

M&A TRANSAKCE: MECHANISMY PŘEKLENUTÍ ROZDÍLNÉHO OCENĚNÍ KUPUJÍCÍHO A PRODÁVAJÍCÍHO

Lukáš Hruboň*

Úvod

V souvislosti se současnou zvýšenou mírou ekonomických nejistot dochází při akvizičních transakcích nezdědka k významným nesouladům mezi náhledem prodávajícího a kupujícího na výnosovou hodnotu firmy. Mimo čistě subjektivních faktorů jako například „citový vztah“ prodávajícího k podniku vstupují do hry následující okolnosti:

- firma¹ typu „start-up“ se nachází ve fázi rapidního růstu, přičemž není mezi stranami soulad ohledně jeho budoucí magnitudy a/nebo délky expanzivního období;
- v důsledku využití pouze „bottom-up“ přístupu finanční plán prodávajícího obsahuje nerealisticky rostoucí marži či podhodnocené investice;
- společnost je potenciálně ovlivněna exogenními šoky (např. pandemie Covid-19, volatilní ceny globálně kótovaných primárních vstupů, geopolitická situace);
- úroveň specifických rizik firmy / projektu je vnímána protistranami zcela odlišně.

V následujícím textu popíšu možné přístupy k překlenutí vzniklého valuačního rozdílu a budu diskutovat praktické aspekty aplikace jednotlivých metod z hlediska konzistence s výnosovými metodami ocenění podniku. Cíle článku jsou následující: (i) představení uceleného teoretického rámce; (ii) návrh možného postupu pro variantu „Earn-out“ (tj. výplata části kupní ceny je odložena v čase), (iii) demonstrace modelového postupu na hypotetickém příkladu. Finanční odborník by pak vždy měl mít na paměti, že *teoretické principy jsou dále v praxi i dosti výrazně přizpůsobovány průběhu konkrétního akvizičního vyjednávání.*

Předmětem zkoumání bude situace, kdy všechny prostředky pro vyjasnění rozdílného pohledu na ocenění byly vyčerpány v důsledku:

- a) přetrvávajících argumentačních neshod: a to i po zvážení alternativních akvizičních struktur (viz poslední kapitola tohoto článku) a metod ocenění včetně metody majetkové,
- b) inherentně nejistého budoucího vývoje: některé skutečnosti s vlivem na firmu nelze k datu uzavření akviziční transakce v plné šíři očekávat ani ovlivnit,
- c) časových omezení: do uzavření akviziční transakce není možné některé, byť známé a definovatelné, kroky technicky zrealizovat.²

* Ing. Lukáš Hruboň, Ph.D., FCCA, znalec ve specializaci Oceňování podniků, 15 let praxe v M&A

1 Pojmem „firma“ zde sémanticky rozumíme společnost, podnik či obchodní závod. Nejedná se tak o název podniku, čili „obchodní firmu“.

2 Obvykle je možno uzavření transakce podmínit splněním definovaných kroků včetně a) ukončení či znovuvyjednání smluv v oblasti provozu / financování, respektive b) realizace smluvených kroků v oblasti lidských zdrojů / obchodní politiky. Tzv. conditions precedent.

Východiska

Základní mechanismy, obecné výhody a nevýhody

Základními variantami překlenutí odlišného vnímání hodnoty cílové společnosti kupujícím a prodávajícím jsou:

- (i) odložení platby části kupní ceny v čase v návaznosti na budoucí (ne)finanční výsledky („Earn-out“),³ respektive
- (ii) postupné nabývání 100% vlastnického podílu („Phased / staged acquisitions“).

Ke *strategickým (taktickým)* úpravám celkové realizované kupní ceny transakce dochází po dobu smlouveného časového horizontu, kdy jsou k dispozici oproti okamžiku podpisu akviziční smlouvy dodatečná data a informace. Poznámka: Těmito mechanismy není myšlena dodatečná úprava kupní ceny *operativního* rázu na základě potvrzení očekávané rozvahové pozice k datu uzavření transakce v návaznosti na dokončení účetní uzávěrky / intervenci statutárního auditora.

Obecně se oba přístupy detailně popsané v dalším textu vyznačují následujícími hlavními výhodami a nevýhodami:

- (+) Mechanismus zvyšuje šanci na uzavření transakce typu nákup / prodej firmy.
- (+) Kupující uvolňuje prostředky postupně, jak se mění hodnota firmy v čase.
- (+) V případě zapojení prodávajícího do chodu firmy po uzavření transakce zvyšuje jeho motivaci.
- (–) Riziko sporů ohledně kvantifikace budoucích podkladových finančních veličin.
- (–) Riziko sporů ohledně odchylky průběhu strategické spolupráce mezi prodávajícím a kupujícím od smlouveného či očekávaného koncepčního rámce.

Vhodnost a reálnost aplikace zmíněných mechanismů (i) a (ii) je dále nutno kriticky posoudit v kontextu níže uvedených parametrů výchozí situace.

Časový horizont

V okamžiku podpisu akviziční smlouvy (tzv. Share Purchase Agreement – „SPA“) jsou další kroky ohledně (i) následné úpravy celkové kupní ceny či (ii) postupných změn vlastnických podílů stanoveny zpravidla na období 1 – 5 let, přičemž milníky pro vyhodnocení mohou být stanoveny na bázi kvartálních, ročních i delších časových úseků.⁴ Jeden rok zpravidla představuje minimum, aby se zmíněné struktury vůbec vyplatilo aplikovat. Pětiletý horizont souvisí s obvyklou délkou finančního plánu prodávajícího. Subjektivní faktory jako preference, věk či zdravotní stav prodávajícího pak mohou vyvolat tlak na využití kratšího horizontu či aplikaci takových mechanismů vylučovat zcela – tento bod souvisí s následující subkapitolou. Objektivním faktorem konkrétního

3 Např. DePamphilis (2005) uvádí, že odložené platby kupní ceny / earn-outs se týkají zhruba 2.5 % britských transakcí. CMS (2020) reportují takové schéma u 21 % transakcí v 2019. Pro Českou republiku Allen & Overy (2022) zmiňují podíl 20 %.

4 V krajním případě se může jednat i o strukturu typu „bullet“ s jednorázovým vypořádáním na konci horizontu.

designu struktury může být také existence časových testů pro osvobození od daně při prodeji podílů fyzickou osobou.⁵

Vliv prodávajícího na společnost po dobu „překlenovacího“ časového horizontu

Jedním z důležitých parametrů, který ovlivňuje vhodnost využití výše uvedených postupů (i) a (ii), je aktuální role prodávajícího před uskutečněním akviziční transakce a především pak očekávaná role po jejím uzavření.

Pro investora, a pro čistě finančního toto platí dvojnásob, je ze strategického hlediska významná budoucí spolupráce s klíčovými osobami ve firmě. Tou v českých realitách malých a středních podniků bývá často sám vlastník, tj. prodávající. Druhou možností je existence na vlastníkově nezávislého managementu. Z hlediska vhodnosti přístupu (i) či (ii) je podstatné, zda osoba přijímající participační cenové schéma bude mít po dobu stanoveného horizontu reálný vliv na strategii, respektive operativu firmy.

Pokud prodávající nemá ani před uzavřením transakce na procesy a dění ve společnosti velký vliv (pasivní vlastník), ale přesto preferuje participaci na budoucím vývoji firmy, je nutno instalovat do smlouvy několik základních principů. Například je třeba pracovat s předpokladem, že kupující bude jednat po dobu smlouveného časového rámce ve všech aspektech ve vztahu ke společnosti dle nejlepšího vědomí a svědomí („nesnižovat uměle její hodnotu“). Dalším krokem může být implementace pozitivních kovenantů ve formě přístupu k reportingu ve smlouveném formátu, respektive negativních kovenantů ve smyslu omezení výše investic či udržování určitého horizontálního / vertikálního poměru na výsledovce. V případě značných obav ohledně deformace budoucích účetních výkazů firmy novým vlastníkem lze uvažovat o „zavěšení“ variabilní komponenty kupní ceny na vývoj oborového indexu. Značná informační asymetrie v případě pasivního vlastníka však může přispívat ke zvýšené pravděpodobnosti vzniku sporu.

Za teoreticky příznivější situace, kdy je prodávající ochoten působit aktivně v cílové společnosti po smlouvenou dobu, musí protistrany věnovat patřičnou pozornost dostatečné definici a zvažování konsekvencí budoucího:

- corporate governance uspořádání (např. prodávající jako statutární orgán, možnost prodávajícího blokovat některé kroky i bez příslušného vlastnického podílu),
- strategického koncepčního rámce spolupráce upravujícího zodpovědnosti v oblasti obchodu, lidských zdrojů a postup kroků integrace se skupinou kupujícího v případě strategického zájemce,
- postupu v případě vzniklých sporů.

Pro úplnost dodejme, že schémata (i) i (ii) se mohou mimo prodávajícího vztahovat formou „mimořádného bonusu“ také na další osoby se strategickou rolí včetně například:

- profesionálního managementu cílové společnosti,
- osob, které přispěly k uzavření akviziční transakce a budou zodpovědné za monitoring průběhu investice (často investiční manažeři v private equity).

⁵ V současnosti v ČR: obecně 3 roky pro akciovou společnost, obecně 5 let pro společnost s ručením omezeným. POZOR! Během roku 2023 je v rámci vládního „konsolidačního balíčku“ projednávána možnost změn v této legislativě.

Souvislosti s oceněním firmy

V minulém článku Hruboň (2022) jsem analyzoval metody ocenění využívané v každé fázi akvizičního procesu, respektive kategorie hodnoty uvažované prodávajícím a kupujícím. Na tomto místě výklad částečně rozšířím a zopakuji.

Hodnota vs. cena

Při poakvizičních vypořádáních přichází v úvahu následující informační zdroje / kategorie:

Hodnota firmy: stanovená na základě teoretického modelu či tržního srovnání,

Cena firmy: vycházející buďto z ceny akcie na likvidním trhu (burze) nebo (ne)závazné nabídky prezentované zájemcem o společnost.

Při aplikaci postupů (i) rozložení splátek celkové kupní ceny či (ii) postupných akvizic, kdy je vypořádání založeno na bázi *ceny*, musí proběhnout v budoucnu uvedení akcií na veřejnou burzu nebo sekundární privátní prodejní proces.

Ocenění firmy v kostce

Kupující stanovuje hodnotu / cenu firmy na základě následující *základní rovnice*.^{6, 7}

	<i>EV</i> hlavní činnost / stand-alone	Entity (brutto)
+/-	<i>kv</i> (x) kladné synergie / záporné synergie	
+/+	peněžní prostředky a jejich ekvivalenty ¹	
+/+	hodnota aktiv nevyužívaných pro hlavní činnost podniku	
-/-	úvěry, půjčky a jiné dluhy včetně naběhlých úroků	„Equity bridge“
-/-	položky quasi-dluhové povahy ²	
=	Equity value	Equity (netto)

kde

EV Enterprise Value = hodnota pro vlastníky a poskytovatele dluhu, tj. hodnota na úrovni „brutto“

kv koeficient zohlednění synergií kupujícím

Equity value hodnota vlastního kapitálu, tj. hodnota na úrovni „netto“

6 Na základě praxe autora je sice kupujícím většinou v rámci cenového vyjednávání navrhována korekce peněžních prostředků o odhad jejich provozně nutné části, nicméně takovou úpravu snižující celkovou placenou cenu se podaří prosadit jen v minimu případů. Zejména je kvantifikace provozně nutné hotovosti uznána kupujícím v případech „retail“ provozoven, kde je možno určit například průměrnou hodnotu hotovosti v pokladnách či prodejních automatech. Zde se dle názoru autora může odchylovat praxe skutečného trhu s podniky s teoretickými postupy.

7 Např. dle kontextu závazky z obchodního styku po splatnosti, saldo daně z příjmu právnických osob, některé typy rezerv, závazek z titulu leasingu, závazky vůči vlastníkům z titulu dividend, korekce na průměrný ČPK.

Pro určení *EV* je ve většině případů využito výnosových či tržních metod, v případě dlouhodobě ztrátové firmy lze uvažovat o majetkovém přístupu.

Investor se může rozhodnout s ohledem na dostatečnou atraktivitu své cenové nabídky sdílet část synergií s prodávajícím. Magnituda takového „ústupku“ formálně zachycuje koeficient *kv*.

Finanční determinanty hodnoty

V případě, že v průběhu stanoveného překlenovacího časového horizontu není k dispozici odečet tržní ceny firmy (tj. neproběhlo uvedení na burzu ani není v běhu sekundární prodejní proces), používají se pro určení změny hodnoty společnosti oproti očekáváním následující základní metriky:

Úroveň Entity (brutto)	Úroveň Equity (netto)
EBITDA, EBITDAR, EBIT	Čistý zisk
FCFF	FCFE
IRR z FCFF	IRR z FCFE

Poznámka:

EBITDAR = zisk před daněmi, úroky, odpisy a placenými nájmy

FCFF = volný peněžní tok do firmy – tok věřitelům i vlastníkům, FCFE = volný peněžní tok vlastníkům, IRR = vnitřní výnosové procento

Mimo finanční instituce jsou v praxi rozšířeny veličiny na úrovni Entity. To souvisí mimo jiné s faktem, že je nezřídka akvizice spojená se zapojením akvizičního dluhového financování vyjednaného kupujícím.⁸

U (tokových) finančních agregátů lze doporučit stanovení přesné definice včetně struktury úprav *reportovaných* veličin – o *upravené* EBITDA viz Hruboň (2017b). Úpravy *reportovaných* výsledků se zpravidla týkají následujících výnosů a nákladů (příjmů a výdajů): (1) jednorázových / neopakovaných, (2) nesouvisejících s hlavní činností podniku, **(3) vzniklých či zaniklých v důsledku samotné akviziční transakce**, (4) bez odpovídající substance či probíhající na cenové úrovni mimo trh.⁹ Úpravy hodnot ze statutárního účetnictví lze v poakviziční budoucnosti provést na základě skutečných dosažených nebo předem sjednaných hodnot často vyplývajících z oceňovacího modelu. „Mechanické“ korekce reportovaných veličin by neměly činit větší problém, což ovšem neplatí o položkách vyžadujících úsudek včetně typicky posouzení jednorázovosti položek.

8 Lokálně se dluhové akviziční financování vyjednané prodávajícím („staple financing“) využívá spíše zřídka.

9 Jedná se např. o prospektivní zavedení tzv. „management fees“ ve prospěch nové koncernové matky či odměny poradců.

Nefinanční determinanty hodnoty na úrovni provozní aktivity

Zvýšení kupní ceny či nabytí dodatečného podílu prodávajícím může být spojeno také s nefinančními milníky v životě společnosti. Mezi příklady takových mezníků náleží:

- uzavření nových zásadních klientských kontraktů,
- otevření nové pobočky v dané lokalitě / zemi,
- dokončení definovaných restrukturalizačních kroků,
- uznání patentu,
- oborové metriky jako počet zákazníků nebo fyzické jednotky.

Poznámka k ochraně kupujícího: Ve smlouvě o koupi podílu (tzv. Share Purchase Agreement – „SPA“) se kupující mimo standardního pokrytí historických předakvizičních rizik zárukami prodávajícího může také chránit proti nečekanému budoucímu vývoji doložkou o realizaci významné negativní události (tzv. Material Adverse Change – „MAC“). Sem spadají přímo definované jevy jako například ztráta klíčového klienta nebo jejich nepřímé vyjádření pomocí finančních veličin. Realizace MAC klauzule může vést ke snížení kupní ceny či dokonce k odstoupení od smlouvy samotné.

(i) Akvizice 100% podílů: odložení platby části kupní ceny („Earn-out“)

Mají-li protistrany jiný názor na hodnotu akvizičního cíle, nabízí se řešení v podobě odložení výplaty části kupní ceny transakce v čase, přičemž uvolnění odložené části bude odrážet aktuální budoucí vývoj. Zde autorem navržený postup bude pro větší názornost na konci této subkapitoly demonstrován na konkrétním komplexním příkladu.

Při stanovení mechanismu Earn-out stěžejní body pro finanční analytiku i vyjednavatele zahrnují zodpovězení následujících otázek.

Základní otázky

Jsou strany schopny vyvinout pro budoucí vypořádání (tj. ne pro finální ocenění) kompromisní finanční plán, nebo existuje pouze scénář prodávajícího („P“) a scénář kupujícího („K“)?

V praxi budou existovat při zachování podmínky „going concern“ typicky následující varianty ocenění:

Enterprise Value kupujícího $EV(K) <$ Enterprise value kompromisního plánu $EV(KP) <$ Enterprise Value prodávajícího $EV(P)$. Případně nebude existovat shoda na $EV(KP)$, a budou tedy k dispozici dva základní scénáře. To má implikace pro konstrukci mechanismu dodatečných vypořádání směrem dolů, respektive nahoru – viz dále.

Zohlední mechanismus kupní ceny pouze překročení / splnění sjednaných kritérií, či bude zachycovat i scénář nedosažení / nesplnění podmínek?

V případě kvantifikace kompromisního plánu, bude nejčastěji využita mechanika dodatečného vypořádání oběma směry oproti „kotevní“ $EV(KP)$. Za existence pouze scénářů každé z protistran vzniká otázka, ze kterého ocenění (prodávajícího, či kupujícího) vycházet? Autor se domnívá, že toto je zejména funkcí:

- (i) míry realizované informační asymetrie ohledně cílové společnosti, která má potenciál negativně ovlivnit pouze kupujícího;
- (ii) míry ambicióznosti a podloženosti plánu prodávajícího („vzdušné zámky“ / „jsem věčný optimista“ vs. plán podpořený tržní analýzou a jasnou argumentací pro vylepšení jednotlivých finančních metrik);

Na základě svých dlouholetých zkušeností z (i) typického průběhu procesu due diligence, respektive (ii) typického nastavení finančního plánu v marketingových materiálech prodávajícího; autor navrhuje vycházet z obecně konzervativnějšího ocenění kupujícího $EV(K)$ a umožnit úpravu ceny směrem nahoru.

Kolik bude činit úvodní platba vs. kolik odložené tranše?

- 1) Platba k datu uzavření transakce: Při existenci kompromisního plánu bude úvodní zaplacená částka vycházet z $EV(KP)$ korigované o hodnotu čisté hotovosti (+) / čistého dluhu (-). Pokud jsou k dispozici jen dvě „konkurenční“ ocenění (prodávajícího vs. kupujícího), měla by se první platba blížit equity value k datu akvizice odvozená z $EV(K)$. Tento pohled souvisí zejména s faktem, že kupující čelí oproti prodávajícímu informační asymetrii a zajišťuje si touto formou své transakční riziko. V dalším výkladu se budeme věnovat této druhé variantě.
- 2) Odložené budoucí platby: Při úvodní platbě odvozené z $EV(K)$ pro odložené tranše kupní ceny teoreticky zbývá rozdíl $EV(P)$ minus $EV(K)$. V případě překročení finančního plánu prodávajícího přichází v úvahu další navýšení celkové kupní ceny nad $EV(P)$. A naopak, při nedosažení cílových finančních veličin kupujícího může mechanismus dále stanovit i redukci ceny pod $EV(K)$.

Prostředky pro platbu odložené části kupní ceny mohou být k datu uzavření akviziční transakce deponovány na zvláštní vázaný účet („Escrow account“): a) kde jsou dle dohody prodávajícího a kupujícího dále investovány; b) ze kterého jsou dle znění SPA uvolňovány ve prospěch prodávajícího.

Bude konstrukce obsahovat také zadrženou část kupní ceny pro pokrytí určitých rizik?

Vzhledem k potenciální existenci některých významných rizik (například daňových, environmentálních či obchodních jako například vztah s jediným hlavním zákazníkem či odchod klíčového člena managementu) je možné uvažovat o zadržení části kupní ceny k výplatě při uzavření transakce o část odpovídající očekávanému finančnímu dopadu takových rizik. Pokud je téměř jisté, že riziko bude realizováno, je vhodné korigovat přímo kupní cenu prostřednictvím navýšení dluhové komponenty.

Takto zadržená částka („Hold-back“) je následně uvolňována v návaznosti na (ne)realizaci daných rizik. Příslušná rizika jsou pak definována ve smlouvě o koupi podílů („SPA“) prostřednictvím prohlášení a záruk prodávajícího (tzv. Representations & Warranties – „R&W“, respektive Warranties & Indemnities – „W&I“) či v klauzuli chránící kupujícího před tzv. významnou negativní okolností (tzv. Material Adverse Change – „MAC“).

Poznámka: Zadržená částka může být také uložena na vázaném účtu.

Jaký bude časový horizont uvolňování odložených splátek?

O časovém horizontu pojednává kapitola Východiska.

Která veličina bude kritériem pro budoucí vypořádání?

Jedná se nejčastěji o finanční kritéria v podobě EBITDA / FCFF nebo nefinanční milníky diskutované v kapitole Východiska.

Bude odložená část kupní ceny fixně dána pro daný stav budoucího světa („diskrétní“ přístup) či bude její výše podléhat variabilitě („spojitý“ přístup)?

Obecně lze konstatovat, že striktní stanovení mechanismu na bázi „buďto nula korun, nebo pevně stanovená částka“ dává smysl především u nefinančních kritériálních veličin. Vzhledem k možné manipulovatelnosti finančních ukazatelů lze z hlediska omezení rizika budoucích sporů doporučit aplikaci „spojitého“ přístupu.

Jaká bude váha jednotlivých budoucích období na celkové odložené platbě?

Již jsem nastínil, že pro odloženou část kupní ceny teoreticky připadá v úvahu rozdíl ve výši $EV(P)$ minus $EV(K)$. Principiálně by měly mít větší potenciál výplaty Earn-out období:

- kde se podkladová hodnototvorná veličina kupujícího a prodávajícího odchyluje nejvíce,
- která figurují ke konci finančního plánu, přičemž vstupují mechanicky do výpočtu terminální hodnoty.

► Příklad 1

Transakce má být uzavřena k ultimu 2022 (FY22).

Finanční plán prodávajícího, respektive kupujícího generuje následující hodnoty:

mil. Kč		FY 23	FY 24	FY 25	Σ
EBITDA – plán kupujícího	$EBITDA(K)_t$	20	25	30	75
EBITDA – plán prodávajícího	$EBITDA(P)_t$	20	30	40	90
$EBITDA(P)$ minus $EBITDA(K)$	$\Delta EBITDA_t$	0	5	10	15
$\Delta EBITDA_t / \Sigma(\Delta EBITDA_t)$		0.0 %	33.3 %	66.7 %	100.0 %

Poznámka: Δ = rozdíl mezi

Z hlediska finanční teorie nedává veliký smysl, aby na základě výsledku roku FY23 byl umožněn významný Earn-out. Většina EBITDA rozdílu pak vzniká v FY25, přičemž tento rok také vstupuje jako základna terminální hodnoty. Kupující navrhl respektovat rozložení Earn-out v čase dle tabulky výše.

Prodávající však argumentoval v rámci vyjednávání, že maximální výše Earn-out v letech FY23-24 ve výši 33.3% by jej patrně dostatečně nemotivovala při rozvoji společnosti ode „dne jedna“.

Po vyjednávání se nakonec smluvní strany dohodly, že částka alokovaná na Earn-out schéma v celkové výši $EV(P)$ minus $EV(K)$ bude rozložena v letech, FY23, 24 a 25 následovně: 10, 40 a 50%.

Jaký bude „vzorec“ mechanismu vypořádání?

První možnost: Statický¹⁰ „spojitý“ přístup

Odchylka od referenční veličiny směrem nahoru či dolů zvyšuje či snižuje kupní cenu v hodnotě diskontovaného volného toku do firmy *FCFF* souměrného s odchylkou sledované podkladové finanční veličiny.

► Příklad 2

Smluvní strany se dohodly, že na základě výsledků v druhém roce Earn-out horizontu bude kladná delta EBITDA nad referenční hodnotu odměněna navýšením ceny transakce

o $EO(A)_t = [EBITDA(A)_t \text{ minus } EBITDA(K)_2] \times [1 - d] / [(1 + WACC)^2]$, kde

$EBITDA(A)_t$ = skutečně dosažená EBITDA v roce t ,

$EO(A)_t$ = skutečně realizovaný Earn-out v roce t ,

d = efektivní daňová sazba EBITDA,

$WACC$ = průměrné vážené náklady kapitálu cílové společnosti.

Pozorný čtenář si jistě povšimne následujících sporných oblastí takového přístupu:

- Proč vůbec využít takový mechanismus, který volí pouze pohled jednoho období? Potažmo, i kdyby Earn-out byl pouze na bázi výsledků v jednom roce, proč se díváme pouze na EBITDA a nikoliv na součin EBITDA (x) multiplikátor EV / EBITDA?
- Jelikož bude příslušná částka uvolněna až v budoucnosti, kdy známe skutečný výsledek, proč ji diskontovat?

Tento přístup prezentuji zejména jako modelový vstupní bod do problematiky a tímto upozorňuji, že jeho využití dává smysl pouze jako *možný doplněk* k širšímu víceletému modelu představenému v následujícím výkladu. Pokud by se Earn-out mechanismus týkal pouze výsledků jednoho období, odchylka plánované a skutečné EBITDA posuzovaného fiskálního roku by se skutečně musela vynásobit při konverzi na *EV* bázi multiplikátorem EV / EBITDA dané M&A transakce.

Neméně zajímavá je také úvaha o vlivu diskontování hodnoty Earn-out, přičemž částka je uvolňována až v budoucnu, kdy je nejistota eliminována. Tato premisa, *od které je však možno se při akvizičním vyjednávání odchýlit*, se pojí dle autora s následujícími argumenty:

- Část diskontní míry nesouvisí s rizikovostí daného projektu, ale pouze s časovou hodnotou peněz (odloženou spotřebou / bazickou sazbou v ekonomice¹¹);
- Peníze pro výplatu Earn-out jsou nezřídkou uloženy na tzv. vázaném účtu (“Escrow account”), kde jsou dále zhodnocovány a tento výnos se dělí dle stanovených pravidel mezi kupujícího a prodávajícího;
- Z praktického hlediska je zpravidla požadováno již v *k datu podpisu SPA* “zafixovat” přísluš-

10 Tj. bere v potaz pouze hodnototvornou veličinu (zde EBITDA) v jednom fiskálním roce.

11 Bazická úroková míra je v některých částech ekonomického / měnově-politického cyklu (jako například v roce 2023 v České republice / CZK) mnohem vyšší než typické rizikové přírážky.

nou *Enterprise Value*. Kupující většinou při schválení investice musí prezentovat celkový investiční rozpočet v současných cenách. Obdobně je také většinou hodnota základní *EV* i hodnota doplatku vtělena přímo do znění akviziční smlouvy. Nejpřehlednějším přístupem k určení těchto hodnot je využití tradičních metod ocenění podniku včetně diskontování.

Tyto argumenty lze analogicky použít při diskusi dynamické varianty níže.

Druhá možnost: Dynamický „spojitý“ přístup

Ve variantě, kdy úvodní platba vychází z $EV(K)$, lze pro „spojitý“ přírůstek hodnoty využít například následující postup umožňující zohlednit nesoulad v ocenění protistran:¹²

Možný postup stanovení Earn-out schématu	
1.	Stanovení hodnototvorné veličiny (nejčastěji EBITDA, FCFF)
2.	Stanovení výše platby k datu uzavření transakce na úrovni: $EV(K)$ (+ / -) čistá hotovost / čistý dluh
3.	Stanovení výše potenciálu pro odložené platby EO ve výši: $EV(P)$ (-) $EV(K)$
4.	Určení délky Earn-out horizontu v letech (T)
5.	Určení podílu potenciálu pro odložené platby v jednotlivých letech (1,2, ..., T) EO = částka Earn-out v CZK (a) Celkový potenciál EO je rozdělen rovnoměrně: $EO_t = EO / T$ (b) Celkový potenciál EO je alokován s přihlédnutím k odchylce hodnototvorné veličiny ¹³ v jednotlivých letech následovně: $X_t = [EBITDA(P)_t - EBITDA(K)] / \text{SUMA } (i=1 > t) [EBITDA(P)_i - EBITDA(K)]^{14}$ $EO_t = X_t \times EO$
6.	Určení vzorce stanovujícího výplatu kupní ceny Autor nabízí jako variantu následující postup: $EBITDA(A)_t$ = skutečně dosažená EBITDA v období t $EO(A)_t$ = skutečně realizovaný Earn-out v období t $EBITDA(A)_t < EBITDA(K)_t \quad \gggg$ $EO(A)_t$ = nula či záporný $EBITDA(K)_t \leq EBITDA(A)_t \leq EBITDA(P)_t \quad \gggg$ $EO(A)_t = EO_t \times [EBITDA(A)_t - EBITDA(K)_t] / [EBITDA(P)_t - EBITDA(K)_t]$ $EBITDA(A)_t > EBITDA(P)_t \quad \gggg$ $EO(A)_t = EO_t \times [1 + (EBITDA(A)_t - EBITDA(P)_t) / EBITDA(P)_t]$

¹² Za spolupráci při vyvinutí tohoto postupu patří kredit společnosti Patria.

¹³ Dále modelově pracujeme s veličinou EBITDA.

¹⁴ Tj. postup demonstrováný v Příkladu 1

► Příklad 3: Aplikace navrženého postupu vypořádání

Kupující a prodávající nebyli schopni nalézt shodu na kompromisním finančním plánu a jejich náhled na předpoklady ocenění generuje výrazně jiné výsledky. Vzhledem k tomu, že business cílové společnosti není náročný na investice, protistrany zvolily jako hodnototvorné měřítko veličinu EBITDA. Proávající, fyzická osoba, je ochoten se účastnit podnikání cílové společnosti po dobu 4 let. Podnikání společnosti obsahuje efekt možného meziročního posuvu projektů směrem dopředu i dozadu, terminální hodnota je tedy počítána na základě výsledku let FY25 i FY26. Očekávané finanční plány, respektive ocenění obou stran jsou následující:

Tab. 1: Příklad konstrukce odloženého vypořádání části kupní ceny

Východiska						
A) Finanční plán a ocenění kupujícího ("K")						
tis. Kč	Veličina	FY23 Plán	FY24 Plán	FY25 Plán	FY26 Plán	TH Gordon + 2% Ø 25/26
EBITDA	<i>EBITDA(K)</i>	15,000	17,000	20,000	21,000	20,910
FCFF		11,250	12,750	15,000	15,750	15,683
WACC	<i>WACC(K)</i>	12.5%				
Růst g v TH		2.0%				
Diskontní koef		0.89	0.79	0.70	0.62	0.62
PV FCFF		10,000	10,074	10,535	9,833	93,243
Enterprise Value	<i>EV(K)</i>	133,685				
<i>Podíl terminální hodnoty (TH)</i>		69.7%				
B) Finanční plán a ocenění prodávajícího ("P")						
tis. Kč		FY23 Plán	FY24 Plán	FY25 Plán	FY26 Plán	TH Gordon + 2% Ø 25/26
EBITDA	<i>EBITDA(P)</i>	17,000	25,000	30,000	35,000	33,150
FCFF		12,750	18,750	22,500	26,250	24,863
WACC	<i>WACC(P)</i>	13.0%				
Růst g v TH		2.0%				
Diskontní koef		0.89	0.79	0.70	0.62	0.62
PV FCFF		11,333	14,815	15,802	16,388	141,105
Enterprise Value	<i>EV(P)</i>	199,443				
<i>Podíl terminální hodnoty (TH)</i>		70.7%				

C) Porovnání přístupu prodávajícího a kupujícího

tis. Kč		FY23	FY24	FY25	FY26	Celkem
EBITDA						
Kupující	<i>EBITDA(K)</i>	15,000	17,000	20,000	21,000	73,000
Prodávající	<i>EBITDA(P)</i>	17,000	25,000	30,000	35,000	107,000
Rozdíl		2,000	8,000	10,000	14,000	34,000
<i>Podíl rozdílu na celku</i>	X_t	5.9%	23.5%	29.4%	41.2%	100.0%
Enterprise Value						
Kupující	<i>EV(K)</i>	133,685				
Prodávající	<i>EV(P)</i>	199,443				
Rozdíl		65,759				

D) Equity bridge

tis. Kč	Prosinec 22
Peněžní prostředky	11,000
Bankovní úvěry	(4,500)
Čistá hotovost (+) / čistý dluh (-)	6,500

Smluvní strany se po vyjednávání rozhodly zanedbat rozdíl v náhledu na WACC a byly schopny nalézt následující kompromisní konstrukci zachycující odchylky ve finančním plánu:

Ujednání ve Smlouvě o prodeji podílů ("SPA")

(i) Platba v okamžiku uzavření transakce	tis. Kč
EV na úrovni EV(K)	133,685
Čistá hotovost (+) / čistý dluh (-)	6,500
Zádržné pro pokrytí rizik v SPA / nedosažení EBITDA(K) v letech FY23 / 24 *)	(10,000)
Celkem Výplata k datu uzavření transakce	130,185
*) Doba uvolňování zádržného (rovnoměrně při nepřekročení částky)	
	2 roky

(ii) Mechanismus úpravy kupní ceny směrem dolů

(ii.a) při nesplnění *EBITDA(K)* v letech FY23 / FY24

tis. Kč	FY23	FY24	FY25	FY26	Celkem
Za každý Kč 100 tis. <i>EBITDA(A)</i> pod <i>EBITDA(K)</i> *)	(72)	(64)	n.r.	n.r.	n.r.
*) <i>EBITDA</i> po dani 19% a diskontovaná <i>WACC(K)</i>					

(ii.b) při realizaci daňových rizik popsaných v SPA v období

Za každých Kč 100 tis. realizovaného rizika *)))	(100)	(100)	n.r.	n.r.	n.r.
*))) nediskontovaný dopad, náklad daňové neúčinný					

(iii) Mechanismus úpravy kupní ceny směrem nahoru

Hodnota Earn-out celkem = $EV(P) - EV(K) = EO$	65,759				
Maximální Earn-out při dosažení $EBITDA(P) = EO_t$	3,868	15,473	19,341	27,077	65,759

Mechanismus: Dle rovnic výše popsaných v bodu 6. doporučeného postupu výše.

Potenciální variabilní komponenty (zádržné + Earn-out)	75,759
Potenciál variabilních komponent na celkové ceně	36.8%

Hospodaření společnosti se vyvíjelo v letech FY23-26 následovně. Dále kontrolori finanční správy vyměřili v FY24 sankci ve výši CZK 500 tis. Aktuální schéma výplat prodávajícímu tedy bylo následující.

Aktuální schéma výplatVstupy

tis. Kč		FY23	FY24	FY25	FY26
EBITDA skutečně dosažená	<i>EBITDA(A)</i>	15,000	14,000	26,000	32,000

>>> Přesné dosažení *EBITDA(K)* v FY23>>> Nedosažení *EBITDA(K)* v FY24>>> Překročení *EBITDA(K)* v FY25 a 26

>>> V FY24 se realizovalo historické daňové riziko s dopadem 500 tis. Kč

Výsledná výplata

tis. Kč		FY23	FY24	FY25	FY26
a) Výplata k datu uzavření transakce	130,185				
b) Uvolnění zádržného		5,000	2,580	n.a.	n.a.
Možná částka k uvolnění zádržného		5,000	5,000		
Srážka za nedosažení <i>EBITDA(K)</i>		-	(1,920)		
Srážka za historická rizika		-	(500)		
c) Výplata Earn-out		0	0	11,604	21,275

Celková kupní cena a) + b) + c)	170,644
<i>Podíl variabilní komponenty</i>	28.2%

Zdroj: Vlastní zadání a výpočty

Výpočet Earn-out v roce 2026 se řídí rovnicí 6 z výše uvedeného modelového postupu. Výpočet je následující $(32,000 - 21,000)/(35,000 - 21,000) \cdot 27,077$.

Poznámka: Navýšení prodejní ceny v návaznosti na budoucí transakci

Alternativním řešením v případě plánovaného budoucího sekundárního prodejního procesu je stanovení doplatku kupní ceny odvozeného od ceny realizované při budoucí M&A transakci.

Poznámka: Účetní a daňové řešení

V duchu IFRS 3 bude při využití metody koupě hodnota goodwill stanovena na základě čisté tržní hodnoty aktiv, respektive akviziční ceny, a to včetně očekávané podmíněné komponenty ceny („Contingent consideration“).

Zejména pokud je prodávajícím fyzická osoba, je vhodné navrhnout strukturu, kdy i odložené části kupní ceny budou podléhat časovému testu pro osvobození od daně z příjmů.

(ii) Postupné nabývání 100% podílu („Staged / phased acquisitions“)

Variantním postupem umožňující sdílet rizika s ostatními vlastníky, respektive umožňující překlenout valuační nesoulad jsou postupné akvizice. Obvykle se s tímto postupem setkáme při strukturovaných obchodech ze strany finančních investorů. Hlavní investor získává v prvním kroku

typicky *kontrolu*¹⁵ nebo *společnou kontrolu*¹⁶ v rámci tzv. „joint ventures“. Spoluvlastníci hlavního investora tak tradičně po uzavření transakce drží podíly v intervalu 5 – 50 %.

Poznámka: Vlastník či vlastníci jednající ve shodě při překročení 1/3 podílu dosahují v ČR na ochranu ve smyslu „blokační minority“. Zejména bez dosažení 2/3 podílu nelze měnit stanovy či rozhodovat o výplatě podílů na zisku.

Společníci / akcionáři si ve speciální smlouvě jdoucí nad rámec zákonem stanovených podmínek dále mohou upravit následující práva a povinnosti týkající se budoucích změn vlastnických podílů a způsobu budoucího finančního vypořádání:

- „Demand rights“ - požadavek spoluvlastníka na uvedení společnosti na burzu prostřednictvím IPO,
- „Drag-along rights“ - majoritní akcionář má právo požadovat od minoritního akcionáře, aby svůj podíl nabídl v následném prodejním procesu firmy,
- „Tag-along rights“ - minoritní akcionář má právo nabídnout svůj podíl v následném prodejním procesu firmy pořádaném majoritním vlastníkem,
- „Exit-proceeds waterfall“ – přesná definice výplatních / konverzních poměrů v případě likvidace, prodeje či stanovené vlastnické reorganizace firmy,
- „Right of first offer / right of first refusal“ – spoluinvestor má přednostní možnost odkoupit za stanovených podmínek podíly nabídnuté ostatními vlastníky k „externímu“ prodeji,
- „Call / put options“ – práva (pozice *long*), respektive povinnosti (pozice *short*) odkoupit (*call*) či prodat (*put*) vlastnický podíl v návaznosti na: a) uplynutí stanoveného časového horizontu, b) jiné události (např. změna majoritního akcionáře).

Jednou z klíčových veličin následných vypořádání je cena, za kterou bude změna vlastnických podílů probíhat. V případě, že se bude konat následný prodejní proces společnosti, bude tato stanovena přímo trhem na základě ceny kotované nejlepší nabídkou „externího“ zájemce. Taková cena může sloužit například jako podmínka uplatnění „right of the first refusal“.

V případě neexistence jiné tržní kotace si strany smluv vypořádací cenu na základě všeobecně akceptovaných metod stanovení hodnoty podniku **na úrovni Equity value**. Tržní ocenění bude učiněno k datu očekávaného vypořádání transakce mezi spoluvlastníky. V tomto kontextu mohou smluvní strany uvažovat o zapojení znalecké kanceláře.

Poznámka: Účetní a daňové řešení

V případě, že hlavní investor má od akviziční transakce kontrolu a své podíly dále navyšuje, se na účetním řešení v rámci konsolidovaných účetních výkazů nic nemění. Cílová společnost je

15 obecně vlastnický podíl od 51 % či možnost ovlivňovat klíčové podnikové politiky a rozhodnutí jiným způsobem

16 Nehledě na rozdělní podílů je pro tyto struktury charakteristické, že hlavní firemní politiky a rozhodnutí lze přijímat pouze se souhlasem všech participantů.

stále konsolidována plnou metodou. Jiná je ovšem situace, kdy poakviziční uspořádání vyhovuje podmínkám klasifikace jako „joint venture“. V momentě, kdy jeden z partnerů získá následně kontrolu (tj. již ne společnou kontrolu), dochází v rámci konsolidovaných účetních výkazů k přepnutí z účetní metody ekvivalence na plnou.

Časový milník pro první vypořádání je často ovlivněn délkou časového testu (pokud taková judikatura existuje) pro osvobození od daně z příjmů fyzických osob.

Alternativní akviziční struktury

V předchozích kapitolách jsem diskutoval možnosti překlenutí cenových rozdílů při transakcích typu nákup podílů a předpokládali, že veškeré alternativní způsoby strukturování transakce nepřinesly akceptovatelné řešení. Pro úplnost na tomto místě uvedme typické příklady postupů používaných k vytvoření vhodného rizikového profilu pro kupujícího, který je následně ochoten zaplatit cenu požadovanou prodávajícím:

Vyčlenění aktiv nesloužících k hlavní činnosti podniku / business split („Carve-out“)¹⁷

Cílová společnost někdy vlastní velké množství aktiv nesloužících k hlavní činnosti podniku. Může se typicky jednat o vysoké zůstatky nakumulované čisté hotovosti či dlouhodobý majetek investičního charakteru pořízených z takových přebytků. Jelikož kupující zpravidla taková aktiva nechce, není za ně ochoten platit vůbec či případně výrazně méně, než činí jejich tržní hodnota. Před uzavřením transakce tak často dochází k podnikové přeměně typu rozdělení či prodeji jednotlivých aktiv tak, aby tyto zůstaly ve vlastnictví prodávajícího.

S technickou metodou vyčlenění tzv. „neprovozních aktiv“¹⁸ jdou ruku v ruce významné konsekvence na úrovni daně z příjmů právnických osob, daně z příjmů fyzických osob, DPH, dodatečných explicitních (právní a daňové služby), respektive implicitních (časové hledisko) nákladů.

Obdobně je možno uvažovat o rozčlenění konglomerátně uspořádané společnosti dle předmětu podnikání (divizi) na jednotlivé samostatně stojící jednotky.

Transakce dotýkající se jen části (nevyčleněných) podnikových aktiv („Ring fencing“)

V praxi mohou být implementovány struktury, kdy kupující nebo investoři včetně financujících bank mohou nabýt speciální práva jen k části podnikových aktiv a souvisejícímu cash flow. Kupující se tak například stane minoritním vlastníkem firmy, přičemž ovšem nabyde „kontrolu“ nad výsledky výzkumu a vývoje ve specifické oblasti. Dalšími formami může být specifický přístup k aktivům / cash flow jedné z divizí a v širším pojetí také zástavy či jiné smluvní rezervace vybraných podnikových aktiv.

¹⁷ Anglické výrazy pro dané struktury vychází spíše z jejich užití v praxi. Nezabýváme se zde jejich sémantickou přesností.

¹⁸ Jedná se o v praxi používané, byť také sémanticky nepřesné, označení vzniklé překladem z vžitého anglického pojmu „non-operating assets“. Obdobně jsem používal v minulých pojednáních nepřesnou, ale v praxi používanou, variantu „násobek EV / EBITDA“ – z anglického „multiple“.

Transakce typu prodej závodu / jednotlivých aktiv („Asset deal“)

V případě, kdy jsou s cílovou společností spojena významná rizika například v oblasti ekologie / daní / soudních sporů, může dojít k jejich omezení či úplné eliminaci při transakci typu prodej aktiv. Nabízí se varianty, kdy je prodáván celý funkční celek (závod) či aktivum po aktivu.

Opět je nutné věnovat speciální pozornost zejména daňovým režimům těchto struktur, jelikož oproti prodeji podílů bude zřejmě v čisté ceně transakce tržít prodávající nerealizující osvobození příjmů z prodeje. Naopak kupující nabyde aktiva v nových hodnotách, které jsou daňové účinné (při prodeji podílů kupující odepisuje aktiva z historických pořizovacích cen, které přebírá). Vhodnou variantou může být v některých případech také tzv. nepeněžitý vklad.

Závěr

V situaci zvýšených nejistot mohou mít protistrany akviziční transakce i diametrálně odlišný názor na hodnotu akvizičního cíle. Tento článek popisuje základní metody umožňující překlenutí nejistot ohledně valuace prostřednictvím: (i) odložení platby části kupní ceny v návaznosti na budoucí vývoj, (ii) postupného nabývání vlastnického podílu. Tyto mechanismy sice umožňují uzavření M&A transakce v situaci zásadních neshod valuačních týmů prodávajícího a kupujícího, zároveň však jejich implementace výrazně zvyšuje riziko budoucích sporů ohledně a) kvantifikace budoucích finančních veličin, b) nedodržení smlouveného koncepčního rámce spolupráce obou partnerů.

V názorném příkladu pak demonstruji aplikaci navržené varianty mechanismu doplatků (srážek z) kupní ceny na základě budoucí finanční výkonnosti cílové společnosti. V případě výrazně vyššího ocenění vnímaného prodávajícím a neexistence „kompromisního“ finančního plánu je dle autora vhodné vycházet z následujících principů:

- Platba při uzavření transakce vychází z konzervativnějšího ocenění kupujícího.
- Maximální potenciál pro dodatečný Earn-out je dán rozdílem mezi oceněním prodávajícího a kupujícího (na úrovni EV).
- Potenciální částka Earn-out je rozdělena v jednotlivých letech smlouveného časového horizontu proporcionálně k odchylce stanovené hodnototvorné finanční veličiny (EBITDA, FCFF) v plánech prodávajícího a kupujícího. Je také vhodné přihlídnout ke klíčovému vlivu pozdějších letů plánu na terminální hodnotu.
- Definice hodnototvorné finanční veličiny by měla být co nejpřesnější a uvažovat všechny nenadále či strukturální vlivy, které mohou v budoucnu ovlivnit podnikání cílové společnosti (včetně položek vyvolaných v budoucnu samotnou akvizicí).

Literatura

- [1] Allen & Overy a další (2022): *Rekordní rok fúzí a akvizic*, Ekonom 06, 2022. str. 24.
- [2] Christian Toll (2017): *Earn-outs to bridge gap between negotiation parties – curse or blessing?*, Managerial Economics 18(1):103, January 2017, AGH University of Science and Technology Press, ISSN 1898-1143, [on-line]: https://www.researchgate.net/publication/320080416_Earn-outs_to_bridge_gap_between_negotiation_parties_-_curse_or_blessing
- [3] CMS (2020): *The Earn-out – Is this the new normal in M&A?* [on-line], <https://cms.law/en/gbr/publication/the-earn-out-is-this-the-new-normal-in-m-a-part-one-earn-outs-bridging-valuation-gaps>
- [4] Corporate Finance Institute – CFI: *Valuation gap* [on-line], <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/valuation-gap/>
- [5] DePamphilis D. (2005): *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*. Los Angeles, Elsevier Academic Press, 2005
- [6] Hruboň L. (2017b): *Násobek EV / EBITDA: kvantifikace veličiny EBITDA*, Oceňování, číslo 3/2017, ISSN 1803-0785
- [7] Hruboň L. (2022): *Lukáš Hruboň: M&A transakce: Úvod, role ocenění*, Oceňování, číslo 3/2022, ISSN 1803-0785
- [8] Mařík, M. aj. (2007): *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*. 2. vydání. Praha, Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-32-3
- [9] McKinsey & Company (2005): *Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies*. New Jersey, John Wiley & Sons, Inc., 2005

M&A transakce: Mechanismy překlenutí rozdílného ocenění kupujícího a prodávajícího

Lukáš Hruboň

Abstrakt

V situaci zvýšených ekonomických nejistot mohou mít protistrany akviziční transakce i diametrálně odlišný názor na hodnotu akvizičního cíle. Tento článek popisuje základní metody umožňující překlenutí nejjasností ohledně valuace prostřednictvím: (i) odložení platby části kupní ceny v návaznosti na budoucí vývoj, (ii) postupného nabývání vlastnického podílu. V názorném příkladu pak autor demonstroe ekonomicky opodstatněnou aplikaci mechanismu doplatků (srážek z) kupní ceny na základě budoucí finanční výkonnosti cílové společnosti.

Klíčová slova: M&A; Fúze a akvizice; Oceňování podniku; Valuation gap; Earn-out; staged / phased acquisitions.

M&A transactions: Mechanisms of bridging the valuation gap

Abstract

Against a background of increasing economic uncertainty, parties to an M&A transaction may arrive at very different valuations of an acquisition target. This article describes basic methods attempting to bridge the valuation gap as follows: (i) deferring part of the purchase price of the M&A transaction following future developments, (ii) phased acquisitions. In an illustrative example, the author shows the theoretically plausible application of the earn-out mechanism, which takes into consideration future financial performance of the target company.

Key words: M&A; Mergers & acquisitions; Corporate valuation; Valuation gap; Earn-out; Staged / phased acquisitions.

JEL classification: G34