulem a jasnou finanční úvahou, ale jsou vyvolány i řízeny s významnou dávkou iracionality.

Podíváme-li se např. na případ Hewlett Packard pečlivěji a s odstupem, pak vidíme zajímavý jev, který není nepodobný oné tulipánové horečce. Důvody, proč usiloval Hewlett-Packard o převzetí Compaq, byly v podstatě podobně absurdní, jako když pobláznění Holanďané dávali za cibulky žíhaných tulipánů peněžní ekvivalenty fungujících zemědělských usedlostí. Nebyl v tom ekonomický kalkul, ale touha učinit něco, co bude významné, nepřehlédnutelné, co zapíše leadery fúze do dějin.

Třetí kapitola zkoumá fúze a akvizice z pohledu teorie. Přináší krátkou historii

fúzí a akvizic, analyzuje motivy fúzí a akvizic, typy fúzí a akvizic a rozlišuje přátelské a nepřátelské převzetí. Pokud se fúze nebo převzetí uskutečňuje ve spolupráci s managementem přebírané firmy, jde o přátelské převzetí. Jestliže management pohlcované společnosti nespolupracuje a naopak proti němu aktivně postupuje, pak jsme svědky nepřátelského převzetí.

Poptávka po spekulativním kapitálu vedla k vývoji nových úvěrových možností a k vytvoření různých nástrojů, jimiž bylo možné tyto obchody financovat. Protože šlo o dosti drahé postupy, které byly spojeny s významnými riziky, ale výnosy z podobných transakcí byly astronomické a do té doby nevídané. Vznikly rovněž zcela nové útočné i obranné strategie. Mnoho akvizicí v této době bylo financováno dluhem.

Mezi motivy fúzí a akvizicí patří zejména úspory z rozsahu. Jde v zásadě o racionální myšlenku, která má pevný základ v elementárních ekonomických vztazích. Jak ale argumentují např. Brealey s Meyersem, ne vždy je fúze nejlepší cestou, jak úspor z rozsahu dosáhnout. Je vždy jednodušší koupit druhý podnik, než ho pak s vaším propojit. Některé společnosti, které se z těchto důvodů spojily, pracují stále jako svazek oddělených, někdy i konkurujících si provozů s různým výrobním zařízením, výzkumem a marketingem. I úspory ze sdílení centrálních služeb mohou být pouhou iluzí. Komplikovaná struktura konglomerátní společnosti ve skutečnosti zvětšuje počet administrativních pracovníků.

Asi každý z nás byl podle Smrčky někdy v pokušení uvěřit vlastním schopnostem natolik, že nám výkony předchůdců připadaly nepochopitelné a nepřijatelné. Je to přirozená lidská vlastnost, která se mnohdy soustřeďuje u charismatických jedinců, čímž vzniká smrtelná kombinace vizionářství, zjednodušování a přehlížení skutečností, což vede k hrozivým škodám. Mnozí manažeři dokážou před představenstvem věrohodně prezentovat projekt, jehož ekonomické oprávnění stojí na vodě.

I v českém prostředí existovaly podniky, které s velkými ambicemi pohlcovaly jiné firmy a neuplynulo ani několik měsíců bez toho, aby se podstatně nerozrostly. Jedna z takových firem byl Chemapol. Chemapol zbankrotoval v roce 1999, společnost po sobě zanechala dluh ve výši 17 miliard korun.

Čtvrtá kapitola diskutuje právní rámec fúzí a akvizicí v českém prostředí. Diskutuje české zákonodárství a právo EU, zákon o přeměnách obchodních společností a družstev, schvalování fúzí regulačními orgány a účetními a právními otázkami fúzí. Do procesů fúzí mohou vstupovat mnohé skutečnosti, které nejsou předem odhadnutelné nebo které nemusejí být známy managementu či podílníkům. Fúze je administrativně či byrokraticky neobyčejně náročný děj.

Český zákon o přeměnách obchodních společností a družstev je poměrně restriktivní v tom, jak značnou většinu požaduje pro schválení fúze – jde o požadavek tříčtvrtinové většiny. Takto vysoká požadovaná většina znamená praktické znemožnění fúze i v případech, kdy je pro fúzi rozhodnuta významná většina vlastníků společnosti. Fúze významnějších tržních subjektů musí být navíc schválen regulačním orgánem – Úřadem pro ochranu hospodářské soutěže.

Pátá kapitola načrtává krásu nepřátelských převzetí. Množství převzetí podniků má vztah k cenám akcií, protože je odrazem investiční bubliny, jejím specifickým projevem. Smrčka řeší vliv cyklu na množství převzetí, typická nepřátelská převzetí, uvádí příklady ze zahraničí (např. koupi Porsche společností Volkswagen) i příklady z českého prostředí (např. ovládnutí družstva Včely Radovanem Vítkem či Sazky společnostmi PPF a KKCG).

Protože má americká ekonomika mimořádně rozvinutý akciový trh, je současně leaderem v oblasti fúzí a akvizicí. Zatímco americká ekonomika je obrovská jak svými jednotlivými akciovými emisemi u firem, jako je General Electric, Microsoft, Apple,

i tak i množstvím a rozmanitostí veřejně obchodovaných emisí, v Evropě, a zvláště v postkomunistických zemích je situace poněkud jiná.

Díky daleko většímu vlivu úvěrového financování rostou evropské společnosti bez toho, že by se měnila akcionářská struktura, nebo by vůbec bylo nutné přecházet z uspořádání společnosti s ručením omezením na akciovou společnost. Firmy tedy poměrně snadno zůstávají pod jednoznačným vlivem několika málo zakladatelů nebo dokonce jediného zakladatele, přitom ale musejí nést tlak věřitelů.

Fúze jsou podle Smrčky cyklické. Jejich cykly souvisejí s cenami aktiv, pokud jsou ceny aktiv na dlouhodobém vzestupu, což se nejvíce projevuje růstem cen na burze, pak je vyšší poptávka i po fúzích a akvizicích. Že se tím spojuje tato vyšší aktivita i s cyklem hospodářským, to je dáno více tím, že obvykle dochází k růstu cen aktiv i v době, kdy roste celá ekonomika. Jinými slovy – jestliže se heslem doby stane růst, pak můžeme očekávat rovněž hlad po růstu koupěm.

Managementy společností, proti nimž byly v minulosti vedeny různé útoky a pokusy o nepřátelské převzetí, vymyslely řadu postupů, jak útočníkovi jeho pozici velmi ztížit, nebo dokonce zabránit. Jedním z nich je „repellent proti žralokům“, kdy ve stanovách společnosti jsou odsouhlaseny určité zásady, které dělají převzetí společnosti obtížným. Oblíbenou taktikou jsou rovněž „jedovaté pilulky“, např. právo stávajících akcionářů nakoupit akcie vlastní společnosti za nižší cenu v případě, že probíhá skupování akcií ze strany nájezdníka.

Pokud prozkoumáme případy přátelských i nepřátelských převzetí kdekoli ve vyspělých zemích, zjistíme podle Smrčky, že jsou v těchto dějích někdy porušována pravidla morálky a podnikatelské etiky (např. když Porsche chtělo využít cash flow a rezervní fondy Volkswagenu k tomu, aby jejich prostřednictvím zaplatily svoje vlastní dluhy;

nebo když čeští manažeři, kteří dostali v privatizaci podniky v přímém prodeji na úvěr, využívali aktiva privatizovaných společností).

Smrčka upozorňuje, že hodnocení z hlediska morálky a etiky je v daném případě pochybné. V případě české privatizace na úvěr stát s manažery v podstatě dohodl přátelské převzetí podniků, které nechtěl. Stát se zbavoval svých aktiv. Můžeme diskutovat, zda to měl udělat jinak, jindy, zda si tato aktiva neměl ponechat apod. Pokud je však vyslovován podiv nad tím, že se privatizační cena měla platit z výnosů privatizovaného majetku a pokud je to označeno za morálně chybné, jde podle Smrčky o hluboký omyl a nepochopení. K akvizicím na dluh dochází i na Západě.

V této souvislosti stojí za pozornost, že pozoruhodnou předmluvu ke Smrčkově knize napsal podnikatel praktik Radovan Víték. Ten upozorňuje, že když někdo veřejně prohlásí, že co zákon nezakazuje, to je dovoleno, sklídí opovržení a v lepším případě posměch, v horším případě je mu nadáváno do zlodějů a tunelářů. A přitom je to jedna z nejlepších zásad svobodné společnosti. Pro Vítka je podstatné, zda se daná transakce pohybuje v rámci platných zákonů nebo mimo jejich rámec.

V závěru Smrčka uvádí některé obecnější závěry. Fúze a akvizice jsou nebezpečné kvůli velikosti, protože obvykle představují značnou změnu ve struktuře aktiv společnosti. Čím větší je strukturální zásah do aktiv, tím větší je nutné riziko s ním spojené. To znamená, že fúze a akvizice jsou v podstatě velmi rizikovým rozhodnutím a rizikovou transakcí. Musí být dokonale naplánovány, promyšleny do posledního detailu.

Přitom prakticky k fúzím a akvizicím dochází často na základě víry, přesvědčení, sentimentu, přání a s velkou dávkou voluntarismu, bývají plánovány a uskutečňeny na základě emotivního pocitu, nikoli chladného ekonomického kalkulu. Většina fúzí a převzetí podniků podle Smrčky nesplní očekávání, jaká jsou do nich vkládána. Jejich efekty jsou podstatně horší, než jaké byly

plánovány, zisk pro akcionáře často nelze nalézt nebo je významným způsobem nižší, než jaký je jim původně slibován.

Základní otázkou každého manažera ve vysoké funkci, každého člena statutárního orgánu, každého vlastníka, který je postaven před rozhodnutí, zda fúzi podpořit nebo nikoli, by tedy mělo být, zda ekonomické argumenty předkládané na podporu fúze či akvizice jsou opravdu vytvořeny na základě ryze ekonomických předpokladů, faktů a propočtů a zda neobsahují příliš mnoho přání a nepodložených odhadů.

Otázka, zda jsou fúze a akvizice z národohospodářského pohledu užitečné, je irele-

vantní. Jde o obchod s aktivy určitého typu. Čím více možností a prostoru k tomu, aby se lidé a obchodní společnosti chovali racionálně a podle svých potřeb, přání a rozhodnutí, tím bude ekonomika lépe a efektivněji fungovat. Proto jsou fúze a akvizice potřebné stejně jako burzy, mezibankovní peněžní trh, investiční bankovnictví nebo třeba hypermarkety.

Můžeme proklínat fúze, nepřátelská převzetí či spekulanty, ale ve skutečnosti jsou všechny tyto jevy a činnosti součástí reálné a funkční ekonomiky jako to, že miliony lidí nastoupí každý všední den na svá pracoviště a vytvářejí nové hodnoty. Smrčkovu knihu bychom měli pozorně číst.

AKTUÁLNÍ POHLED NA FINANČNÍ POTENCIÁL ČESKÝCH A SLOVENSKÝCH DOMÁCNOSTÍ

Diana Bílková, Vysoká škola ekonomická v Praze

Bartošová, J. Finanční potenciál domácností – kvantitativní metody a analýzy.
Praha : Professional Publishing, 2013. 264 stran. ISBN 978-80-7431-107-9.

Ve všech vyspělých zemích světa vychází zájem ekonomů o příjmy domácností především ze snahy o objektivní řešení problematiky v oblasti životní úrovně obyvatelstva. Příjmových modelů můžeme využít při hodnocení životní úrovně obyvatelstva a při mezioblastním či mezinárodním srovnávání životní úrovně obyvatelstva (v oblasti statistického hodnocení životní úrovně se orientujeme převážně na měřitelné složky životní úrovně a životní úroveň obyvatelstva je takto potom vymezována jako stupeň uspokojování životních potřeb tohoto obyvatelstva včetně souhrnu podmínek, za kterých k uspokojování uvedených potřeb obyvatelstva dochází). Znalost rozdělení příjmů domácností a jeho

porovnávání z nejružnějších sociálně-ekonomických a časově-prostorových hledisek představuje podmínku hodnocení životní úrovně obyvatelstva, úrovně sociálního zabezpečení a sociální spravedlnosti při rozdělování materiálních hodnot, které vyprodukovala společnost. Rovněž z hlediska korektní evalvacce příjmové stránky životní úrovně obyvatelstva a správného rozhodování z hlediska opatření v této oblasti je nezbytné znát úplné rozdělení příjmů domácností, neboli znát obsazení ve všech příjmových skupinách. Znalosti příjmových rozdělení představují možnost pro hodnocení životní úrovně všech obyvatel státu dohromady, ale i srovnání životní úrovně příslušníků nejružnějších společenských skupin