

M&A TRANSAKCE: KOMPLEXNÍ ANALÝZA HODNOTY AKVIZICE

Lukáš Hruboň*

Úvod

V minulých příspěvcích – Hruboň (2022) a Hruboň (2023)¹ – jsem nastínil možnosti praktického využití teorie oceňování podniku při komerčních obchodech typu akvizice / prodej společnosti. Tyto stati měly za cíl odborníkům orientovaným spíše na legislativou vyžadované valuace rozšířit povědomí o postupech používaných na „skutečném“ trhu s firmami.²

V tomto článku výklad dále rozšířím o analýzu následujících oblastí:

- návrh postupu pro určení celkové hodnoty akvizičního / divestičního obchodu z pohledu kupujícího / prodávajícího (tj. vlastníků);
- úvahu o „konsolidovaném“ vyhodnocení tvorby hodnoty při M&A transakci;
- rekapitulaci hlavních daňových a právních aspektů jednotlivých typů akvizičních struktur – transakčními strukturami zde rozumíme prodej podílu, fúzi, prodej závodu, prodej jednotlivých aktiv či nepeněžitý vklad.

Komplexní pohled na tvorbu hodnoty u kupujícího

Mimo hodnoty samotné cílové (tj. oceňované) společnosti, respektive nabídnuté / placené ceny vstupují do vyhodnocení celkové rentability akvizičního obchodu také další faktory jako synergie, náklady integrace, náklady na transakční poradce či daňové dopady akviziční struktury. Takové komplexní vyhodnocení mohou zodpovědné osoby provádět v různých fázích M&A procesu: před podáním nezávazné nabídky (*ex ante*), před potvrzením závazné nabídky (*ex ante*), respektive s odstupem času po dokončení transakce (*ex post*). Následující schéma nabízí strukturovaný postup pro provedení takové evaluace. Předpokládáme transakční strukturu, kdy je cena za zakoupená čistá aktiva inkasována prodávajícím, tj. nejedná se o vklad do cílové firmy³ samotné.

* Ing. Lukáš Hruboň, Ph.D., FCCA, znalec ve specializaci Oceňování obchodních závodů, 18 let praxe v M&A

1 V prvním článku (2022) analyzuji základní principy trhu fúzí a akvizic (M&A), používané metody ocenění a relevantní kategorie hodnoty při M&A obchodech, respektive poskytuji úvod do synergií a shrnuji základní empirickou literaturu v této oblasti. Druhý příspěvek (2023) se pak zaměřuje na mechanismy překlenutí rozdílného ocenění ze strany kupujícího vs. prodávajícího při M&A transakci (postupná výplata kupní ceny v čase – „earn-out“, postupné nabývání plného vlastnického podílu

2 V této souvislosti se domnívám, že v případě stanovování tržní hodnoty by oceňovatel obecně měl používat obdobný aparát (koncepty, metody), který je využíván na reálném trhu s podniky (tj. M&A trhu). Praktickým postřehům při postupu oceňování u reálných M&A obchodů bych rád věnoval poslední článek této série.

3 Poznámka: Napříč celým textem je používán pojem „firma“ ve smyslu společnost.

1) POHLED KUPUJÍCÍHO		
A) ZÁKLADNÍ celková hodnota transakce		
>>> Vliv strategické hodnoty, respektive dopadů integrace		
1	+ / +	Tržní hodnota cílové společnosti <i>stand-alone</i> (samostatně)
2	+ / +	Opakované položky: Net Present Value (NPV) kladných synergií kombinovaného business
3	- / -	Opakované položky: NPV záporných „synergií“ kombinovaného business
4	- / -	Jednorázové položky: Mimořádné výdaje spojené s integrací
5	- / -	Nabízená / placená kupní cena
6	Σ 1-5	ZÁKLADNÍ celková hodnota transakce
B) ROZŠÍŘENÁ celková hodnota transakce		
>>> Vliv transakční struktury a nákladů provedení transakce samotné		
7	- / -	Náklady na transakční poradce
8	+ / -	NPV daňových dopadů transakce pro cílovou společnost a kupujícího
9	+ / -	NPV dalších finančních dopadů transakční struktury
10	Σ 6-9	ROZŠÍŘENÁ celková hodnota transakce

Níže uvádím vybrané komentáře k jednotlivým položkám:

1. **Tržní hodnota** kupované společnosti (čistých aktiv) pro účely této analýzy by se měla vyznačovat následujícími charakteristikami:
 - a. Jedná se o *hodnotu* čili teoretickou (modelovou) veličinu;
 - b. Sledujeme zde hodnotu samostatně stojící cílové společnosti (*stand-alone*);
 - c. *Tržní* kategorie hodnoty vyžaduje zejména následující podkladové předpoklady:
 - nejlepší možné užití aktiva,
 - je souměrná s likviditou aktiva (viz například aplikace přírážky k diskontní míře pro burzovně neobchodované aktivum),
 - odráží pohled průměrného tržního subjektu na růstový potenciál a riziko,
 - výnosy a náklady vstupující do DCF (Discounted Cash Flow) valuace odráží jejich substanci / opakovatelnost, přičemž jsou oceněny na úrovni běžného obchodního styku mezi nezávislými stranami („arm's length“). V tomto bodě je nutno dbát zvýšené opatrnosti ohledně například:
 - vnitroskupinové fakturace bez substance,
 - vnitroskupinových transferových cen mimo běžnou tržní úroveň,
 -
 - práce odváděné vlastníkem fyzickou osobou bez odměny,
 - odměňování rodinných příslušníků bez jejich reálného zapojení,
 - osobní spotřeby vlastníků zvyšující náklady,
 -

- daňových optimalizačních schémat jako například „švarcsystém“,
- výplat „na ruku“ přímo z čistého zisku,
-
- provozních nákladů účtovaných v ČÚS v rámci finančního výsledku hospodaření (pojištění, poplatky za běžný bankovní styk),
- jednorázových či neopakovaných položek (prodeje majetku, dotace...)⁴
- aktiva / obchodní aktivity mimo hlavní činnost jsou oceněny separé,
- Enterprise Value (brutto) je k datu ocenění upravena o hodnoty čistého dluhu (či širěji tzv. Equity Bridge), čímž je vypočtena hodnota na bázi Equity Value (netto). Čistý dluh cílové společnosti zahrnuje také položky quasi dluhové povahy jako např.:
 - některé typy rezerv či případně podmíněných závazků,
 - (regresní) faktoring,
 - obchodní závazky s povahou financování, či
 - saldo DPPO.

2. **Kladné opakované synergie** vyplývající z integrace zahrnují většinou následující očekávané faktory:

Strategický horizont

- a. prodloužení růstové fáze či dlouhodobě vyšší tempo růstu tržeb spojeného business;
- b. zastavení propadu business akvizitora / obrana před ztrátou tržní pozice akvizitora (defenzivní akvizice);
- c. snížení rizika (stabilizace dodávek či cen v rámci dodavatelského řetězce, geografická diversifikace, větší velikost kombinované firmy⁵);
- d. zlepšení tržní pozice spojené firmy (do limitů akceptovatelných antimonopolními autoritami) s vyšší konsolidovanou marží;
- e. v některých případech také rozčlenění konglomerátní entity (akvizičního cíle) do samostatných společností s jasně definovaným koncovým trhem;⁶

4 Taková analýza samozřejmě předpokládá spolupráci managementu / vlastníků cílové společnosti, respektive dostatečnou datovou bázi na úrovni plnohodnotné due diligence procedury.

5 Větší velikost firmy je často spojena s větší diversifikací zákaznické a dodavatelské báze, respektive je relativně úzký klíčový management (někdy jen sám vlastník) nahrazen širším týmem s alespoň částečnou zastupitelností. Dále je také často vylepšen / zaveden finanční reporting a governance. Větší firmy také spíše budou dbát o zavedení kroků v oblasti ESG politik, které se postupně stávají standardem při hodnocení firmy investory a finančními institucemi (banky, pojišťovny) z EU.

6 Samotné „rozřezání“ právní entity by kromě potenciálního zprůhlednění hospodaření a souvisejícího zvýšení motivace zaměstnanců nemělo mít na hodnotu korektně oceněného podniku zásadní vliv. Rozhodujícím faktorem růstu hodnoty zde však může být výrazně zvýšená likvidita v případě organizace prodejního procesu firmy. Např. jediná firma vyrábí sedačky do vlakových souprav i do zubních ordinací, přičemž kromě nákupu surovin jsou výroba i obchod oddělitelné. Vlastník by rád firmu prodal, ale má pouze zájemce z oboru výroby zdravotnického zařízení, respektive z oboru výroby dopravních prostředků. Žádný potenciální investor však nemá apetit koupit za férovou cenu druhou divizi (přestože je zdravá). Obchodním, výrobním, organizačním a formálním rozdělení firmy však vzniknou subjekty, o které je investorský zájem za férovou cenu.

Taktický / operativní horizont

- f. nárůst objemu obchodních příležitostí (cross-selling, up-selling, nové produktové balíčky apod.);
- g. snížení nákladů (např. spojení obslužných agend včetně využití nemovitostí, objemové bonusy na straně nákupu, redukce zaměstnanecké báze);
- h. dosažení lepšího mixu financování (aktivace nevyužitých finančních rezerv, zvýšení dluhové kapacity, snížení úrokové marže dluhu, zavedení cash-poolingu);
- i. dosažení dodatečných daňových štítů v rámci možností platné legislativy (například odečitatelné daňové ztráty po fúzi).

Advokátní kancelář CMS (2023) zmiňuje pro rok 2022 následující hlavní motivace akvizitérů: vstup na nové trhy (39 %), akvizice týmu či know-how, tzv. “acqui-hire” (36 %), akvizice konkurenta (28 %), akvizice dodavatele (6 %).

Poradenská společnost EY (2023) pak uvádí, že častými pohnutkami k uskutečnění transakce je akvizice firmy v příbuzném oboru s cílem zvýšit tempo růstu tržeb nebo akvizice firmy, která přispěje k transformační změně (nový obchodní model či zákaznická báze).

3. Záporné opakované „synergie“ vyplývající z integrace mohou obsahovat následující dopady spojení:

- a. kanibalizační efekty v oblasti prodeje (produktový / zákaznický / regionální překryv);
- b. ukončení spolupráce s významnými dodavateli či odběrateli v důsledku transakce;
- c. odchod či nízká výkonnost důležitých zaměstnanců v důsledku akvizice (např. v důsledku neslučitelnosti podnikových kultur či nových principů odměňování);
- d. přechod na výhodnější kompenzační schémata zaměstnanců dle politik kupujícího;
- e. zvýšení nákladů na finanční reporting, governance a compliance v cílové společnosti (např. doplnění finančního týmu o nového finančního ředitele či senior controllera, platby za užití nového ERP⁷ systému, zavedení ESG⁸ reportingu).

Teoretický i empirický úvod do problematiky synergií nalezne čtenář například v Hruboň (2022).

4. Mezi jednorázové výdaje / náklady spojené s integrací náleží například:

- a. jednorázové náklady v oblasti ESG compliance včetně investic do výrobních areálů;
- b. dodatečné náklady na interní tým či poradce tzv. PMI⁹ řešení;
- c. jednorázové náklady v oblasti IT a jiné infrastruktury;
- d. poplatky a odměny právních poradců v rámci antimonopolního řízení;
- e. finanční dopad opatření vyžadovaných antimonopolními autoritami;
- f. rebranding;
- g. odstupné propuštěných zaměstnanců.

⁷ ERP = Enterprise Resource Planning

⁸ V kostce se jedná o soubor (legislativních) opatření a požadavků EU v oblasti ekologie (E), společenské odpovědnosti (S) a firemní governance (G). Vliv (ne)zavedení ESG na hodnotu firmy dle autora zaslouží samostatné pojednání.

⁹ Tzv. Post Merger Integration řešení; v kostce projekt zaměřený na plánování a řízení integrace podnikových kultur, zaměstnanců, infrastruktury při současném sledování plánu implementace synergií.

EY (2023) analyzují 229 US transakcí v letech 2010 – 2022. Jednorázové náklady spojené s akvizicí se dle studie týkají zejména oblastí zaměstnanců, nemovitostí a technologie. Rámcově se tyto typy nákladů pohybují v rozmezí 1 – 4 % ceny transakce, přičemž kromě velikosti firmy rozhoduje také podkladový sektor. Autoři uvádí tyto příklady mediánů jednorázových nákladů spojení: zdravotnictví / „life sciences“ (10,3 % plánovaného obrátu), spotřebitelský sektor (7,5 %), technologie, média a telekomunikace (5,5 %), energetika a síťová odvětví (3,9 %), respektive výroba (5 %). Vyšší integrační náklady pak vyvolávají mezisektorové obchody.

5. **Kupní cenou** rozumíme celkovou cenu placenou jak v okamžiku uzavření akvizičního obchodu, tak její podmíněné komponenty vyplácené v čase jako např. Earn-out schémata – viz Hruboň (2023).

CMS (2023) zmiňuje uplatnění Earn-out schémat u 27 % procent transakcí, z toho 54 % založených na hodnotě EBIT či EBITDA

6. **ZÁKLADNÍ celková hodnota transakce** z pohledu kupujícího by **formálně neměla být ex ante záporná**. Pokud číselná analýza ukazuje výrazně zápornou hodnotu, měly by osoby zodpovědné za strategické investiční rozhodnutí znovu posoudit, zda číselný výsledek analýzy nesouvisí s:
- nemožností kvantifikovat některé kladné synergie (včetně rizika, že uskutečnění zamýšlené akvizice konkurentem povede k závažnému ohrožení tržní pozice akvizitora);
 - vysoce kompetitivním prostředím prodejního procesu, kdy není možno s protistranou účinně argumentačně vyjednávat o ceně.

Na druhou stranu by i v případě kladné hodnoty měl strategický management ověřit, zda:

- se tržní hodnota *stand-alone* (1) výrazně neodchyluje od oborových valuací (např. medián EV / EBITDA) se zdůvodněním zdroje příslušných odchylek;
- kladné synergie (2) netvoří neopodstatněnou část celkové akviziční hodnoty (6);
- záporné „synergie“ a náklady integrace (3, 4) byly osobami zodpovědným za akvizici analyzovány a kvantifikovány; respektive
- vysoké kladné synergie (2) jsou souměrné s dostatečnými investicemi (3, 4).

7. **Náklady na transakční poradce** obsahují typicky práci:
- due diligence týmů v oblasti financí, ocenění, daní, práva, ekologie, technických či obchodních aspektů;
 - finančního poradce, který celý projekt zastřešuje;
 - právního poradce při vyjednávání smlouvy o převodu čistých aktiv / podílů;
 - právních a daňových týmů zodpovědných za návrh a realizaci příslušné transakční struktury;
 - statutárních auditorů či znalců v případě, že transakční struktura toto vyžaduje.

V tomto bodě bychom měli zohlednit také náklady příležitosti či mimořádné odměny interního týmu, zejména pokud akviziční proces neřídí specializovaný interní útvar.

8. **Daňovými dopady jednotlivých transakčních struktur** se zabývá rámcově samostatná kapitola tohoto pojednání (viz dále).
9. Mezi další **dopady transakční struktury** lze zařadit kalkulaci dopadů nastavení transakční struktury na možnost repatriace podílů na zisku. Tento aspekt teoreticky souvisí zejména s:
 - a. výší komponent vlastního kapitálu přípustných k výplatě dividend vlastníkům (nerozdělené zisky, ostatní distribuovatelné fondy ve vlastním kapitálu);
 - b. možností implementace alternativních repatriačních schémat (např. prostřednictvím management fees či holdingových půjček);
 - c. počtem mezistupňů holdingové struktury při výplatě dividendy do cílové koncernové entity;
 - d. akvizicí vysokých zůstatků volných peněžních prostředků v cílové společnosti bez jasného plánu jejich využití pro nové investice / úhradu skupinového dluhu / výplatu dividend.
10. **ROZŠÍŘENÁ celková hodnota transakce** pak nebude mít ve většině případů na strategické rozhodnutí o provedení akvizice vliv. Celkový pohled však může přispět k implementaci nejvhodnější transakční struktury, respektive k hodnocení rentability M&A projektu jako celku.¹⁰

Komplexní pohled na tvorbu hodnoty u prodávajícího

Pohled prodávajícího do značné míry zrcadlí přístup kupujícího, přičemž i prodávající často nese vícenáklady na poradce či je prodej business potenciálně spojen s dodatečným zdaněním.

2) POHLED PRODÁVJÍCÍHO		
A) ZÁKLADNÍ celková hodnota transakce		
>>> Vliv strategické hodnoty		
11	- / -	Tržní hodnota cílové společnosti stand-alone (samostatně)
12	+ / +	Nabízená / inkasovaná prodejní cena
13	Σ 11-12	ZÁKLADNÍ celková hodnota transakce
B) ROZŠÍŘENÁ celková hodnota transakce		
>>> Vliv transakční struktury a nákladů provedení transakce samotné		
14	- / -	Náklady na transakční poradce
15	- / -	Net Present Value (NPV) daňových dopadů transakce pro prodávajícího
16	Σ 13-15	ROZŠÍŘENÁ celková hodnota transakce

Vybrané komentáře k výše uvedenému schématu následují:

Výše uvedený přehled předpokládá zjednodušeně samostatně stojící firmu, která není divesticí vyčleňována ze skupiny vlastněné prodávajícím („group company carve-out“). V takové případě by měly být vyčísleny také případné dopady na ostatní společnosti skupiny prodávajícího jako na-

10 Například náklady na poradce v průběhu akvizičního procesu mají povahu tzv. utopených nákladů.

příklad a) jiný objem či cena běžného obchodního styku v budoucnu, b) ztráta či nutnost nahradit některé sdílené kompetence dříve vzájemně neúčtované či účtované za „netržní“ cenu, c) nutnost nahradit prodávanou společnost jako ručitele za závazky ostatních společností skupiny.

11. **Tržní hodnota** se řídí podobnými principy jako v bodě 1 výše.
12. **Kupní cena** odpovídá bodu 5 výše. Praktickou otázkou pak zůstává, zda si prodávající může nárokovat či vyjednat i účast na případných kladných synergiích spojení. To v praxi zejména souvisí s:
 - a. kompetitivní situací v tendru na prodej firmy;
 - b. existencí alternativních scénářů z hlediska kupujícího, pokud by k transakci nedošlo nebo by cílovou společnost převzal jiný konkurent.
14. **Náklady na transakční poradce** na straně prodávajícího obvykle zahrnují:
 - a. odměny finančních, daňových a právních poradců při přípravě interního předakvizičního auditu (tzv. Vendor Due Diligence);
 - b. odměny finančních a právních poradců řídících prodejní proces a vyjednávání smluvní dokumentace;
 - c. dodatečné odměny externí účtárny / právníka poskytujících data pro due diligence;
 - d. odměny daňového poradce při konzultaci daňové zátěže spojené s prodejem.

V tomto bodě nesmíme zapomenout ani na náklady příležitosti či mimořádné odměny interního týmu, který má na starosti proces prodeje (zejména zvýšená zátěž personálu firmy ve fázi due diligence).
15. O možných **daňových dopadech** prodeje pojednává rámcově samostatná kapitola (viz dále).

Celkový pohled

V závěrečném kroku kombinací dvou předchozích kapitol načtneme „konsolidovaný“ pohled na spojení z hlediska spojené entity, respektive prodávajícího a kupujícího dohromady. Vzájemným vyloučením položek tržní hodnota (1, 11), respektive nabízená (placená) kupní cena (5, 12) neutralizujeme redistribuci bohatství mezi prodávajícím a kupujícím,¹¹ která je ze statického hlediska fakticky „hrou s nulovým součtem“.¹² Tím dostaneme následující model.

11 Předpokládáme, že kupní cena je placena prodávajícímu a nejedná se tak o investici do cílové firmy samotné.

12 Tzv. „zero sum game“ – co jedna strana získává, druhá strana trácí

1) + 2) KONSOLIDOVANÝ POHLED		
A) ZÁKLADNÍ celková hodnota transakce		
>>> Vliv strategické hodnoty, respektive dopadů integrace		
1	+/+	Tržní hodnota cílové společnosti stand-alone (samostatně): kupující
2	+ / +	Opakované položky: Net Present Value (NPV) kladných synergií kombinovaného business
3	- / -	Opakované položky: NPV záporných synergií kombinovaného business
4	- / -	Jednorázové položky: Mimořádné výdaje spojené s integrací
5	= / =	Nabízená / placená kupní cena
11	= / =	Tržní hodnota cílové společnosti stand-alone (samostatně): prodávající
12	+/+	Nabízená / inkasovaná prodejní cena
17	Σ 2-4	Čistý efekt spojení („čisté synergie“)
B) ROZŠÍŘENÁ celková hodnota transakce		
>>> Vliv transakční struktury a nákladů transakce samotné		
7, 14	- / -	Náklady na transakční poradce
8	+ / -	NPV daňových dopadů transakce pro cílovou společnost a kupujícího
9	+ / -	NPV dalších finančních dopadů transakční struktury
15	- / -	NPV daňových dopadů transakce pro prodávajícího
18	Σ 7-9, 14-15	ROZŠÍŘENÁ „konsolidovaná“ hodnota transakce

Stručně komentuji vybrané body a možné interpretace „konsolidované“ analýzy následovně:

Model výše pracuje s předpokladem, že tržní hodnoty odhadnuté kupujícím i prodávajícím jsou totožné. Vzhledem ke zvolené kategorii hodnoty a požadavkům na ni popsaným v bodě 1 toto nelze „v dokonalém světě“ vyloučit. Pokud však v praxi nedojde mezi oběma stranami k diskusi konsenzuálního finančního plánu, diskontní míry a mechanismu ocenění; je časté, že každá ze stran vidí hodnotu firmy *stand-alone* poněkud jinak. To zejména vyplyne z porušení základních premis popsaných v bodu 1 (a to včetně zohlednění očekávání průměrného tržního subjektu) nebo má každá strana přístup k jiným datům ohledně společnosti samotné, případně finančního / reálného trhu. Při výrazně jiném pohledu na ocenění přichází v úvahu následující dvě možnosti: a) zájemce se vzdá části hodnoty očekávaných synergií ve prospěch prodávajícího, b) rozdíl lze překlenout například úpravami kupní ceny na základě budoucí výkonnosti popsaných v Hruboš (2023).

17. **Čistý efekt spojení („čisté synergie“)** zrcadlí do značné míry pohled investora a jedná se o pohled spojené entity po uskutečnění M&A transakce. Za předpokladu, že všechny typy kladných i záporných synergií i jednorázové náklady integrace byly řádně zanalyzovány, **ne-měla by ex ante tato částka být záporná.**

18. **ROZŠÍŘENÁ „konsolidovaná“ hodnota transakce** pak uvádí, zda z hlediska prodávajícího a kupujícího (vlastníků) dohromady vznikla dodatečná hodnota. Jinými slovy, zda si dodatečné klady (čisté synergie - 17) vydělaly na dodatečné náklady (zejména transakční týmy – 7 a 14; respektive daňovou zátěž – 8 a 15).¹³

Základní daňové a právní konsekvence typických transakčních struktur

Pro základní referenci níže nabízím schématické shrnutí základních charakteristik jednotlivých transakčních struktur - prodej podílu, fúze, prodej závodu, prodej jednotlivých aktiv či nepeněžitý vklad. Uvedené informace se týkají následujících okruhů:

- vyvolá zvolená transakční struktura dodatečné zdanění fyzických osob, právnických osob, majetku či obchodní transakce (DPH)?;
- bude si kupující schopen uplatnit zvýšenou daňovou cenu u nabytých aktiv?;
- může kupující převzít hodnotu historických daňových ztrát?;
- bude ve zvýšené míře zapotřebí asistence technických týmů (znalec pro ocenění, právník či statutární auditor)?
- přebírá kupující všechna, či jen některá rizika související s historickým business / je možno se efektivně „odstříhnout“ od všech či některých historických rizik?

Shrnutí základních dopadů jednotlivých typů transakčních struktur

Česká republika

Leden 2024

Předpoklady

Zaměření na „skutečné“ akvizice, tj. dochází ke změně UBO (až do úrovně f.o.)

Předpokládáme kladný celkový daňový základ pro účely DPPO, přepokládáme zúčastněné firmy jako plátce DPH

Glosář zkratk

a.s. = akciová společnost

CP = cenný papír

DPFO = daň z příjmu fyzických osob

DPH = daň z přidané hodnoty

DPPO = daň z příjmu právnických osob

DZC = daňová zůstatková cena

f.o. = fyzická osoba

n.r. = není relevantní

OR = obchodní rejstřík

p.o. = právnická osoba

s.r.o. = společnost s ručením omezeným

UBO = skutečný konečný vlastník

ZK = základní kapitál

13 Nejedná se tak o přínos ekonomikám jako celku, jelikož taková analýza postrádá kvantifikaci multiplikačních efektů následného užití inkasované kupní ceny / transakčních nákladů / respektive dodatečně vybraných daní.

Varianta provedení transakce >>>	Prodej podílu	Prodej závodu	Přeměna
Prodávající			
DPFO	Samostatný základ daně v rámci přiznání DPFO; DO 31/12/24: Osvobození bez omezení - časový test (obecně): a.s. = 3 roky držby, s.r.o. = 5 let držby ^(1a) OD 1/1/2025: Osvobození omezeno na příjem do CZK 40 mil. ročně ^(1b)	23/15 % z převisu prodejní ceny nad DZC (daňovou bázi) prodaných čistých aktiv ⁽²⁾	Obecně NE; při doplatku na dorovnání obdobně jako při prodeji podílu (včetně možného osvobození)
DPPO	21 % z rozdílu mezi výnosy z prodeje a hodnotou podílu; osvobození BEZ OMEZENÍ v případě držby 10% podílu na ZK po dobu 12 měsíců ⁽⁴⁾	21 % z převisu prodejní ceny nad DZC (daňovou bázi) prodaných čistých aktiv	Obecně NE; při doplatku na dorovnání nelze uplatnit osvobození časovým testem ⁽⁵⁾
Srážková daň	(6)	(6)	(6)
Kupující / společnost nabývající aktiva			
Přecenění aktiv daňově účinné ("step-up")	n.r.	ANO ⁽⁷⁾	NE
Převzetí historických veřejnoprávních rizik	ANO	NE	ANO; respektive částečně ANO (vzájemné ručení mezi firmami)
Ostatní			
Znalecké ocenění <u>povinně</u>	NE	NE	Záleží na variantě přeměny ⁽⁸⁾
Nutné dodatečné technické poradenství transakce většího rozsahu (statutární audit, "rejstříkový" právník)	NE ⁽⁹⁾	NE ⁽¹⁰⁾	ANO ⁽¹¹⁾
Nutnost vyúčtovat DPH na výstupu	NE	NE ⁽¹²⁾	NE
Daň z transakce s nemovitostmi	V současnosti ne	V současnosti ne	V současnosti ne

Varianta provedení transakce >>>	Vklad nepeněžních aktiv	Prodej jednotlivých aktiv
Prodávající		
DPFO	n.r.	zdanitelné 15% sazbou daně ⁽³⁾
DPPO	n.r.	zpravidla dle zaúčtování (výnos - náklad na úrovni DZC), 21% sazba daně
Srážková daň	(6)	(6)
Kupující / společnost nabývající aktiva		
Přecenění aktiv daňově účinné ("step-up")	Spíše NE ⁽⁷⁾	ANO
Přechod odečitatelných daňových ztrát	n.r.	n.r.
Převzetí historických veřejnoprávních rizik	NE	NE
Ostatní		
Znalecké ocenění <u>povinně</u>	ANO	NE
Nutné dodatečné technické poradenství většího rozsahu (statutární audit, "rejstříkový" právník)	NE (mimo povinnost znaleckého ocenění aktiv - viz výše)	NE
Nutnost vyúčtovat DPH na výstupu	Obecně ANO ⁽¹³⁾	ANO
Daň z transakce s nemovitostmi	V současnosti ne	V současnosti ne

Poznámky

(1a) podmíněno také splněním dalších podmínek - konzultujte se svým daňovým poradcem

(1b) pro převis nad osvobozenou částku má být možno uplatnit pro rata tržní hodnotu firmy v roce 2024

- (1b) pro podíly nabyté po 1/1/2025 lze uplatnit jako výdaj na snížení příjmů nabývací cenu podílu / CP
- (2) v případě prodeje závodu OSVČ - vliv na platbu sociálního a zdravotního pojištění konzultujte s daňovým poradcem
- (3) příjmy z prodeje obchodního majetku - vliv na platbu sociálního a zdravotního pojištění konzultujte s daňovým poradcem
- (4) podmíněno také splněním dalších podmínek - konzultujte s daňovým poradcem
- (5) možnost převzít účetní / daňové položky (opravné položky, rezervy, ztráty apod.); detaily diskutujte s daňovým poradcem
- (6) v současnosti pro země z prostoru EU / EEA není relevantní
- (7) detaily konzultujte se svým daňovým poradcem
- (8) obecně: fúze splynutím; změna právní formy; převod jmění na hlavního spol.; přeměnou vzniká nová společnost, respektive se zvyšuje ZK nástupnické firmy
- (9) transakci je však nutno zapsat do OR
- (10) existuje nutnost založit doklad o koupi závodu do sbírky listin OR (podmínka účinnosti převodu závodu), vhodné vést oddělené účetnictví
- (11) např. zpracování projektu přeměny, sestavení zahajovací rozvahy, respektive její audit
- (12) je však třeba fakticky naplnit judikatorně stanovená kritéria pro obchodní závod
- (13) konzultujte se svým daňovým poradcem

Zdroj: Autor po konzultaci s daňovými odborníky

Důležité upozornění: Jelikož autor není daňový ani právní poradce, je vždy nutno zde uvedené skutečnosti diskutovat v kontextu pro daný domicil platné legislativy s daňovým a právním specialistou. Jedná se o čistě o „schématický“ přehled.

V rámci fiskálního konsolidačního balíčku dochází ke změně osvobození z prodeje podílů / cených papírů uskutečněných fyzickými osobami od 1. 1. 2025. Dle konzultace s daňovým specialistou autor upozorňuje, že k datu tvorby tohoto pojednání stále panují některé nejasnosti ohledně výkladu a praktické aplikace změn.

Aspekty volby transakční struktury, které dle autora stojí za povšimnutí, jsou následující:

- při prodeji podílu / cenného papíru může prodávající obecně minimalizovat daňovou zátěž díky existenci časových testů / jiných druhů osvobození (výhoda pro prodávajícího);
- zvýšení nabývací ceny aktiv („step-up“) uznatelné pro daňové účely je možné u transakcí typu prodej závodu či prodej jednotlivých aktiv (výhoda pro kupujícího);
- v případě nalezení rizik souvisejících s historickým podnikáním cílové společnosti jako například spory veřejnoprávní povahy, je možno se od těchto obecně „odstínit“ zvolením transakční struktury typu prodej závodu, prodej jednotlivých aktiv či nepeněžitý vklad (výhoda pro kupujícího).¹⁴

14 Možnost vyvést aktiva z problematické společnosti však může být omezena obecným právním rámcem či konkrétními soudními rozhodnutími (zejména pokud se riziko již zrealizovalo).

Závěr

V úvodní části tohoto článku jsem navrhnul strukturovaný model pro komplexní vyhodnocení finanční výhodnosti M&A transakce z hlediska (i) kupujícího, (ii) prodávajícího, respektive (iii) spojené entity. Zde demonstrováný model z pohledu (i) kupujícího a (ii) prodávajícího představuje dle mého názoru vhodný koncept pro prezentaci podkladů osobám zodpovědným za strategická rozhodnutí typu M&A investice / divestice. Obdobnou analýzu by měl zejména (i) kupující provést nejlépe jak před uskutečněním investice (*ex ante*), tak s určitým odstupem od získání cílové společnosti (*ex post*).

Komerčně orientovaný náhled (i) kupujícího, respektive (ii) prodávajícího dále doplňuji o (iii) konsolidovaný pohled na tvorbu hodnoty předmětnou akvizicí. Pomocí tohoto spíše *teoreticky* laděného konceptu (iii) může “nestranný pozorovatel” vyhodnotit, zda vzniklé kladné synergie spojení převyšují dodatečné náklady na transakční týmy, integraci, respektive zdanění vyvolané M&A obchodem. Jinými slovy lze postupem (iii) odhadnout, zda se prostřednictvím M&A transakce zvýšila v součtu hodnota pro zúčastněné vlastníky.

V samostatné subkapitole jsem dále porovnal základní transakční struktury - prodej podílu, fúze, prodej závodu, prodej jednotlivých aktiv či nepeněžitý vklad. Vhodné daňové a právní nastavení může mít i významný vliv na rizikovost M&A obchodu z pohledu kupujícího, respektive vyšší dodatečné daňové povinnosti (zpravidla na straně prodávajícího). Proto by zvolené struktře (i) kupující i (ii) prodávající měli věnovat náležitou pozornost.

Literatura

- [1] CMS (2023): *CMS European M&A Study 2023* [on-line], https://f.datasrvr.com/fr1/323/70000/MA_Study_2023_Final_Screen.pdf
- [2] EY (2023): *What drives one-time M&A integration costs and how to estimate them* [on-line], https://www.ey.com/en_us/strategy-transactions/four-current-trends-estimating-mergers-acquisitions-integration-costs
- [3] Hruboň L. (2023): *M&A transakce: Mechanismy překlenutí rozdílného ocenění kupujícího a prodávajícího*, *Oceňování* 1-2/2023, 16(1-2):40-57 | DOI: [10.18267/j.ocenovani.289](https://doi.org/10.18267/j.ocenovani.289), ISSN 1803-0785
- [4] Hruboň L. (2022): *M&A transakce: Úvod, role ocenění*, *Oceňování*, číslo 3/2022, ISSN 1803-0785
- [5] Hruboň L. (2021): *Násobek EV / EBITDA: Praktické poznámky k aplikaci*, *Oceňování*, číslo 4/2021, ISSN 1803-0785

M&A transakce: Komplexní analýza hodnoty akvizice

Lukáš Hruboň

Abstrakt

Autor v článku představuje komplexní postup pro vyhodnocení tvorby hodnoty při M&A transakci z hlediska kupujícího, prodávajícího i spojené entity. Tuto evaluaci je vhodné na straně kupujícího provést jak před uskutečněním investice (*ex ante*), tak s určitým odstupem od ovládnutí cílové společnosti (*ex post*). V prakticky laděné samostatné kapitole dále nabízí přehled nejdůležitějších daňových a právních konsekvencí jednotlivých transakčních struktur (prodej podílu, fúze, prodej závodu, prodej jednotlivých aktiv či nepeněžitý vklad) v českém prostředí.

Klíčová slova: M&A, fúze a akvizice, oceňování podniku, synergie, zdanění M&A transakcí, komplexní analýza hodnoty akvizice

M&A transactions: Comprehensive analysis of the acquisition value

Abstract

In the article, the author presents a comprehensive method for evaluating value created in an M&A transaction from the perspective of a buyer, a seller, and a combined entity. This evaluation shall be performed by a buyer both before the investment (*ex ante*) and with a reasonable hindsight (*ex post*). In a practical separate chapter, the author also provides an overview of the main tax and legal consequences of the available transaction structures (sale of shares, merger, sale of the business enterprise, sale of individual assets or contribution in-kind) in the Czech environment.

Key words: M&A, mergers & acquisitions, corporate valuation, synergies, M&A transactions taxation, complex acquisition value analysis

JEL classification: G34