

M&A transakce: Úvod, role ocenění[#]

Lukáš Hruboň*

Úvod

Český trh fúzí a akvizic („M&A“) vykazoval v posledních letech relativně silnou aktivitu.¹ Pozitivní sentiment trvající nejméně do první poloviny roku 2022 byl přerušen dočasným útlumem na počátku roku 2020 (příchod Covid-19), respektive v březnu a dubnu 2022 (započetí ruské agrese na Ukrajině). Strategičtí i finanční investoři se prostřednictvím akvizic či divestic snaží zvýšit hodnotu svých aktiv a dění na poli M&A je rámcovým odrazem sentimentu celé ekonomiky. V návaznosti na aktuálnost problematiky a klíčovou roli ocenění podniku při akvizičních transakcích *budu věnovat specifickým valuace při M&A transakcích ucelenou sérii příspěvků*. Cílem těchto pojednání bude rozšířit mezi oceňovateli přehled ohledně této spíše „komerčně“ orientované aplikace teorie oceňování podniků, přičemž uskutečněné M&A transakce mají zpravidla přesah i do souvisejících legislativou vyžadovaných znaleckých úkonů.²

V tomto článku se zaměřím na analýzu následujících oblastí:

- a) motivy a determinanty fúzí a akvizic,
- b) standardní průběh prodejního procesu firmy a související terminologie,
- c) role ocenění a používané metody v různých fázích prodejního procesu firmy,
- d) problematika synergii.

Úvod do fúzí a akvizic (M&A)

Technická poznámka k pojmu M&A

V oboru ustálená zkratka „M&A“ pochází z anglického termínu „Mergers & Acquisitions“. Pro účely tohoto článku pod tímto pojmem uvažujeme transakce s podnikem, kdy dochází ke změně osoby ovládající podniková aktiva, a to *na úrovni konečného vlastníka*. Například fúze uvnitř holdingových struktur pod stejným vlastníkem do této definice nespádají. Dále obecně předpokládáme, že předmětem M&A transakce je podíl ve firmě. To však

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu Fakulty financí a účetnictví VŠE Praha, který je realizován v rámci institucionální podpory VŠE IP100040.

* Ing. Lukáš Hruboň, Ph.D., ACCA, znalec ve specializaci Oceňování obchodních závodů

¹ Databáze Mergermarket uvádí následující počet akvizičních transakcí s dominantně českou cílovou společností: 2018 = 70, 2019 = 86, 2020 = 75, 2021 = 86. Toto jsou však transakce veřejně známé a s hodnotou nad USD 5 mil. (obecně mimo sektor nemovitostí). Ve skutečnosti je v ekonomice prodejních transakcí mnohem více. Například studie Allen & Overy tak uvádí pro 2021 214 transakcí (169 v roce 2020). Stude EMIS / CSM pak reportuje v roce 2021 110 transakcí.

² Ocenění v souvislosti s a) přeměnami obchodních korporací představujícími často formální završení akvizice, b) nepeněžitými vklady jako formou provedení akvizice, c) vytěsněním minoritních akcionářů po akvizici, d) s potřebami finančního účetnictví (přecenění aktiv investičních fondů; aplikace IFRS: Purchase price allocation, Goodwill impairment, Share based payments) či e) určením daňové povinnosti.

nevylučuje možnost, že ke změně konečné vlastnické struktury dojde na základě transakce typu a) fúze / rozdělení, b) prodej či vklad závodu, c) prodej či vklad jednotlivých aktiv. Vybraným účetním a daňovým konsekvencím jednotlivých variant bude věnován samostatný příspěvek.

Motivy a faktory fúzí a akvizic

Světoví autoři nabízí širokou škálu motivů k transakční aktivitě. Například DePamphilis (2005) shrnuje základní teorie následovně:

1. **Existence synergií.** Ke spojování (koupím) podniků dochází díky existenci provozních či finančních synergií. V situaci, kdy existují kladné synergie, je hodnota spojeného podniku vyšší, než by byl prostý součet hodnot nezávislých společností. Tak dochází ke zvýšení sumární akcionářské hodnoty, což je z pohledu ekonomické teorie příznivá situace.
2. **Diversifikace.** Další zmiňovanou pohnutkou je diversifikace vedoucí buď ke snížení nákladů investovaného kapitálu nebo těžící z proniknutí na nové trhy vyznačující se dynamickým růstem.
3. **Strategická změna.** Tato teorie je postavena na myšlence, že M&A aktivita vyplývá ze snahy firem vyrovnat se rychle se změnami v jejich externím okolí. Mezi tyto externí faktory patří zejména změna regulačního rámce a uvedení technologických novinek vytvářejících potenciálně nové trhy, produkt či konkurenci.
4. **Manažerská pochybení („hubris“).** Manažeři mohou dle tohoto pohledu přecenit své schopnosti a pokusit se o zvětšení svého impéria i za cenu, že v kompetitivním prodejním procesu pořádaném prodávajícím mohou velmi pravděpodobně „přeplatit“ teoreticky odůvodnitelnou hodnotu („winner’s course“).
5. **Akvizice podhodnocených aktiv.** Pokud tržní cena společnosti klesne pod reprodukční hodnoty jejích čistých aktiv, může být pro kupujícího výhodné substituovat pořízení nových aktiv akvizicí společnosti disponující odpovídajícími výrobními faktory.
6. **Špatný management.** Tato teorie je postavena na behavioralistické hypotéze o rozporu mezi konáním autonomního managementu a vlastníků tak, že nedochází k maximalizaci akcionářské hodnoty. Zejména v situaci, kdy je vlastnictví rozdrobeno, však nemusí nutně dojít k výměně nekvalitního managementu. Cena suboptimálně řízené společnosti na efektivním finančním trhu by měla klesat a může stimulovat případné investory k nepřátelskému převzetí. Proces fúze či akvizice spojený s výměnou managementu tak může vést ke „znovuobnovení“ optimální akcionářské hodnoty. Investor získává společnost za cenu, která je nižší než její hodnota za předpokladu nejlepšího možného užití.
7. **Daňové konsekvence.** Dalším motivem k fúzi či akvizici mohou být daňové úspory plynoucí z využití kumulovaných daňových ztrát minulých období jedné ze spojovaných společností oproti ziskům druhé či přecenění aktiv s možností vyšších daňových odpisů.³

³ V rámci každé M&A transakce je vhodné také navrhnout neoptimálnější daňovou strukturu zejména z hlediska daně z příjmů / kapitálových zisků, DPH a specifických převodových daní. Režim odpočtu daňových ztrát se liší v každé zemi.

Brealey and Myers (2003) konstatují následující motivy k M&A transakcím:

1. úspory z rozsahu při zejména horizontální integraci⁴ (např. nižší fixní náklady na jednotku produkce, předání výrobního know-how);
2. úspory plynoucí z vertikální integrace⁵ (např. stabilizace objemu a ceny vstupů a výstupů vedoucí k nižším celkovým nákladům);
3. kombinace komplementárních zdrojů (např. kombinace společnosti s unikátním produktem bez zdrojů k jeho propagaci a distribuci, respektive firmy s již rozvinutou prodejní sítí);
4. odstranění neefektivností při nahrazení nekvalitního managementu novým;
5. využití přebytečných fondů v situaci, kdy neexistují ve společnosti interní investiční projekty s kladnou či dostatečně vysokou Net Present Value (NPV);
6. nevyužití daňové štíty.

Pro vyvarování se omylů dále autoři jmenují pochybné důvody ospravedlňující akvizici:

7. diversifikace, která není empiricky jednoznačným zdrojem přírůstku hodnoty;⁶
8. zvýšení ukazatele Earnings Per Share (EPS) spojeného podniku oproti původnímu EPS kupujícího, přičemž EPS není pravým měřítkem přírůstku hodnoty a nemůže tedy racionálního investora zmýlit;
9. snížení finančních nákladů v důsledku nižšího rizika kombinovaného podniku obvykle ústícího pouze k realokaci hodnoty mezi akcionáři a poskytovateli dluhu.

Výše uvedenou typologii doplním o obecnější a potenciálně systematictější zachycení motivů a ostatních determinantů M&A aktivity. Nejprve prozkoumejme prvek motivace dotčených ekonomických subjektů. Proces fúzí a akvizic je obdobně jako jiná obchodní jednání procesem, kterého se účastní lidé maximalizující svůj užitek. K uzavření každé transakce je zapotřebí dvou stran - kupujícího i prodávajícího - a tito jsou ovlivněni jak motivy teoreticky kvantifikovatelnými (nazvěme je *ekonomickými*), tak i motivy uchopitelnými jen stěží (nazvěme je *neekonomickými*). Za předpokladu, že kupujícím je společnost, nikoliv pouze fyzická osoba, získáváme následující matici možných motivů:

Obr. 1: Motivy vedoucí k fúzím a akvizicím - úroveň společnosti

	Kupující	Prodávající
	vlastníci společnosti	vlastníci společnosti
	management společnosti	management společnosti
Ekonomické motivy	A	C
Neekonomické motivy	B	D

⁴ Horizontální integrace = integrace ve stejném oboru činnosti, například regionálně či produktově

⁵ Vertikální integrace = integrace s odběratelem či dodavatelem v rámci řetězce

⁶ Autoři uvádí, že některé studie prokazují dokonce diskont za diversifikaci. Tomuto argumentu nedopovídá ani tradiční teorie, kdy Weighted Average Cost of Capital (WACC) odměňuje pouze systematické riziko, přičemž ostatní rizika jsou diversifikována na úrovni vlastníka aktiva.

Na straně kupujícího i prodávajícího by primárním cílem transakce mělo v ideálním případě být *zvýšení užítku vlastníků společnosti*. Aby bylo takové zlepšení na obou stranách možné, je třeba přijmout tezi, že akviziční transakce není z hlediska užítku pouze „hra s nulovým součtem“, ⁷ nýbrž skýtá možnost vzniku dodatečného užítku. Vzhledem k praktické nemožnosti kvantifikovat nefinanční užítky jsme pak v praxi při určování hodnoty nuceni pracovat s jeho redukcí na peněžní vyjádření. To však neznamená, že nekvantifikovatelné užítky (motivy) nemohou sehrát při rozhodování o strategických akvizicích třeba i rozhodující roli.

Mezi pohnutky patřící do skupiny „A“ (viz. Obr. 1) můžeme zařadit zejména (i) existenci synergií – viz dále, (ii) akvizice podhodnocených společností s vyhlídkou jejich úspěšné restrukturalizace, (iii) akvizice společností se suboptimálním využitím svých výrobních faktorů. Naopak mezi neekonomické motivy k nákupu společností (skupina „B“) lze přiřadit touhu manažerského ega budovat a ovládat rozsáhlejší konglomerát nehledě na cenu.

Na straně prodávajícího je rozhodujícím ekonomickým motivem k prodeji (skupina „C“) získaná prodejní cena. Tato cena by pak měla být odůvodnitelná z pohledu kupujícího motivy uvedenými ve skupině „A“. Mezi neekonomické pohnutky (typ „D“) náleží například úvahy podnikatele a vlastníka fyzické osoby o věnování svého cenného času jiné životní náplni. U každé jednotlivé transakce budeme na obou stranách zřejmě schopni vysledovat motivy primární, nicméně většinou se bude alespoň do určité míry jednat o souhru více faktorů.

Doposud jsme se zabývali motivy k fúzím a akvizicím na úrovni společnosti, jejího managementu a vlastníků. Takovou analýzu lze však považovat za poněkud omezenou - odtrženou od rámce, ve kterém společnosti žijí svůj život, tj. dění v jednotlivých oborech a ekonomice jako celku. Dále tedy prozkoumáme faktory vně společnosti determinující rozhodnutí o účasti v M&A dění. Obecně lze říci, že fúzím a akvizicím nahrávají období ekonomického růstu, nízkých úrokových sazeb a vysoké tržní kapitalizace firem. ⁸ Vysoké valuace cílových firem motivují stranu nabídky; přičemž u kupujících silná cash-flow / vytvořené peněžní rezervy / relativně levné dluhové financování / vysoké využití stávajících kapacit / sklon k optimistickým očekáváním představují „palivo“ trhu fúzí a akvizic na straně poptávky.

Dalšími hybnými silami na úrovni celé ekonomiky i jednotlivých oborů mohou být globalizace nebo změny v technologii a regulaci. Jako příklad nezanedbatelných globalizačních vlivů můžeme uvést vstup České republiky do Evropské unie. Domácím podnikům zaměřeným na export vstup do společného hospodářského prostoru bez cel a s jednotným režimem DPH přinesl nečekané možnosti. Na druhou stranu využití teorie komparativních výhod v mezinárodním obchodě a enormní koncentrace některých (sub)dodávek evropských výrobců v Asii v době narušených dodavatelsko-odběratelských řetězců přinesla taktéž nečekané hospodářské ztráty. Zásadní obměny technologií nebo změny v regulaci ⁹ příslušných odvětví mohou znamenat příležitost k zavedení nového obchodního modelu či okamžité zničení toho starého. Velkým tématem dnešních dní je například tlak na ekologizaci a společenskou odpovědnost firem. Dalším nečekaným šokem přinášejícím zásadní hrozby a příležitosti se stala

⁷ Tzv. „zero sum games“ – typicky například čistě spekulativní obchody s finančními instrumenty, kdy z principu jedna strana na transakci vydělá a druhá prodělá.

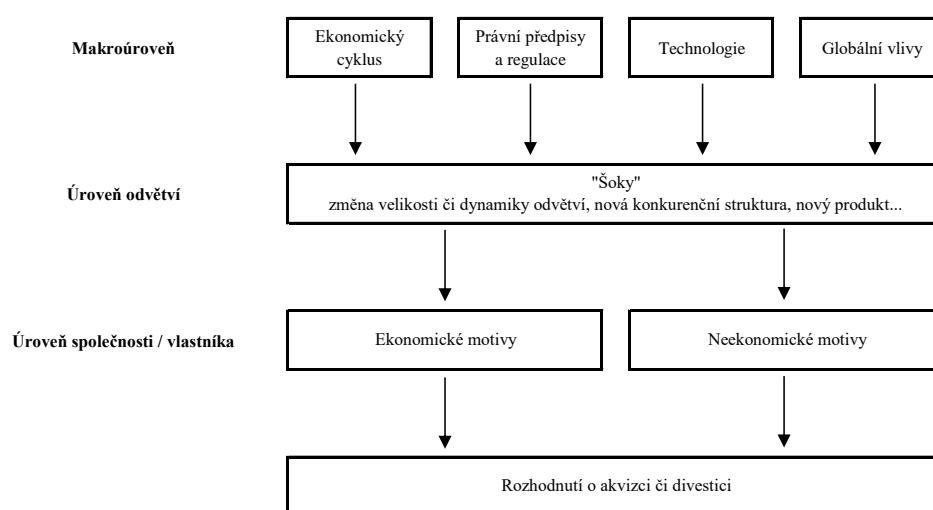
⁸ viz Ali-Yrkkö (2002)

⁹ např. ekologické požadavky včetně trhu emisních povolenek, Environmental, social and corporate governance (ESG) agenda, plošné uzávěry některých sektorů v důsledku pandemie, dotační a daňová politika, administrativní dělení („debundling“) v oboru energetiky či dopravy, změny cenové regulace, privatizace státních podniků nebo změny antimonopolní úpravy.

také pandemie Covid-19, která ovlivnila všechny tři primární kanály. Došlo obecně k omezení mezinárodní spolupráce, vývoji nových technologií, zprísnění regulačního rámce i zavedení nových dotačních titulů. Nepříznivým šokem jsou bohužel také geopolitické otřesy. Blízkost válečného konfliktu tlačí na odliv nevládního mezinárodního kapitálu z postižených zemí i celého regionu. Firmy dotčené konsekvencemi válečného konfliktu přímo (nižší cash flow) či nepřímo (vyšší riziková přírážka) ztrácí na hodnotě.

Zmíněné strukturální změny ovlivňují některé či všechny sektory ekonomiky (každý většinou jinak silně), přičemž mohou vést k šokům na úrovni odvětví: razantním změnám velikosti oboru, konkurenční pozice v rámci odvětví nebo změně marketingového mixu včetně definice samotného produktu. Tyto odvětvové šoky se promítají ve strategickém rozhodování každého podniku a jednou z možností, jak se se skokovými změnami vypořádat, jsou i restrukturalizační aktivity včetně akvizic či divestit. Domnívám se tedy, že teorie vysvětlující existenci trhu fúzí a akvizic opírající se o makrosféru i mikroúroveň nejsou ve vzájemném rozporu, ale naopak se přirozeně doplňují. Tento koncept přehledně znázorňuje následující schéma.

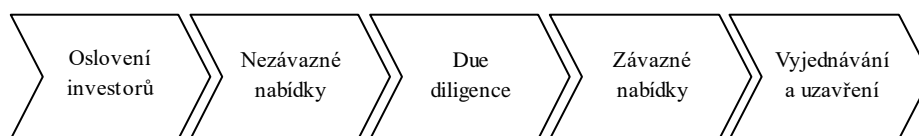
Obr. 2: Motivy a determinanty trhu fúzí a akvizic - syntéza



Zdroj: Ali-Yrkkö (2002) + vlastní úprava

Průběh standardního procesu prodeje společností

Vlivem zejména praktických zkušeností se historicky vyvinul více méně standardizovaný proces, který je užíván při M&A transakcích. Jeho konkrétní kroky se mohou lišit dle složitosti nabízené firmy či počtu uchazečů (přímé jednání s jedním investorem vs. otevřený tendr pro větší počet zájemců). My si rámcově představíme dvoukolovou variantu, kterou lze považovat za určitou normu pro většinu případů. Základní fáze procesu prezentuje obrázek níže.

Obr. 3: Obvyklá struktura M&A procesu

Zdroj: Vlastní analýza

Cílem výše uvedeného „sekvenčního“ postupu je minimalizace nákladů a rizik prodávajícího i kupujícího. Pokud vlastník společnosti rozhodne o její divestici, prvním krokem je obvykle vytipování a oslovení potenciálně nejvhodnější investorů. Stejně tak si mohou investoři vytipovat vhodné akviziční cíle sami a vyvolat úvodní strategickou diskusi s vlastníkem. Zájemci z řad strategických i finančních¹⁰ investorů pak indikují na základě informací poskytnutých prodávajícím a všeobecně dostupných dat nabízenou cenu tvořící podstatnou část tzv. *nezávazné / indikativní nabídky*. Prodávající mimo nabídnuté ceny posuzuje i další podmínky jako třeba důvěryhodnost investora, prokázání zajištění financování nebo míra akceptace necenových požadavků prodávajícího.

Investorům, kteří předložili nejatraktivnější nezávazné nabídky, se dále naskýtá možnost zúčastnit se tzv. *due diligence* („DD“). Due diligence je hloubková prověrka cílové společnosti po účetní, daňové, komerční, právní, ekologické a technické stránce. Zkoumání předložených dokladů, návštěvy areálu a rozhovory s managementem cílové společnosti mohou vést k odhalení skutečností znemožňujících z pohledu kupujícího celou zamýšlenou transakci (tzv. „deal breakers“), úpravě nabízené ceny, zjištěním o nutnosti vykonat v dalším průběhu transakce určité kroky či zajistit jinak identifikovaná rizika. Po ukončení DD předkládají investoři tzv. *závazné nabídky*, na jejichž základě prodávající vybere partnera či dva pro závěrečná vyjednávání smluvní dokumentace. Shoda při finálních vyjednáváních umožní sestavení smlouvy o převodu podílů, tzv. *Shareholding purchase agreement* nebo také *Sale & purchase agreement* („SPA“). SPA mimo klauzule o kupní ceně a převodu dotčených podílů obsahuje také systém prohlášení a záruk obou stran, tzv. *Representations & Warranties* („R&W“) nebo *Warranties & Indemnities* („W&I“) se stanovením sankcí v případě jejich porušení. Na závěr je transakce podepsána, vypořádána a uzavřena. Datum podpisu smlouvy nemusí být zároveň datem právní účinnosti transakce, jelikož mohou být obecným právním rámcem či smluvními stranami stanoveny odkládací podmínky účinnosti, tzv. *Condition Precedent* („CP“). Typicky se jedná o svolení antimonopolního úřadu nebo odstranění některých vad na straně cílové společnosti.

K průběhu celého procesu je ještě vhodné poznamenat, že obě protistrany často spolupracují s finančními, účetními, právními, daňovými, technickými či oborovými komerčními poradci. Další důležitý subjekt mimo prodávajícího, kupujícího a cílové

¹⁰ Čistě strategický investor je zpravidla v oboru silně etablován a jeho motivací je další horizontální či vertikální integrace. U akvizičního cíle předpokládá začlenění do své skupiny a v době pořízení se nezabývá úvahami o dalším sekundárním prodeji firmy. Čistě finanční investor usiluje o zhodnocení investice během definovaného časového horizontu, který často souvisí se stanovenou dobou likvidace investičního (sub)fondy. Prodej společnosti s patřičným zhodnocením a výplata tohoto zisku investorům a investičnímu týmu je esencí jeho fungování. V praxi se mohou vyskytnout také původně finanční investoři, kteří však nemají omezený časový horizont pro další sekundární prodej portfoliových firem, a stávají se tak často silnými oborovými (quasi-strategickými) hráči. Tento smíšený typ investora může uskutečnit svůj „exit“ prostřednictvím prodeje minoritního podílu pasivně laděnému spoluinvestorovi nebo prodejem celé skupiny portfoliových firem v jednom oboru. Často se jedná o fondy financované movitými soukromými osobami.

společnosti je financující banka při využití akvizičního financování. Svou roli může sehrát také antimonopolní úřad.

Vybrané body z oblasti oceňování podniku

Hodnota vs. cena firmy

Hodnotou rozumíme ocenění firmy v peněžních jednotkách na hypotetické - modelové bázi. Ať už je hodnota výsledkem subjektivního myšlenkového toku či formalizovaného oceňovacího postupu, jedná se o *odhad* ceny, který není potvrzen tržní transakcí. *Cenou* se hodnota stává v okamžiku oficiální kotace v peněžních jednotkách, přičemž takto zveřejněná částka je přístupná straně nabídky i poptávky a skýtá možnost uzavřít obchod. *Potvrzenou cenou* je pak až částka dosažená při konkrétní ukončené směně. V oblasti oceňování firem o ceně hovoříme zejména v souvislosti s cenou akcie na (likvidním) kapitálovém trhu, (závaznou) cenovou nabídkou učiněnou prodávajícím potenciálním investorem, respektive skutečně placenou částkou při M&A transakci.

Kategorie hodnoty

Následující výčet se váže k zde prováděnému výkladu, a týká se tak „komerční“ aplikace oceňovací teorie.¹¹

Tržní hodnota (Market Value) je odhadem částky, za kterou by aktivum či závazek byly směněny k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi nespřízněnými osobami po náležitém marketingu, přičemž by obě strany jednaly na základě dostatečných informací, s náležitou rozvahou a bez nátlaku. Tržní hodnota dále předpokládá nejlepší možné využití aktiva (viz Mezinárodní oceňovací standardy – IVS). Nejedná se tak o pohled konkrétního kupujícího ani prodávajícího, ale o určení hodnoty z pozice „průměrného“ tržního subjektu. Tato kategorie hodnoty předpokládá pravděpodobnost realizace směny za stanovenou částku. K jejímu stanovení se v praxi používají všeobecně přijímané postupy a tržní úrovně hlavních předpokladů ocenění.

Investiční hodnota (Investment Vale) představuje hodnotu aktiva z pohledu konkrétního vlastníka či budoucího vlastníka s přihlédnutím k jeho investičním a provozním cílům (viz IVS). Investiční hodnota se bude v důsledku objektivních (např. daňový režim transakce) i subjektivních (např. „citový vztah k podniku“) okolností u každého lišit od hodnoty vnímané ostatními. Dále je tato kategorie oproštěna od předpokladu realizovatelné směny za stanovenou hodnotu. Při stanovení subjektivní hodnoty není nutné respektovat všeobecně uznávané postupy ani tržní úroveň základních předpokladů ocenění.

Synergická hodnota (Synergistic Value) je vymezena jako hodnota vytvořená kombinací dvou a více aktiv či podílů, kdy je kombinovaná hodnota vyšší než součet jednotlivých samostatných (tzv. *stand-alone*) hodnot (viz IVS). Synergická hodnota tak není hodnotou tržní, jelikož se bude lišit dle charakteru konkrétního investora.

¹¹ Autor si je vědom, že ve znalecké praxi existuje nejednoznačnost interpretace, propojení, respektive praktické aplikace zde nezmiňovaných kategorií hodnoty (např. obvyklá, objektivizovaná, spravedlivá, reálná). Tato problematika by si jistě vyžádala samostatný příspěvek sestavený odborníkem na znalectví a právo. Pro tento článek však nemá zmíněné pojmosloví další relevanci.

Metody ocenění

Výnosové metody

Jedná se pro situaci „going concern“ o základní přístup, kdy u oceňované firmy odhadujeme do budoucna předpoklady ohledně tempa růstu tržeb, velikosti marží, míry investic, zdanění a celkového podkladového rizika společnosti. Nejčastějším přístupem je metoda Discounted Cash Flow (DCF). Variacemi tohoto přístupu jsou metoda Economic Value Added (EVA) či tzv. parametrický vzorec (Value Driver Formula).

Metoda tržní

Na základě tržních cen srovnatelných či oborových firem usuzujeme na hodnotu oceňované firmy. Zdroje tržních cen jsou firmy kótované na likvidní akciové burze či historické akviziční transakce. Vzhledem k omezené možnosti najít skutečně srovnatelné firmy by se mělo jednat spíše o metodu podpůrnou. Dle autora je cílem oceňovatele vysvětlit, proč se ocenění zkoumané firmy případně liší od mediánu trhu¹², nikoliv jej nutně na tento medián „vycentrovat“.

Metoda majetková

Oceňovatel stanoví hodnotu jednotlivých majetkových složek na úrovni hodnoty: (i) znovupořízení aktiva, (ii) při prodeji aktiva, (iii) při prodeji aktiva snížené o náklady spojené s prodejem, (iv) historického pořízení. Relevance této metody při oceňování „going concern“ struktur přichází v úvahu zejména ve vztahu k majetku nevyužívanému pro hlavní činnost podniku. Druhým použitím může být situace, kdy se akvizicí pořizuje pouze produkční kapacita. Čistá likvidační hodnota firmy je pak minimem jakéhokoliv ocenění.

Ocenění: Náhled prodávajícího („sell-side“)

Z technického hlediska má tým prodávajícího většinou k dispozici prakticky veškerá nutná data a informace k provedení ocenění. Pokud je ve společnosti vybudován kvalitní informační a reportovací systém, není obtížné analyzovat v případě potřeby i nejjemnější detaily.

Hledanou kategorií hodnoty z hlediska nastavení realistických očekávání, respektive pro určení minima hodnoty prodávajícího by dle autora měla být přednostně hodnota tržní. Cenová očekávání prodávajícího fyzické osoby mohou být samozřejmě ovlivněna také subjektivními faktory jako hrdość na vybudovanou firmu či potřeba rychlého ukončení své účasti na podnikání. Proávajícího by ale také mělo zajímat, kolik bude za jeho společnost ochoten zaplatit „průměrný“ tržní subjekt. Finanční plán pro výnosové ocenění se tedy musí vyvarovat možného přílišného optimismu ohledně budoucího vývoje a respektovat realistické predikce vývoje ekonomiky, sektoru a tržního podílu. Důležitá je také důsledné zdůvodnění možného rozevírání nůžek mezi příjmy a výdaji včetně investic do dlouhodobého majetku a čistého pracovního kapitálu, tj. vyhnout se ve finančním plánu neopodstatněnému zvyšování Free Cash Flow to Firm (FCFF) marže na tržbách.

Samostatnou kapitolu představuje odhad správné „tržní“ diskontní míry, a to zejména v případě nákladů vlastního kapitálu. V praxi ČR je stále dominantně využíván *základní* Capital

¹² zejména v důsledku různého očekávaného růstu EBITDA, míry investic, míry zdanění, rizika a likvidity.

Asset Pricing Model (CAPM), a to i přes některá teoretická a empirická omezení – viz například Şaban Ç. (2012). Aplikace tohoto modelu však může ústít v nízké požadované výnosnosti vlastního kapitálu u malých neobchodovaných společností. Proto někteří autoři – viz např. Pastor and Stambhaugh (2001) či DePamphilis (2005) uvádějí, že přírážka k nákladům vlastního kapitálu za malou společnost a nízkou likviditu může dosahovat běžně 9 procentních bodů či dokonce dvojciferných hodnot. V obchodní praxi ČR je pak časté využití dat o dodatečném požadovaném výnosu v CAPM modelu na základě burzovních dat (US či evropských) od komerčních poskytovatelů jako Duff & Phelps (do roku 2014 Ibbotson). V tomto datovém zdroji se přírážka v posledním decilu nejmenších firem pohybovala v posledních letech okolo 5 procentních bodů. Dle názoru autora je však nutné škálovat přírážku za malou neobchodovanou firmu v návaznosti na její velikost oproti největší firmě v *konkrétní* ekonomice, tj. nelze pouze slepě srovnávat absolutní tržní kapitalizaci oceňované české firmy a US společností v „tabulce Duff & Phelps”.¹³ Alternativou může být využití obdobné matice přírážek z českého kapitálového trhu, který ovšem dle názoru autora neobsahuje dostatečné množství titulů pro ucelenou analýzu.¹⁴

Z hlediska prezentace firmy při prodeji či vstupu do cenových jednání je nasnadě, že prodávající předloží investorům optimistickou verzi finančního plánu, která je spíše konzistentní s hodnotou subjektivní. Tento finanční plán by zejména měl být podložen správnou argumentací ohledně nejagresivnějších faktorů hodnoty (tzv. „valuedrivers“). V případě, že strany nejsou schopny sestavit konsenzuální finanční plán, je možno uvažovat o jiných formách překlenutí cenového rozdílu („earn-out“ schémata či postupné nabývání podílů). Těmto přístupům se budu specificky věnovat v příštím článku.

Jako podpůrné metody k určení tržní hodnoty jsou běžně používány srovnávací metody, jejichž hlavní atributy shrnuje následující tabulka.

¹³ Jelikož jsou nejnovější data Duff & Phelps předmětem ochrany duševního vlastnictví, nelze je zde v plné šíři zveřejnit.

¹⁴ Co se týká mých konkrétních zkušeností s aplikací přírážky za malou neobchodovanou firmu, v oblasti „komerčního“ ocenění podniků při M&A transakcích se s těmito pracuje zcela běžně. Nevidím tedy nezvratný argument, proč se jejich aplikaci pro účely soudního řízení *a priori zcela* vyhýbat. Odtržení metodik užívaných pro účely soudního řízení, respektive pro účely transakcí na reálném trhu s podniky je dle mého názoru minimálně sporné. Příklady zcela jasného zdroje nesouladu mezi oceněním čistě na bázi základního CAPM modelu a realitou malé české firmy mohou být zejména následující: a) společnost není obchodována na likvidní burze, přičemž prodejní proces firmy trvá zpravidla jeden rok a jeho výsledek není zaručen, b) firma je strategicky či provozně silně závislá na jednom manažerovi, respektive klíčovém dodavateli či odběrateli.

Tab. 1: Základní charakteristiky srovnávacích metod

Srovnávací metoda	Cena kotace		
	obsahuje hodnotu kontrolního podílu?	obsahuje hodnotu vysoké likvidity?	obsahuje synergie
Historické M&A transakce – neobchodované firmy	závisí na velikosti předmětného podílu při transakci, respektive ujednání v akviziční smlouvě ¹⁵	obecně NE (jen pro obchodované firmy)	hypoteticky ANO
Společnosti obchodované na burze	při běžném kontinuálním obchodování: NE při strategické nabídce převzetí: ANO	ANO	při běžném kontinuálním obchodování: NE při strategické nabídce převzetí: hypoteticky ANO

Zdroj: Vlastní analýza

Poznámka: Synergie, kterými nadále rozumíme *všechny* efekty spojení, mohou nabývat kladných i záporných hodnot. V praxi se může i hodnota synergií odrážet v ceně akcie obchodované společnosti, pokud se jedná o synergie přístupné všem potenciálním investorům či dojde-li ještě před oficiálním oznámením převzetí k úniku informací. Hlubší pojednání o synergiích, respektive kontrolní prémii nabízí následující kapitola.

Pokud se nám vůbec podaří nalézt alespoň přibližně srovnatelné historické transakce či obchodované společnosti, měli bychom mimo odlišnosti mezi společnostmi (jiný profil ohledně celkové velikosti, růstu, míry investic a rizika) vzít při odhadu hodnoty v úvahu také charakter podkladové ceny – viz Tabulka 1. Pro zohlednění této skutečnosti používáme běžně soustavu diskontů a premií, což ovšem přestavuje problém jdoucí poněkud nad rámec tohoto příspěvku. Více informací o diskontech a premiích naleznete v Kopeček (2003) či Mařík a kol. (2011).

Z hlediska načasování je vhodné, aby měl prodávající k dispozici výsledky indikativního ocenění před obdržením nezávazných nabídek. Stanovená hodnota pro něj může přirozeně představovat dolní mez, pod kterou není „ochoten zajít“. Za hypotetické situace, kdy všechny indikativní nabídky potenciálních investorů zaostávají za takto stanovenou

¹⁵ Ve smlouvě o prodeji podílů může být stanoveno, že i kupující podílu menšího než 50% má práva stejná jako většinový akcionář a zároveň může být stanoveno jasné schéma postupného nabývání dodatečného vlastnictví. Potom může mít i takový akcionář fakticky vlastnictví se všemi znaky kontroly. U soukromých M&A transakcí však takové podmínky nejsou veřejně zveřejňované.

hodnotou, je namístě vlastní ocenění společnosti ještě jednou přezkoumat. Pokud nejsou v provedené valuaci nalezeny závažné nedostatky a prodávající není pod žádným „tlakem“ k prodeji, může od záměru společnost odprodat upustit a vypsáný tendr pro neuspokojivý cenový zájem zrušit. Pro potřeby prodávajícího tedy stačí sestavit model zachycující společnost na prodej, její *pro forma* budoucí výkazy a ocenění. Funkční model v MS Excel odsouhlasený oběma stranami může být využit k argumentaci a vyjednávání finální kupní ceny.

Tradiční tržní ocenění se zabývá hodnotou / cenou akviziční transakce bez zohlednění daňových efektů pro obě strany. Ve skutečnosti však bude zřejmě prodávající poměřovat se svým subjektivním minimálním hodnotovým prahem spíše cenu po odvodu všech daní vyvolaných prodejem podílu.

Ocenění: Náhled kupujícího („buy-side“)

Nyní si představíme stejnou proceduru z opačné strany. Pro větší bohatost uvažujeme investora, který bude kalkulovat s potenciálními synergii a je ochoten za tyto synergie po náležité analýze i zaplatit. Kupující mají většinou pouze omezený přístup k údajům o prodávaném podniku, a proto se obecně vytváří mezi oběma stranami informační asymetrie. Při přípravě nezávazné nabídky stanovuje potenciální investor prvotní cenovou indikaci na základě veřejně dostupných informací, respektive prvotního informačního balíčku poskytnutého prodávajícím. Informační asymetrie se pak dále snižuje v dalších fázích akvizičního procesu, a to zejména v rámci due diligence.

Při hodnocení akvizice z pohledu investora se dostáváme ke konceptu tzv. investiční (subjektivní) hodnoty. Každý jednotlivý kupující bude mít jiné představy o požadované výnosnosti a rozsahu realizovatelných synergii (respektive kontrolní prémie). U požadované výnosnosti se často zájemce nemusí zabývat jejím analytickým podepřením, ale použije diskontní míru stanovenou interní firemní „politikou“ či v případě finančního investora přímo implikovanou cílovou výnosností fondu a průměrným procentem úspěšných projektů. K dostačující analýze synergii (respektive kontrolní prémie) je zapotřebí využít výnosových metod, kde lze očekávané dopady spojení podniků jednoznačně kvantifikovat. Metody tržní lze v této souvislosti považovat vzhledem k omezením datovým i obsahovým pouze jako rámcovou kontrolu výsledku DCF valuace.

Co se načasování týče, rámcové ocenění by mělo vzniknout před podáním nezávazné nabídky. Otázkou je, zda takové ocenění má mimo hodnoty „*stand alone – status quo*“ obsahovat také odhad hodnoty (kladných) synergii. Tento bod samozřejmě souvisí zaprvé s postojem kupujícího, tj. zda k akvizici přistupuje jako k možné výhodné koupi, nebo jako ke strategickému převzetí. Dalším důležitým faktorem je konkurenční prostředí při prodejním procesu. Pokud uvažujeme atraktivní cílovou společnost a konkurenci mezi mnoha potenciálními investory, existence kladných synergii (respektive kontrolní prémie) teoreticky umožňuje učinit kompetitivnější cenovou nabídku a zvyšuje možnost postoupit do dalších fází tendru. Na základě autorovy zkušenosti ve fázi nezávazné nabídky často probíhá ocenění pouze na základě aplikace násobku EV / EBITDA (mimo finanční instituce), a metoda tržní tak hraje v počátcích investičního procesu významnou roli.

Jestliže je předložená nezávazná nabídka prodávajícím vybrána jako jedna z nejlepších, otevírá se kupujícímu možnost provést v cílové společnosti due diligence. Na základě jejích výsledků dochází k:

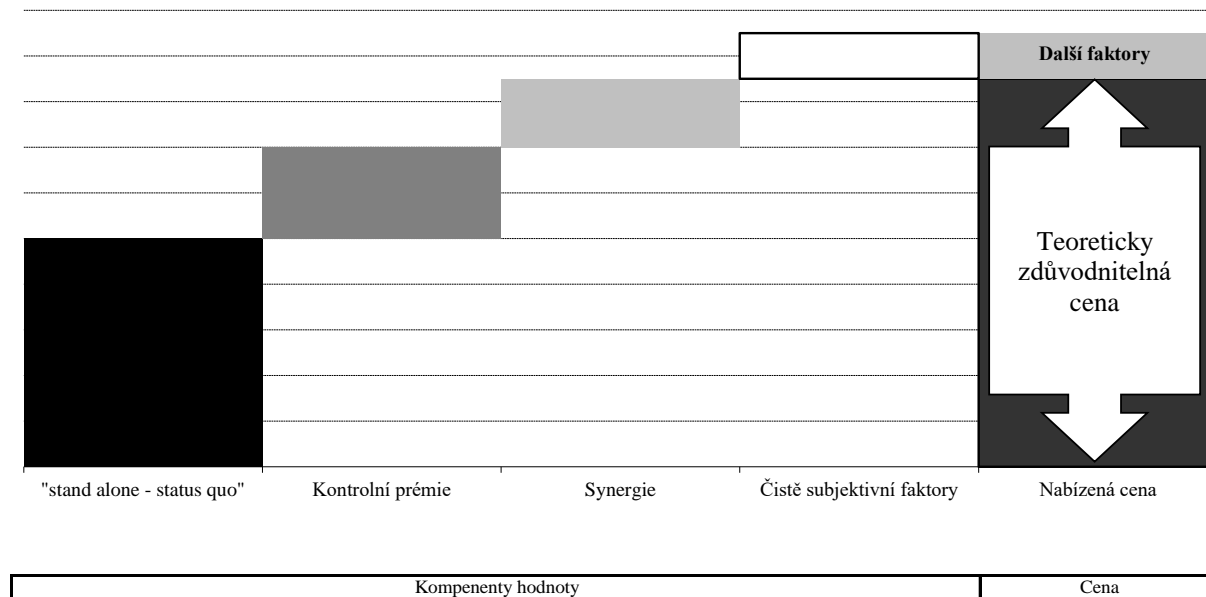
- zpřesnění prvotního ocenění,
- úpravě (právní, daňové, cenové, obchodní) struktury celé transakce,
- určení hlavních rizik a metod jejich ošetření (stanovení condition precedent či vystavení explicitních záruk ze strany prodávajícího),
- v krajním případě odhalení „deal breakers“ a odstoupení od transakce samotné.

V případě akvizice společnosti sestavujeme model *pro forma* konsolidující výkazy (či jejich prvky) cílové společnosti a investora s cílem simulovat všechny dopady akvizice s důrazem na přijatelnost konsolidovaného zadlužení a ovlivnění ukazatelů výkonnosti.

Analýza hodnoty vzniklé při akvizici

V první polovině této kapitoly jsme operovali s pojmy (i) synergie a (ii) kontrolní prémie, kterou zde dále popíšeme. Obě kategorie totiž představují z pohledu kupujícího hypoteticky významné části hodnoty vytvořené akvizicí. Zároveň však přílišný optimismus při valuaci těchto složek může mít za následek přemrštěnou kupní cenu a úbytek akcionářské hodnoty pro vlastníky akvizitéra. Celou problematiku si uvedeme s pomocí následujícího obrázku.

Obr. 4: Hodnota a cena akvizice



Zdroj: Vlastní analýza

Hodnotu dosažitelnou při akvizici lze teoreticky rozčlenit do následujících třech komponent:

1. stand alone - status quo hodnota je investiční hodnotou akvizičního cíle bez spojení za předpokladu zachování stávající kvality řízení.

2. kontrolní prémie představuje převis hodnoty cílové společnosti nad „stand alone – status quo hodnotou“ za předpokladu jejího nejlepšího hodnotového managementu, tj. zejména po zlepšení politik v oblasti provozu / investic / financování. Prostřednictvím získání kontroly je možno vyměnit management či přímo ovlivnit příslušné politiky. Dalším benefitem získání kontroly může být možnost stanovovat dividendová rozhodnutí. Ovládající vlastník tak hypoteticky může přímo řídit příjmy z dividend dle svých aktuálních potřeb.¹⁶
3. synergie vzniká jako dodatečná hodnota vytvořená kombinací dvou firem. Na tomto místě musíme upozornit na fakt, že při analýze synergií nemůžeme opomenout také důsledky spojení hodnotu snižující (kanibalizační efekty v tržbách, vyplacené odstupné nadbytečným zaměstnancům, náklady na integraci informačních systémů, dodatečné náklady finančního kontroingu ap.). Celkové synergie tak mohou nabývat kladných i záporných hodnot. Celkové saldo však předpokládáme pro účely tohoto textu nezáporné, jelikož v případě existence pouze významných záporných synergií by zřejmě celá transakce postrádala smysl. Synergiím se budeme více věnovat v dalších subkapitolách.

Poznámka: Rozdíl mezi kupní cenou akvizice a tržní kapitalizací *obchodovaných* společností před převzetím se označuje jako tzv. „akviziční prémie“ (někdy však také jako „kontrolní prémie“). Tato prémie se často vyčísluje v %.¹⁷ Akviziční prémie tak v případě konkrétní transakce představuje komponentu ceny stanovenou na základě výše uvedené analýzy hodnoty akvizice.

Synergie – teoretické základy

Z komponent hodnoty uvedených v předchozí subkapitole se budeme nadále zabývat tou nejčastěji v praxi diskutovanou – synergiemi. Podstatu synergií lze popsat následujícím jednoduchým vzorcem.

$$V_S = V_{A/B} - (V_A + V_B) \quad (1)$$

- kde
- V_S – hodnota synergií
 - $V_{A/B}$ – celková hodnota společností A a B po uskutečnění akvizice
 - V_A – hodnota samostatné společnosti A před akvizicí
 - V_B – hodnota samostatné společnosti B před akvizicí

Jak jsme již zmínili výše, jediným dostatečně robustním nástrojem k analýze a ocenění synergií je využití DCF metod. V duchu vzorce (1) potřebujeme sestavit *stand-alone* (samostatné) modely cílové společnosti a investora, respektive ocenění společností zohledňující všechny efekty spojení. Rozdílem obou ocenění získáme hodnotu synergií. Jaké jsou typické zdroje pozitivních efektů akvizice? A jak synergické efekty zachytit? Ke stručnému objasnění těchto otázek pomůže následující klasifikace.

¹⁶ V rámci možností daných příslušnou legislativou. Na úrovni společnosti samotné se tak může jednat o podmínku dostatečné výše vlastního kapitálu či vyhovění testu insolvence. Na úrovni vlastníků je nutno mít dostatečný podíl hlasů ke schválení distribuce zisku. Tento podíl může být dán jak smlouvou mezi vlastníky, tak příslušným legislativním rámcem každé země.

¹⁷ McKinsey & Co. (2005) uvádějí, že průměrná akviziční prémie se pohybuje okolo 30% (a nazývají tuto prémii jako kontrolní).

Damodaran (2005) rozděluje synergie na provozní a finanční.

Provozní synergie obsahují zejména:

- a) úspory z rozsahu dosahované především při horizontální integraci a vyplývající např. z možnosti spojit administrativní aparáty,
- b) větší tržní sílu jako výsledek vyššího tržního podílu po uskutečnění strategické akvizice,
- c) kombinaci rozdílných silných stránek jako např. kvalitní distribuční síť jedné firmy a nadějný produkt společnosti druhé,
- d) vyšší tempo růstu, jelikož akvizice zpravidla umožní navýšení tržeb skokově bez nutnosti organického růstu.

Finanční synergie jsou pak umožněny:

- a) kombinací firmy s přebytkem volných peněžních prostředků a nedostatkem vhodných investičních příležitostí s cílovou společností v opačné pozici,
- b) zvýšenou dluhovou kapacitou spojenou s větší stabilitou hospodářského výsledku (cash-flow),
- c) daňovými úsporami umožněnými legislativou zejména včetně uplatnění kumulované daňové ztráty,¹⁸
- d) diversifikace v případě neobchodovaných společností.¹⁹

Při sestavování valuace se výše uvedené synergie mohou projevit následujícími transmisními kanály:

1. přírůstek absolutního zisku pramenící z dodatečného zvýšení výnosů či poklesu nákladů: Odhad úspory nákladů představuje teoreticky nejjednodušší část finančního modelování. Pokud je již v době akvizice zpracováván kvalitní plán úsporných opatření a jejich implementace nastane bezprostředně po převzetí, zvyšuje to jistě šanci na úspěch. Dalším kanálem úspory nákladů může být snížení daňové kvóty spojených firem.

U odhadu dodatečných výnosů se pak strategické / obchodní oddělení musí pokusit o modelování často velmi komplexních procesů. Jejich přírůstek je u strategických akvizic často přisuzován efektům tzv. „cross-sellingu / up-sellingu“²⁰ či získání nových odbytišť.

2. dodatečná délka či magnituda růstu: Tato kategorie synergického potenciálu s sebou nese větší komplikace, neboť se prosazuje více způsoby. Společnost po spojení může zvýšit

¹⁸ V ČR je možnost odpočtu historických ztrát (částečně) omezena – test zachování předmětu podnikání při transakci přesahující 25% podíl. Potenciální nezasloužená redistribuce zisků mezi zeměmi s jinou mírou daní ze zisku korporací, respektive kapitálových zisků je dále regulována pravidly tzv. „transfer pricing“.

¹⁹ Dle Damodaran (2005) je diversifikace většinou považována za „pochybný“ důvod k akvizici. Ke zvýšení hodnoty může spíše přispět diversifikace geografická než oborů podnikání.

²⁰ V kostce možnost nabídnout stejnému klientovi, u kterého je vybudován vztah, další statky.

Return on Invested Capital (ROIC) u nových projektů, uskutečňovat více investic nebo disponovat větší tržní silou vůči svým konkurentům, dodavatelům i odběratelům.

3. nižší potřebné investice do dlouhodobého majetku: V případě kombinace firmy s převisem poptávky a společnosti s nevyužitými kapacitami může v součtu dojít k výhodnější situaci, než by generovalo pořízení dodatečných kapacit.
4. nižší nároky na úroveň čistého pracovního kapitálu: V případě vhodného doplnění dodavatelско-odběratelského řetězce může dojít v součtu za obě firmy ke snížení potřeby držby obrátkových aktiv.
5. nižší diskontní míra: Ke snížení diskontní míry přispívá možný větší podíl obecně levnějšího dluhového financování, snížení nákladů stávajícího dluhu či spíše teoreticky diversifikace u neobchodovaných společností. Teoreticky také dochází ke snížení specifické přírážky v diskontní míře s tím, jak společnost roste a snižuje se její rizikovost prostřednictvím rozšíření zákaznické / dodavatelské báze či dosazením širšího nezávislého managementu.²¹

Pro správné zohlednění synergií hraje klíčovou roli také realistická volba jejich načasování. Uspory nákladů mohou být realizovány poměrně brzo po akvizici, možné zvýšení výnosů si ale pravděpodobně vyžádá implementační zpoždění. U tvorby předpokladů ocenění také musíme mít na paměti, že vyšší růst a skokově zvýšená marže budou vyvolávat v rámci odvětví reakci konkurence a v dlouhém období se všechna pozitivní zlepšení mohou zcela vyčerpat. Nezbyvá tedy než postupovat velmi opatrně, a to především ve spojitosti s odhadem terminální hodnoty.

Poslední teoretickou úvahou o synergiích se dotkneme otázky, jak by se tyto měly „spravedlivě“ rozdělit mezi prodávajícího a kupujícího. Základním principem je, že za synergie realizovatelné každým potenciálním investorem²² bude pravděpodobně kupující platit, zatímco kladné efekty sloučení vyplývající z jedinečných charakteristik kupujícího placeny nebudou. Tolik teorie. V praxi se často prodávající pokusí zorganizovat otevřený prodejní proces a potenciální investoři si pod vlivem konkurenčního tlaku spíše ukrojí i ze „svého“ podílu na synergiích.

Dopady akvizic na hodnotu, synergie – praktické zkušenosti

Po teoretickém úvodu si přiblížíme také praktické souvislosti a empirický výzkum související s akvizičními synergiemi. Co může narušit realizovatelnost plánovaných synergií po uskutečnění převzetí? Každá akvizice s sebou nese potřebu vytvoření propracované a správně komunikované strategie. Pokud tento dokument nemá dostatečnou důvěryhodnost, hrozí negativní reakce kteréhokoliv ze „stakeholders“ (zejména vlastníci stojící mimo rozhodnutí o strategickém spojení, zaměstnanci, banky) a mohou vyvstat neočekávané náklady akvizice. Další problémy ředící pozitivní dopady kladných synergií zahrnují také *neočekávané* výdaje spojené s provozní implementací (především integrací informačních systémů, na

²¹ Tento efekt odpovídá typické zjednodušené kalkulaci PE fondu, kdy je při prodeji firmy uvažován stejný násobek („exit multiple“) jako při akvizici („entry multiple“). V čase se zřejmě omezuje růstový potenciál firmy (nižší očekávané „g“), ale větší firma vykazuje nižší rizikovost (nižší „WACC“).

²² Takovouto „synergií“ může být například odstranění nákladů vyvolaných osobní spotřebou bývalého majitele hrazených cílovou společností.

finanční řízení či obecně v oblasti „compliance“) nebo komplikace s těžce kvantitativně uchopitelným, ale naprosto klíčovým úspěšným spojením podnikových kultur.

Výběr z odborné literatury

McKinsey (2005) na základě empirických studií dalších autorů týkajících se USA, tj. teritoria s rozvinutým kapitálovým trhem, konstatují, že typická akvizice vytváří většinou hodnotu pro prodávající. Prémie k tržní ceně akcie před převzetím se v průměru pohybuje kolem 30 %. U kupujícího však vliv není zdaleka jednoznačný, jelikož v průměru cena akcie po akvizici poklesne o 1 – 3 %. Autoři na základě vlastního výzkumu (US, Evropa; 1996 – 98) zjišťují, že výkonnost akcií akvizitéra se ve velmi krátkém období 10 dní po akvizici zhoršila v 50 % zkoumaných případů. Ve středním období 3 let je výkonnost oproti konkurentům horší o ca. 5 %.

Damodaran (2005) – shrnuje empirické výsledky ze studií jiných autorů následovně:

- hodnota kombinované společnosti nerostla při většině zkoumaných akvizic, přičemž průměr nárůstu hodnoty v příznivých případech je ca. 7,5% [US data, 1963-84, 234 firem - *Bradley, Desai a Kim*];
- 28 z 58 zkoumaných akvizic nesplnily ani jedno z kritérií: a) byl výnos z akvizice vyšší než WACC, b) pomohla akvizice kupujícímu překonat výkonnost konkurence [US data, 1972-83, 58 akvizic – *McKinsey*];
- 60 % transakcí nedosáhlo výnosnosti na úrovni WACC a jen 23 % akvizic dosáhlo dodatečný výnos [US a UK data, 1990, 115 fúzí – *McKinsey*];
- 17 % akvizic vytvořilo hodnotu, 30 % mělo neutrální výsledek a 53 % vedlo ke snížení hodnoty [celosvětově největší obchody, 1996-98, 700 transakcí – *KPMG*];
- nižší úspěšnost přeshraničních akvizic při tvorbě hodnoty [US data, 1985-95, 4 430 akvizic - *Moeller and Schlingemann*];
- 20,2% zkoumaných akvizic z let 1982-86 bylo reversováno do roku 1988 [US data, 1982-88, *Mitchell and Lehn*];
- v delším období 10 a více let je díky špatné výkonnosti / přepřeceně ceně reversováno téměř 50 % akvizičních projektů [založeno mimo jiné na *Kaplan and Weisbach*].

Diepa a Anhb (2020) využívají data o vietnamských malých a středních podnicích v letech 2014 – 2018. Při porovnání vybraných finančních poměrů před a po akvizici zjišťují, že tyto průřezově zůstávají nezměněny.

Feldman a Hernandez (2021) rozšiřují koncept zdroje synergií vycházející pouze z lepší tržní síly či ekonomiky vlastního provozu o pozitivní vlivy na okolí podniku. Autoři zdůrazňují roli (i) nového formátu vztahu s jednotlivými smluvními partnery (např. přechod na nové smluvní podmínky či kontraktní IT systémy), (ii) restrukturalizace externích sítí kontaktů (např. zapojení do společných projektů výzkumu a vývoje) a (iii) vylepšení pozice ve vztahu s neziskovými subjekty zájmu (např. akvizice obchodně ne příliš zajímavé firmy, která je ovšem populární díky své propracované ESG agendě). Dle autora tohoto příspěvku se tyto kanály

synergií nakonec opět projeví prostřednictvím zlepšeného cash flow, nicméně *ex ante* plánování jejich finančního vlivu je ještě větší alchymii než u synergií v položce dodatečných tržeb.

Golubov, Petmezas a Travlos (2012) poskytují shrnutí empirické literatury a zdůrazňují následující zjištění:

V okamžiku zveřejnění akvizičního obchodu:

- prodávající získávají abnormální kladné výnosy („abnormal return“ – dodatečný zhodnocení oproti modelově očekávané ceně akcie);
- kupující u obchodovaných firem často realizují záporný či žádný výnos, což ovšem záleží na velikosti placené akviziční prémie, která je nižší mimo rozvinuté trhy (US, UK a Kanada);
- cena spojeného podniku realizuje nadprůměrný výnos;
- empirické studie trpí následujícími nedostatky (mimo potenciálně neefektivní akciový trh): a) oznámení transakce je trhem již očekáváno a součástí tržní ceny jsou spekulativní termínované obchody spojené s tímto faktem, b) existují jiné faktory ovlivňující cenu akcie, než efekt spojení.

Z hlediska středního a dlouhého období:

- kupující reportují abnormální záporné výnosy rok po oznámení;
- kupující po dobu následujících 3-5 let ztrácí ve výkonnosti ceny svých akcií o zhruba 10 %;
- vztah mezi výnosy a formou platby kupní ceny (peníze vs. akcie) je nejasný;
- výsledek empirických studií ohledně ceny akcií je ovlivněn fází hospodářského cyklu a velikostí firem vybraných do statistického vzorku;
- nejsou jednoznačné závěry ohledně zlepšení či zhoršení výkonnosti (EVA, cash flow či rentabilita) spojeného business.

Gupta, Raman a Tripathy (2021) zkoumají na vzorku 64 indických firem (data 2015-2020) významnost souvisejícího oboru podnikání a konstatují, že spojení firem v příbuzných oborech vykazuje lepší výsledky pro akcionáře.

Holtström a Anderson (2020) se na základě případových studií třech akvizic metodou dotazníků členů managementu snaží zachytit hodnotu akvizic promítající se do obchodních sítí („business networks“), tj. věnují se konceptům nad rámec pouhého přímého finančního dopadu. Studie podporuje pozici, že „nehmotné“ vztahy se zákazníky i dodavateli hrají důležitou roli při realizaci synergií.

Jiang (2019) posuzuje horizontální spojení v letech 1995-2005. Statistická analýza ukazuje, že akciový trh v USA reaguje zhruba týden před oznámením akvizice. Tyto podnikové kombinace zvyšují akcionářské bohatství v krátkém období, přičemž ale vedou k úbytku akcionářské hodnoty při oznámení transakce.

Moreira a Janda (2017) v části obecného úvodu autoři uvádějí následující východiska: (i) Je všeobecně uznáváno, že 60 – 80 % akvizičních projektů nepřispívá k růstu celkové hodnoty akcionářů; (ii) Literatura na toto téma je v Evropě poměrně vzácná a výsledky některých studií reportují pozitivní vliv na provozní výkonnost, zatímco jiných negativní dopady. Autoři vychází transakčních dat pro 8 zemí střední a východní Evropy, přičemž jsou schopni posoudit dopady na Earnings per Share (EPS) pouze u 12 obchodů. Dále se zabývají případovou studií AVAST - AVG. Na základě své analýzy konstatují, že metrika EPS není dostatečná pro posouzení dopadů a doporučují před vyvozením závěrů provedení extenzivní due diligence.

Dílčí závěry

Výše shrnuté empirické výzkumy nenabízejí zcela jednoznačné závěry, nicméně z nich lze vyvodit několik základních poznatků (pro obchodované společnosti):

- prodávající (vlastník akcií cílové společnosti) na transakci zpravidla vydělá,
- vliv na straně kupujícího (hodnota akcií akvizitora) není jednoznačný,
- relativně vysoké procento akvizičních projektů je reversováno, což může souviset také s problémy při integraci / nenaplněním plánovaných synergií.

Uvedené empirické studie na bázi burzovních cen akcií jsou dle autora tohoto příspěvku z podstaty potenciálně náchylné vůči těmto vlivům:

- akciový trh je (minimálně lokálně) neefektivní,
- výběr vzorku,
- oznámení transakce je trhem již očekáváno a tržní cena akcie je ovlivněna spekulativními termínovanými obchody spojenými s tímto faktem,
- existují jiné významné faktory než efekt spojení ovlivňující cenu akcie,
- nejsme schopni porovnat, jak by se hospodaření obou firem vyvíjelo ve středním a dlouhém horizontu bez akvizice. Toto téma je obzvláště důležité u akvizic, jejichž primárním motivem je „obrana“ před zánikem dobré konkurenční pozice.

Jaké charakteristiky zvyšují pravděpodobnost vstoupit do klubu úspěšných akvizitérů? Větší šance na zvýšení hodnoty pro akcionáře investorské společnosti nastávají za následujících podmínek - založeno převážně na Damodaran (2005), McKinsey (2005) a dalších zde citovaných studiích:

- cílová společnost není obchodována na burze,
- kupující má možnost nabýt cílovou společnost mimo otevřený kompetitivní tendr,
- jedná se o přátelské převzetí,
- akvizici uskutečňuje silná společnost (relativně ke společnosti cílové),
- investor disponuje M&A zkušenostmi,
- primární synergií akvizice je úspora nákladů,
- již v průběhu akvizice je sestaven realistický integrační plán.

Závěr

V tomto článku pojednávám o motivech a determinantech trhu fúzí a akvizic, respektive významu valuací při M&A transakcích v kontextu typického dvoukolového procesu prodeje firmy. Prodávající i kupující se při oceňování setkávají s teoretickými i praktičtějšími problémy, jejichž základní řešení shrnuje Tabulka 2.

Tab. 2: Ocenění při M&A transakcích – shrnutí doporučení autora

	prodávající	kupující
Hledaná kategorie hodnoty	tržní (nastavení očekávání, hranice hodnoty) subjektivní (marketing a vyjednávání)	investiční - subjektivní
konstrukce hodnoty	„stand alone - status quo“	„stand alone - status quo“ +/- kontrolní prémie +/- hodnota synergií (efektů spojení)
časování zpracování valuace	před podáním nezávazných nabídek	i) prvotní ocenění k datu podání nezávazných nabídek ii) zpřesněné ocenění k datu podání závazných nabídek
metody ocenění (význam a použití)	výnosové (specifika firmy) tržní srovnání (představa o investorském „apetitu“) majetkové (majetek mimo hlavní činnost, minimální hranice hodnoty)	výnosové (specifika firmy, synergie) tržní srovnání (fáze nezávazné nabídky, ověření výnosového modelu) majetkové (zejména v situaci zakoupení kapacit)
zdroj informací	i) volně dostupné informace ii) vlastní cílová společnost	i) volně dostupné informace ii) informační balíček iii) due diligence
technické požadavky	model společnosti na prodej	model cílové společnosti + model akvizitéra + model spojené společnosti
teoretický význam	minimální cena prodávajícího podpora při vyjednávání	maximální cena kupujícího podpora při vyjednávání

V průběhu akvizičního procesu tvoří pro investora specifické výzvy odhad hodnoty potenciálních synergií (které mohou ospravedlnit vysokou placenou akviziční cenu), tlak kompetitivního prodejního procesu na podmínky transakce, nedostatek lidských zdrojů při řízení M&A procesu či obecně informační asymetrie. Po dokončení akvizice se hlavním tématem stává oblast úspěšné integrace, respektive realizace pozitivních plánovaných synergií, což je opět podmíněno zejména kvalitním plánováním a dostatkem projektových zdrojů.

Literatura

- [1] Ali-Yrkkö J. (2002) [on-line]: *Mergers and Acquisitions - Reasons and Results*; Discussion Paper no. 792, The Research Institute of the Finnish Economy, <https://www.etla.fi/wp-content/uploads/2012/09/dp792.pdf>.
- [2] Allen & Overy a další (2022): *Rekordní rok fúzí a akvizic*, Ekonom 06, 2022. str. 24.
- [3] Brealey R.A., Myers S.C. (2003): *Principles of Corporate Finance*, 7th edition, McGraw-Hill, ISBN-10. 0070529086.
- [4] CMS (2022) [on-line]: *CMS / EMIS Emerging Europe M&A Report*, 2021/22, <https://cms.law/en/int/publication/emerging-europe-m-a-report-2021-2022>.
- [5] Damodaran A. (2005) [on-line]: *The Value of Synergy*, Stern School of Business, říjen 2005, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/synergy.pdf>.
- [6] DePamphilis D. (2005): *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*, Los Angeles, Elsevier Academic Press, 2005, ISBN 0123694035.
- [7] Diepa B.H., Anhb T.T. (2020) [on-line]: *Synergies in merger & acquisition: A case study of SMEs in Vietnam*, 2020, https://www.researchgate.net/publication/342156996_Synergies_in_merger_acquisition_A_case_study_of_SMEs_in_Vietnam.
- [8] Feldman E.R., Hernandez E. (2021) [on-line]: *Synergy in Mergers and Acquisitions: Typology, Lifecycles, and Value*, 2021, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3816956.
- [9] Golubov A., Petmezas D., Travlos N.G. (2012) [on-line]: *Empirical mergers and acquisitions research: A review of methods, evidence and managerial implications*, 2012, <https://www.uel.edu.vn/Resources/Docs/SubDomain/cefr/Empirical%20MA%20handbook.pdf>.
- [10] Gupta I., Raman T.V., Tripathy N. (2021) [on-line]: *CREATING VALUE THROUGH RELATED AND UNRELATED MERGER AND ACQUISITION: EMPIRICAL EVIDENCE*, 2021, <https://virtusinterpress.org/IMG/pdf/cocv18i4art5.pdf>.
- [11] Holtström J., Anderson H. (2020) [on-line]: *Exploring and extending the synergy concept – a study of three acquisitions*, 2020, <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/JBIM-09-2020-0420/full/html>.
- [12] Hruboň L. (2014b): *Násobek EV / EBITDA: význam, analýza fundamentálních faktorů*, Oceňování, číslo 3/2014, ISSN 1803-0785.
- [13] Jiang J. (2019) [on-line]: *An Empirical Study on M&A Performance: Evidence from Horizontal Mergers and Acquisitions in the United States*, 2019, <https://www.scirp.org/journal/paperinformation.aspx?paperid=92043>.
- [14] Jindra M. (2004): *Analýza akvizičních synergií pro oceňování podniků*, Metodické problémy oceňování podniků, 2004, str. 122 - 131.

- [15] Kopeček S. (2004): *Úrovně hodnoty - oceňovací diskonty a prémie*, Metodické problémy oceňování podniků, 2004, str. 164 - 168.
- [16] Moreira D., Janda K. (2017) [on-line]: *Synergy in Central and Eastern European Transition Economies with the Case of Avast - AVG Acquisition*, 2017, University of Economics, Prague, <https://efaj.vse.cz/pdfs/efa/2017/03/11.pdf>.
- [17] Mařík M. a kol. (2011): *Metody oceňování podniku pro pokročilé*, 1. vydání. Praha, Ekopress, 2011, ISBN 9788087865422.
- [18] Mařík M. aj. (2007): *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*, 2. vydání. Praha, Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-32-3.
- [19] McKinsey & Company (2005): *Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies*. New Jersey, John Wiley & Sons, Inc., 2005, ISBN-13: 978-0471702191.
- [20] Pastor L., Stambaugh R.F. (2001) [on-line]: *The Equity Premium and Structural Breaks*. Journal of Financial Economics, 2001, č. 56, str. 1207 – 1239, https://repository.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1138&context=fnce_papers.
- [21] Şaban Ç. (2012) [on-line]: *Theoretical and Empirical Review of Asset Pricing Models: A Structural Synthesis*, International Journal of Economics and Financial Issues, Vol. 2, No. 2, 2012, str.141-178; <https://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/download/111/pdf>.

M&A transakce: Úvod, role ocenění

Lukáš Hruboň

ABSTRAKT

Příspěvek pojednává o motivech a determinantech trhu fúzí a akvizic, respektive významu valuací při M&A transakcích v kontextu typického dvoukolového procesu prodeje firmy. Autor se domnívá, že prodávající i kupující sestavují ocenění společnosti především s cílem získat hraniční hodnoty a podklady pro další cenová vyjednávání. Empirické studie ukazují, že investor nejčastěji přeplatí akviziční cenu při: (i) přehnaném očekávání ohledně kladných synergií, (ii) kompetitivním prodejním procesu / u firmy aktivně obchodované na burze, (iii) nedostatku plánování, respektive kvalifikovaných lidských zdrojů jak při akvizičních projektech, tak při následné integraci.

Klíčová slova: Ocenění podniku; Fúze a akvizice; Synergie; Kontrolní prémie.

M&A transactions: Introduction, role of valuation

ABSTRACT

This article elaborates on motives and determinants of the M&A market and application of valuation techniques in context a standard two-round M&A process, respectively. The author argues that both a seller and a buyer use valuation exercise namely to determine minimum and maximum acceptable price and to support price negotiations. Empirical studies show that an investor usually overpays in situations of: (i) unreasonably inflated expectations on positive synergies, (ii) competitive M&A process / target company actively traded in stock exchange and (iii) lack of planning and qualified human resources both during an acquisition project and a subsequent integration phase.

Key words: Company valuation; Mergers & acquisition; Synergies; Control premium.

JEL classification: G30, G34