

ANALÝZA HISTORICKÉHO VÝVOJE NA EVROPSKÉM TRHU FÚZÍ A AKVIZIC A IDENTIFIKACE FAKTORŮ, KTERÉ NA DANÉM TRHU PŮSOBÍ[#]

Štěpán Kohoutek,^{*} Pavla Maříková^{**}

Úvod

Trh fúzí a akvizic v Evropě prošel v posledním desetiletí významnou proměnou, která byla způsobena různými ekonomickými, sociálními a politickými faktory. V letech 2010 až 2023 zažíval evropský trh fúzí a akvizic období trvalého růstu, přičemž došlo k výraznému nárůstu přeshraničních transakcí a posunu v trendech specifických pro jednotlivá odvětví. Jedním z klíčových faktorů, které v tomto období formovaly evropský trh fúzí a akvizic, byly globální ekonomické podmínky. Zotavení z finanční krize v roce 2008 a následné období hospodářské stability v Evropě přispěly k příznivějšímu prostředí pro aktivity v oblasti fúzí a akvizic (Almazur et al., 2018). Ke zvýšené aktivitě v oblasti fúzí a akvizic v regionu navíc přispělo provádění politik zaměřených na podporu přímých zahraničních investic, hospodářského růstu a stability v různých evropských zemích (Metwalli & DeMello, 2020).

Pandemie COVID-19, která zasáhla světovou ekonomiku v roce 2020, rovněž významně ovlivnila trh fúzí a akvizic v Evropě. Počáteční ekonomická nejistota a poruchy způsobené pandemií vedly společnosti k tomu, aby upřednostnily zachování likvidity a vypořádaly se s problémy, které krize způsobila, což vedlo k dočasnému zpomalení aktivit v oblasti fúzí a akvizic, neboť organizace se soustředily na své bezprostřední provozní a finanční problémy. Jak se však evropské ekonomiky postupně zotavovaly a přizpůsobovaly nové realitě, trh fúzí a akvizic zaznamenal opětovný rozmach.

Prvním cílem tohoto článku je analýza historického vývoje na evropském trhu fúzí a akvizic za období let 2010 až 2023, kdy v daném období prošel evropský trh jak obdobím konjunktury, tak obdobím recese.

Dalším cílem tohoto článku je identifikace faktorů, které mohou mít vliv na evropský trh fúzí a akvizic z pohledu hodnoty transakcí, které jsou na daném trhu realizovány. Jako hlavní měřítko bude s ohledem na další výzkum autorů použita hodnota násobitele PE^1 .

[#] 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. Štěpán Kohoutek, Vysoká škola ekonomická, Fakulta financí a účetnictví, Katedra financí a oceňování podniku, email: kohs02@vse.cz

^{**} doc. Ing. Pavla Maříková, CSc., Vysoká škola ekonomická, Fakulta financí a účetnictví, Katedra financí a oceňování podniku, email: marikova@vse.cz

¹ PE (Price-to-Earning Ratio) – tržní násobitel, který vyjadřuje poměr mezi tržní cenou akcie a čistým ziskem na akcii

V první části tohoto článku bude provedena rešerše literatury, která bude zaměřena na předešlé výzkumy, jež se zabývaly historickým vývojem na trhu fúzí a akvizic a faktory ovlivňující aktivitu na trhu fúzí a akvizic a hodnotu transakcí, které byly na trhu fúzí a akvizic realizovány. V další části tohoto článku bude popsán postup sběru a zpracování dat. Na tuto kapitolu bude navazovat kapitola prvního dílčího cíle tohoto článku, tedy analýza historického vývoje na evropském trhu fúzí a akvizic za období let 2010 až 2023. V následující kapitole budou čerpány poznatky z rešerše literatury, kdy bude provedena analýza faktorů, které mohou působit na hodnotu transakcí realizovaných na trhu fúzí a akvizic v evropském prostředí. V poslední kapitole budou shrnuty hlavní závěry a poznatky z tohoto článku.

Rešerše literatury

Evropský trh fúzí a akvizic prošel v posledních desetiletích pozoruhodnou proměnou, která byla způsobena složitou souhrou ekonomických, regulačních a technologických faktorů. Historicky byla úroveň aktivit v oblasti fúzí a akvizic v Evropě ve srovnání s jinými světovými regiony, jako je například Severní Amerika, relativně skromná (Kotapati, 2015). V posledních letech se tento trend dramaticky změnil a Evropa se nyní stává významným centrem transakcí fúzí a akvizic v různých odvětvích (Aghazade et al., 2019).

Jednou z hlavních příčin tohoto nárůstu evropských fúzí a akvizic je snaha regionu o integraci ekonomik a harmonizaci regulačního prostředí. Vytvoření Evropské unie a provádění politik zaměřených na podporu jednotného trhu usnadnilo přeshraniční transakce, neboť společnosti se snaží využít synergií a rozšířit svůj geografický dosah (Almazur et al., 2018). K tomuto vývoji navíc přispělo zavedení eura a následná finanční integrace napříč Evropou, která firmám poskytla lepší přístup ke kapitálu a umožnila jim s menšími problémy realizovat akvizice přesahující hranice jednotlivých států (Gombár et al., 2022).

V rámci rešerše literatury byly zjištěny následující faktory, které mohou ovlivnit hodnotu transakcí na trhu fúzí a akvizic.

Odvětví, ve kterém cílový podnik působí, může být významným faktorem určujícím hodnotu transakce, jelikož různá odvětví mohou mít různé vyhlídky na růst, dynamiku, konkurenci a regulační prostředí, což může ovlivnit vnímanou hodnotu cílového podniku a konečnou cenu transakce (Mchawrab, 2016). Stejně tak důležitým faktorem je státní regulace při realizaci transakcí (Muehlfeld et al., 2007).

Kromě toho hraje zásadní roli také **míra kontroly**, o kterou nabyvatel usiluje. Studie ukázaly, že transakce, při nichž nabyvatel usiluje o získání většinového podílu v cílové společnosti, mají tendenci dosahovat vyšších ocenění, protože poskytují nabyvateli větší strategický vliv a provozní kontrolu (Muehlfeld et al., 2007). Problematicou kontrolních prémie se zabývá například studie Mergerstat, která stanovuje prémii za majoritu na základě dokončených transakcí s více jak 50,1% obchodními podíly společností, které jsou veřejně obchodovány. Důvodem vzniku kontrolní prémie je dle studie Mergerstat skutečnost, že kupující nabytím majoritního podílu získá možnost změnit podnikovou strategii a strukturu (Mařík, 2018).

Dalším faktorem je **velikost společnosti**, která je předmětem transakce. Větší cílové společnosti obvykle dosahují vyšší valuační, jelikož mohou nabyvateli nabídnout významné výhody, jako je větší tržní síla, synergie a možnosti diverzifikace (Calipha et al., 2011). Efektu velikosti a přírůžce k diskontní míře pro malé společnost se věnovali rovněž někteří autoři z České republiky. Jako první lze uvést článek autorů Jeřábka a Čiháka (2008), kteří ve svém článku zkoumali efekt velikosti na území Střední Evropy na základě transakčních násobitelů neobchodovaných společností. V rámci tohoto článku bylo potvrzeno, že s růstem velikosti společnosti (měřena jako tržní hodnota celkového investovaného kapitálu a tržní hodnota vlastního kapitálu) dochází k růstu hodnoty transakčních násobitelů, tedy že s růstem velikosti společnosti klesá požadovaná výnosová míra investora. Ke stejným závěrům došli ve svých článcích rovněž další čeští autoři (Skálová, Podškubka, Diviš, 2018), kteří stejně jako v případě první jmenovaného článku zkoumali existenci efektu velikosti na realizovaných transakcích s veřejně neobchodovanými společnostmi z Evropy.

Dalším důležitým faktorem může být **geografické rozložení** realizace transakce. Transakce, které překračují hranice států, mohou přinést další složitosti, jako jsou rozdíly v regulačním prostředí, kulturní faktory a výkyvy směnných kurzů, které mohou ovlivnit vnímanou hodnotu cílové firmy a následně i konečnou hodnotu transakce (Kotapati, 2015).

Přeshraniční transakce jsou realizovány za vyšší valuační násobky než vnitrostátní transakce. Toto zjištění je přisuzováno především informačním nevýhodám zahraničních nabyvatelů. Podniky se obvykle rozhodují pro přeshraniční transakce, když čerpají ze zkušeností s transakcemi na domácím trhu, avšak nemohou najít akviziční cíle na domácím trhu. Díky předchozímu úspěchu na domácím trhu tak mohou mít podniky nepřesný odhad o tom, kolik prostředků a úsilí je třeba vynaložit pro úspěšné investování na jiných trzích, v důsledku čehož může následně docházet k přepacení transakcí, čímž je způsoben vyšší transakční násobek u přeshraničních transakcí. Z provedeného výzkumu však bylo zjištěno, že rozpětí v násobcích ocenění mezi přeshraničními a vnitrostátními transakcemi se zmenšuje, pokud cílová společnost působí v zemi s kvalitními účetními standardy, pokud byla před odkupem veřejně obchodována na burze a pokud je přístup informací usnadněn díky větší velikosti firmy (Hammer et al., 2021).

Firmy soukromého a rizikového kapitálu, stejně jako strategičtí nabyvatelé, mohou mít rovněž významný vliv na hodnotu transakce, jelikož jejich **specifická investiční kritéria**, rizikový apetit a synergický potenciál mohou zvýšit nebo snížit konečné ocenění cílové firmy (Marks a Howard, 2015).

Závěrem lze říci, že přehled literatury identifikoval několik klíčových faktorů, které mohou ovlivnit hodnotu transakce na evropském trhu fúzí a akvizic, mezi které lze zařadit faktor odvětví, státu, míry kontroly, velikosti cílové společnosti, přeshraniční povahy transakce, a typu nabyvatele podílu.

Metodologie a data

Hlavním zdrojem transakcí s neobchodovanými podíly společností byla databáze Mergermarket² s územním vymezením na země Evropské unie. Výzkumným obdobím bylo období let 2010 až 2023, neboť evropská ekonomika v tomto období procházela fází recese i konjunktury. Vzhledem k rozsahu analyzovaného období byla do Evropské unie zahrnuta i Velká Británie, která v lednu 2020 Evropskou unii opustila. Sběr dat probíhal následujícím způsobem:

Nejprve byly z databáze Mergermarket staženy údaje o transakcích s neobchodovanými podíly společností s územním vymezením Evropské unie za období let 2010 až 2023 podle data oznámení transakce.

Po vzoru CRSP Deciles Size Study³ a Risk Premium Report Study⁴ byly z datového souboru vyloučeny:

1. transakce se společnostmi, u kterých nebyla zveřejněna hodnota PE⁵ násobitele a implikovaná hodnota vlastního kapitálu⁶ (dále jako „IEV“);
2. transakce se společnostmi z odvětví finančních služeb;
3. transakce se společnostmi, které byly předmětem insolvence;
4. transakce se společnostmi s dosaženým násobitelem PE vyšším než 30⁷.

Výsledkem tohoto postupu sběru dat je 2 978 transakcí se známou hodnotou PE násobitele.

Jak již bylo uvedeno výše, pro účely měření hodnoty realizované transakce je použit násobitel PE, který databáze Mergermarket počítá jako podíl ceny za akcii a zisku na akcii. Pokud dané údaje nejsou zveřejněny, tak Mergermarket počítá jako IEV / čistý zisk. Násobitel byl pro účely tohoto článku použit s ohledem na další navazující výzkum autora.

2 Mergermarket je databáze pro profesionály v oblasti fúzí a akvizic. Poskytuje přehled a analýzu strategií a trendů v oblasti transakcí po celém světě. Informace do databáze poskytuje více než 500 členů v 67 zemích a teritoriích. Databázi Mergermarket poskytuje společnost Acuris.

3 CRSP Deciles Size Study vycházela v letech 1999 až 2013 v rámci publikace Ibbotson SBBI Valuation Yearbook, avšak v roce 2013 se společnost Morningstar rozhodla, že tuto publikaci již nebude dále vydávat. Od roku 2015 byla tedy CRSP Deciles Size Study vydávána v rámci publikace Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital od společnosti Duff & Phelps.

4 Risk Premium Report Study vznikla v roce 1996 na základě výzkumu Grabowského a Kinga (1996), kteří zjistili, že s poklesem velikosti společnosti či růstem rizika, dochází k růstu výnosnosti. Risk Premium Report Study byla od roku 2015 vydávána v rámci publikace Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital od společnosti Duff & Phelps.

5 Jedná se o násobek, který je počítán z údajů z realizované transakce, nikoliv z burzovních údajů.

6 Implikovanou hodnotu vlastního kapitálu (Implied Equity Value) měří Mergermarket jako celkový počet akcií (celkový podíl) v oběhu v době formálního oznámení transakce vynásobený nabídkovou cenou za akcii (podíl). V případě následné změny nabídkové ceny je její výše aktualizována tak, aby odpovídala výsledné realizované ceně.

7 Toto omezení bylo učiněno na základě historického vývoje PE násobitele veřejně obchodovaného evropského indexu Euronext, kdy hodnota PE násobitele tohoto indexu se v období let 2014 až 2022 pohybovala v rozmezí 10 až 25.

V rámci některých analýz bude hodnota transakce (Deal Value) udávána rovněž v absolutním vyjádření, kterou databáze Mergermarket měří součet hodnoty zaplacené nabyvatelem za podíl na vlastním kapitálu v cílovém podniku plus případná hodnota čistého dluhu v cílovém podniku.

V rámci hlavních analýz v tomto článku bude použita popisná statistika, kdy však výsledky z těchto analýz budou následně rozpracovány pomocí složitějších statistických metod (vícekriteriální regresní analýza) v navazujícím výzkumu autorů.

Analýza historického vývoje na evropském trhu fúzí a akvizic za období let 2010 až 2023

Následující kapitola se bude věnovat prvnímu dílčímu cíli tohoto článku, a sice analýze historického vývoje na evropském trhu fúzí a akvizic za období let 2010 až 2023.

Níže uvedená tabulka obsahuje informace o počtu realizovaných transakcí, průměrné hodnotě transakce a průměrné hodnotě PE násobitele realizovaných transakcí na evropském trhu fúzí a akvizic za období let 2010 až 2023.

Tab. 1: Informace o realizovaných transakcích

Rok	Počet transakcí	Průměrná hodnota transakce (mil. EUR)	Průměrná hodnota PE násobitele
2010	250	219	14,71
2011	281	470	13,97
2012	238	214	14,18
2013	285	425	14,40
2014	281	421	13,58
2015	207	455	13,95
2016	176	696	14,27
2017	180	684	15,03
2018	179	461	13,77
2019	172	667	14,99
2020	132	1 267	15,37
2021	136	1 163	15,97
2022	60	2 270	14,38
2023	401	1 025	14,31
Celkem / Průměr	2 978	634	14,39

Zdroj: databáze Mergermarket, vlastní výpočty

Z výše uvedené tabulky lze zaznamenat, že v letech 2010 až 2015 bylo každoročně realizováno přes 200 transakcí se známou hodnotou PE násobitele. V následujících letech došlo k poklesu počtu realizovaných transakcí, kdy nejnižší hodnoty počtu realizovaných transakcí bylo dosaženo v roce 2022. Naopak největší počet realizovaných transakcí se známou hodnotou PE násobitele byl dosažen v roce 2023, kdy došlo k významnému oživení na trhu fúzí a akvizic po předešlém útlumu, který lze přisuzovat pandemii COVID-19 a válce na Ukrajině.

Největší transakce v absolutním vyjádření byly realizovány v letech 2020 až 2023. V předešlých letech hodnoty transakcí v průměru oscilovaly kolem dlouhodobého průměru, který činil 634 mil. EUR, kdy však zcela největší transakce byly realizovány v roce 2022, což významně ovlivnily dvě významné transakce. První z nich byl prodej 100% podílu na irské společnosti Shire plc, která působí v odvětví biotechnologií. Tento podíl byl prodán japonské společnosti Takeda Pharmaceutical Company Limited za 65 795 mil. EUR. Druhou významnou transakcí v témže roce byl prodej 100% podílu na britské společnosti Sky Ltd z odvětví médií. Tento podíl byl prodán americké společnosti Comcast Corp za 42 234 mil. EUR.

Po mírném propadu valuací transakcí (měřených pomocí PE násobitele) z roku 2018, docházelo ke každoročnímu nárůstu valuací společností v rámci realizovaných transakcí až do roku 2021, kdy dosáhl PE násobitel nejvyšší hodnoty za celé sledované období na úrovni 15,97. V následujících dvou letech se valuační realizovaných transakcí vrátily k dlouhodobému průměru PE násobitele, který činil 14,39.

Identifikace a analýza faktorů ovlivňujících hodnotu realizovaných transakcí

Tato kapitola bude zaměřena na druhý dílčí cíl, jehož předmětem je identifikace a analýza faktorů ovlivňujících hodnotu realizovaných transakcí na evropském trhu fúzí a akvizic.

Z provedené rešerše literatury vyplynuly k dalšímu zkoumání tyto faktory:

1. odvětví a stát realizované transakce;
2. velikost podílu, který je předmětem realizované transakce;
3. velikost společnosti, která je předmětem realizované transakce;
4. přeshraniční vs vnitrostátní transakce;
5. finanční vs strategický investor.

Stát a odvětví realizované transakce

Následující kapitola bude zaměřena na analýzu vlivu odvětví a státu na hodnotu realizované transakce.

Níže uvedená tabulka obsahuje informace o počtu realizovaných transakcí, průměrné hodnotě transakce a průměrné hodnotě PE násobitele dle států, kde byla transakce realizována.

Tab. 2: Přehled realizovaných transakcí dle států

Stát	Počet transakcí	Průměrná hodnota transakce (mil. EUR)	Průměrná hodnota PE násobitele
Velká Británie	874	526	13,84
Itálie	344	345	14,93
Francie	288	585	15,86
Německo	279	1 206	15,19
Španělsko	262	584	14,60
Švédsko	199	585	13,99
Polsko	168	250	12,00
Nizozemsko	122	1 062	14,32
Dánsko	93	383	15,83
Belgie	55	309	16,00
Finsko	55	690	17,51
Rakousko	46	892	14,53
Irsko (Republika)	36	3 988	14,00
Řecko	34	461	12,63
Portugalsko	32	966	15,65
Chorvatsko	14	59	11,25
Česká republika	12	1 675	13,78
Rumunsko	11	67	11,02
Maďarsko	11	228	8,17
Litva	8	102	12,19
Slovinsko	7	56	9,22
Malta	6	80	12,90
Lucembursko	5	1 989	6,30
Estonsko	5	104	12,18
Lotyšsko	4	84	12,69
Bulharsko	3	383	15,96
Slovensko	3	1 022	8,46
Kypr	2	91	16,09
Celkem / Průměr	2 978	634	14,39

Zdroj: databáze Mergermarket, vlastní výpočty

Tab. 3: Přehled realizovaných transakcí dle odvětví

Odvětví	Počet transakcí	Průměrná hodnota transakce (mil. EUR)	Průměrná hodnota PE násobitele
Služby (ostatní)	317	247	14,57
Průmyslové produkty a služby	312	336	14,58
Nemovitosti	196	1 312	11,30
Energie	179	984	13,13
Počítačový software	171	270	15,59
Spotřební zboží: Ostatní	143	588	14,73
Doprava	143	496	14,68
Stavebnictví	130	804	12,86
Spotřební zboží: Maloobchod	124	550	14,08
Spotřební zboží: Potraviny	120	279	14,59
Média	110	958	14,84
Výroba (ostatní)	107	332	14,58
Volný čas	105	465	15,54
Automobilový průmysl	104	944	13,40
Lékařství	98	651	17,37
Chemikálie a materiály	96	786	13,79
Počítačové služby	87	140	14,58
Telekomunikace: Operátoři	71	2 384	15,81
Služby (ostatní)	69	848	13,53
Lékařství: Farmaceutika	51	881	15,94
Internet / e-commerce	51	352	16,50
Průmysl: Elektronika	42	383	14,22
Průmyslová automatizace	38	500	16,03
Telekomunikace: Hardware	20	396	16,66
Těžba	20	559	13,57
Počítače: Hardware	17	139	15,62
Obrana	16	263	17,90
Biotechnologie	16	4 166	11,82
Zemědělství	12	139	10,82
Počítače: Polovodiče	10	410	14,11
Ostatní	3	36	7,85
Celkem / Průměr	2 978	634	14,39

Zdroj: databáze Mergermarket, vlastní výpočty

Z výše uvedené tabulky 2 lze zaznamenat, že největší počet transakcí za období let 2010 až 2013 se známou hodnotou PE násobitele byl realizován ve Velké Británii (874). Následovaly státy Itálie (344), Francie (288), Německo (279) a Španělsko (262). V ostatních státech bylo za dané období realizováno již méně než 200 transakcí. Z výše uvedené tabulky lze tedy zaznamenat, že větší počet transakcí je realizován v rozvinutých státech západní Evropy.

Z pohledu průměrné hodnoty transakce lze zaznamenat, že největší transakce byly realizovány v Irsku (3 988 mil. EUR), Lucembursku (1 989 mil. EUR) a České republice (1 675 mil. EUR). Tento údaj však může být zkreslen menším počtem realizovaných transakcí, jelikož v každém zmíněném státě bylo realizováno za dané období méně než 100 transakcí. Pokud bychom se zaměřili pouze na státy, kde bylo realizováno za dané období více než 100 transakcí, dojdeme k závěru, že největší transakce nad 1 000 mil. EUR byly realizovány v Německu a Nizozemsku.

Při pohledu na průměrné hodnoty PE násobitele dle jednotlivých států lze zaznamenat, že transakce ze států západní a severní Evropy byly z velké míry realizovány za větší valuace než transakce ze států východní a jižní Evropy.

Výše uvedená tabulka 3 obsahuje informace o počtu realizovaných transakcí, průměrné hodnotě transakce a průměrné hodnotě PE násobitele dle odvětví, ve kterém byla transakce realizována.

Při pohledu na výše uvedenou tabulku si lze povšimnout, že pět největších odvětví z pohledu počtu realizovaných transakcí byla odvětví služeb (317), průmyslových produktů a služeb (312), nemovitostí (196), energetiky (179) a počítačových softwarů (171).

Největší realizované transakce pak byly v průměru v odvětví biotechnologií, kdy však v tomto odvětví bylo za sledované období realizováno pouze 16 transakcí. Při pohledu na odvětví s více jak 100 realizovanými transakcemi, lze zaznamenat, že největší transakce byly v průměru realizovány v odvětví nemovitostí (1 312 mil. EUR).

Z průměrné hodnoty PE násobitele u jednotlivých odvětví lze zaznamenat, že nadprůměrné hodnoty PE násobitele je z velké míry dosaženo u technologických a rychle rostoucích odvětví (např. odvětví obrana, lékařství, internet, počítače), které jsou charakteristické svým zaměřením na inovace v oblasti technologií, kdy vykazují vysokou míru růstu v krátkém časovém horizontu. Tento růst se často odráží v jejich příjmech, ziscích, tržní hodnotě, nebo expanzi na nové trhy. Naopak u stabilních a méně rostoucích odvětví lze sledovat podprůměrné hodnoty PE násobitele, např. odvětví nemovitostí (11,30) a stavebnictví (12,86).

Velikost podílu

Jako další faktor, který může mít vliv na hodnotu realizované transakce, vyplynul faktor velikosti podílu, který je předmětem realizované transakce.

Pro účely rozdělení podílů na majoritní a minoritní bylo vycházeno z přístupu studie Mergerstat, která majoritní podíly určuje na základě dokončených transakcí s více jak 50,1% podíly⁸.

8 Je nutné dodat, že tento přístup může mít své limity, jelikož v praxi se lze sekat se situací, kdy i koupe méně jak 50% podílu může zakládat vznik majoritního podílu ve společnosti.

Níže uvedená tabulka obsahuje informace o počtu realizovaných transakcí a průměrné hodnotě PE v rozdělení na realizované transakce s méně jak 50,1% podíly a realizované transakce s rovno nebo více jak 50,1% podíly.

Tab. 4: Přehled realizovaných transakcí dle výše podílu

Rok	Průměrná hodnota PE násobitele do 50,1 %	Počet transakcí s podíly do 50,1 %	Průměrná hodnota PE násobitele nad 50,1 %	Počet transakcí s podíly nad 50,1 %
2010	16,89	57	14,07	193
2011	14,11	70	13,92	211
2012	14,89	46	14,00	192
2013	13,86	71	14,58	214
2014	14,83	84	13,05	197
2015	14,32	71	13,76	136
2016	14,12	63	14,36	113
2017	15,02	54	15,03	126
2018	12,68	50	14,20	129
2019	13,58	40	15,42	132
2020	13,37	29	15,93	103
2021	17,32	33	15,54	103
2022	13,34	18	14,82	42
2023	13,82	120	14,51	281
Celkem / Průměr	14,42	806	14,38	2 172

Zdroj: databáze Mergermarket, vlastní výpočty

Z výše uvedené tabulky lze pozorovat, že za sledované období bylo realizováno 806 transakcí s podíly do 50,1 % (minoritní podíly), zatímco transakcí s více jak 50,1% (majoritní podíly) podíly bylo realizováno 2 172.

Z průměrné hodnoty PE násobitele však vyplývá, že valuace transakcí s majoritními a minoritními podíly byly na trhu evropských fúzí a akvizic v průměru stejné, kdy za zmínku stojí to, že do roku 2017 byla dosahována vyšší hodnota PE násobitele u transakcí s minoritními podíly, zatímco od roku 2018 se tento trend obrátil, s výjimkou roku 2021, což lze přisuzovat pandemii COVID-19.

Je nutné dodat, že tento přístup může mít své limity, jelikož v praxi se lze sekat se situací, kdy i koupě méně jak 50% podílu může zakládat vznik majoritního podílu ve společnosti. Tato problematika proto bude více analyzována v navazujícím výzkumu.

Velikost společnosti

Z provedené rešerše literatury vyplynul jako další možný faktor velikost společnosti, která je předmětem realizované transakce.

Pro účely měření velikosti společnosti byl využit ukazatel implikované hodnoty vlastního kapitálu (IEV, viz kapitola Metodologie a data). Společnosti byly v rámci datového vzorku seřazeny podle velikosti IEV od největší po nejmenší a následně po vzoru CRSP Deciles Size Study seřazeny do 10 decilů, kdy v 1. decilu byly největší společnosti z datového vzorku a v 10. decilu naopak nejmenší společnosti z datového vzorku. Pro každý decil následně byla vypočítána průměrná hodnota IEV a hodnota PE násobitele.

Níže uvedená tabulka zobrazuje rozdělení transakcí do 10 decilů podle velikosti s uvedenou průměrnou hodnotou IEV a PE násobitele pro každý decil.

Tab. 5: Přehled realizovaných transakcí dle velikosti společnosti

Decil	Průměrná hodnota IEV (mil. EUR)	Průměrná hodnota PE násobitele
1 (největší)	10 168	16,52
2	1 652	16,15
3	621	14,67
4	276	15,46
5	133	14,93
6	68	14,77
7	41	14,28
8	26	13,55
9	15	12,45
10 (nejmenší)	7	11,10
Průměr	1 298	14,39

Zdroj: databáze Mergermarket, vlastní výpočty

Z výše uvedené tabulky vyplývá, že s poklesem velikosti společnosti klesá hodnota PE násobitele, což potvrzuje tezi, že investoři vnímají velké společnosti jako více stabilní a méně rizikové, a proto jsou ochotní do nich investovat větší částky ve srovnání s menšími společnostmi.

Níže uvedená tabulka zobrazuje počet realizovaných transakcí a průměrnou hodnotu PE násobitele největších (1. decil) a nejmenších (10. decil) společností za celé sledované období.

Tab. 6: Srovnání realizovaných transakcí největších a nejmenších společností

Rok	Průměrná hodnota PE násobitele v 1. decilu	Počet transakcí v 1. decilu	Průměrná hodnota PE násobitele v 10. decilu	Počet transakcí v 10. decilu
2010	17,83	20	10,95	32
2011	15,41	30	11,01	39
2012	15,72	9	11,55	37
2013	14,26	23	13,25	28
2014	17,32	31	11,98	30
2015	15,75	17	11,19	15
2016	16,18	16	10,99	12
2017	16,84	19	11,43	18
2018	15,57	13	10,28	20
2019	14,48	17	10,17	15
2020	17,13	21	12,78	9
2021	21,77	16	10,39	14
2022	22,87	6	15,12	3
2023	15,92	59	7,54	25
Celkem / Průměr	16,52	297	11,10	297

Zdroj: databáze Mergermarket, vlastní výpočty

Z výše uvedené tabulky vyplývá, že průměrná hodnota PE násobitele největších společností byla ve všech letech sledovaného období výrazně vyšší než průměrná hodnota PE násobitele nejmenších společností.

Přeshraniční vs vnitrostátní transakce

Jako další faktor, který vyplynul z rešerše literatury, bude analyzován vliv přeshraničních a vnitrostátních transakcí na hodnotu realizované transakce. Přeshraniční transakci rozlišuje databáze Mergermarket jako transakci, která probíhá přes hranice států, tj. transakce, která zahrnuje společnosti nejméně dvou různých státních příslušností. Naopak vnitrostátní transakce je dle databáze Mergermarket určena jako transakce uskutečněná v rámci státní hranice, tj. transakce zahrnující dva nebo více státních příslušníků.

Níže uvedená tabulka obsahuje informaci o počtu realizovaných transakcí a průměrné hodnotě PE násobitele v rozdělení na přeshraniční a vnitrostátní transakce.

Tab. 7: Přehled realizovaných přeshraničních a vnitrostátních transakcí

Rok	Průměrná hodnota PE násobitele – přeshraniční	Počet transakcí – přeshraniční	Průměrná hodnota PE násobitele – vnitrostátní	Počet transakcí – vnitrostátní
2010	15,17	141	14,13	109
2011	13,59	164	14,49	117
2012	14,42	116	13,94	122
2013	14,71	177	13,90	108
2014	14,04	152	13,05	129
2015	14,29	132	13,36	75
2016	14,43	99	14,06	77
2017	15,28	114	14,59	66
2018	14,11	109	13,24	70
2019	15,16	104	14,73	68
2020	15,18	84	15,69	48
2021	16,24	72	15,67	64
2022	15,78	38	11,96	22
2023	14,81	232	13,61	169
Celkem / Průměr	14,67	1 734	14,00	1 244

Zdroj: databáze Mergermarket, vlastní výpočty

Z výše uvedené tabulky vyplývá, že s výjimkou roku 2012 bylo ve všech zbylých letech sledovaného období realizováno více přeshraničních transakcí.

Z výše uvedené tabulky dále vyplývá, že valuace přeshraničních transakcí byly v průměru o 5 % vyšší ve srovnání s vnitrostátními transakcemi. Jak již bylo uvedeno v rešerši literatury, jedním z důvodů vyšších valuací u přeshraničních transakcí může být informační asymetrie, jelikož zahraniční investoři mohou mít nepřesný odhad o tom, kolik prostředků a úsilí je třeba vynaložit pro úspěšné investování na jiných trzích, v důsledku čehož může následně docházet k přeplacení transakcí, čímž je způsoben vyšší transakční násobek u přeshraničních transakcí. Důvodem vyšších valuací však může být rovněž uvažovaná synergie z důvodu vstupu na nový trh.

Finanční vs strategičtí investoři

Posledním zjištěným faktorem z rešerše literatury byl typ investora, který danou transakci realizuje. Pro účely analýzy byl tedy datový vzorek rozdělen na transakce realizované finančními a strategickými investory. Jako finanční investoři jsou evidovány kupující společnosti, které jsou v rámci

databáze Mergermarket evidovány jako private equity a venture capital fondy. Jako strategičtí investoři jsou evidováni kupující ze zbylých odvětví.

Strategičtí investoři obvykle upřednostňují akviziční cíle, které jsou v souladu s jejich dlouhodobými růstovými strategiemi, nabízejí synergie s jejich stávajícími aktivitami nebo poskytují přístup k cenným zdrojům a schopnostem. Často se zaměřují na společnosti ve stejném odvětví, které mohou posílit jejich konkurenční pozici. Při hodnocení příležitostí upřednostňují obchodní strategii, obchodní model a produktové řady.

Na druhé straně finanční investoři hodnotí potenciální akviziční cíle na základě jejich schopnosti generovat vysoké finanční výnosy. Vyhledávají podniky s vysokým růstovým potenciálem, atraktivními maržemi a silnou tvorbou peněžních toků.

Níže uvedená tabulka obsahuje informaci o počtu realizovaných transakcí a průměrné hodnotě PE násobitele v rozdělení na transakce realizované ze strany finančních a strategických investorů.

Tab. 8: Přehled realizovaných transakcí dle typu investora

Rok	Průměrná hodnota PE násobitele – finanční investor	Počet transakcí – finanční investor	Průměrná hodnota PE násobitele – strategický investor	Počet transakcí – strategický investor
2010	15,89	55	14,38	195
2011	15,14	45	13,74	236
2012	16,16	41	13,76	197
2013	14,41	54	14,40	231
2014	13,96	55	13,49	226
2015	16,10	37	13,48	170
2016	16,53	27	13,86	149
2017	18,35	31	14,34	149
2018	14,38	28	13,66	151
2019	16,94	32	14,55	140
2020	16,35	28	15,10	104
2021	15,79	38	16,04	98
2022	11,27	8	14,86	52
2023	17,55	78	13,52	323
Celkem / Průměr	15,86	557	14,05	2 421

Zdroj: databáze Mergermarket, vlastní výpočty

Z výše uvedené tabulky vyplývá, že ve všech letech sledovaného období bylo realizováno více transakcí ze strany strategických investorů. V celkové sumě bylo realizováno 2 421 transakcí strategickými investory a 557 transakcí finančními investory.

Z tabulky dále vyplývá, že finanční investoři realizovali transakce za přibližně o 13 % vyšší násobek zisku ve srovnání se strategickými investory. Důvodem tohoto rozdílu mohou být především nízké úrokové sazby ve sledovaném období, kdy v období let 2017 až 2021 držela Evropská centrální banka nulovou základní úrokovou sazbu, což umožnilo finančním investorům získat levné dluhové zdroje na financování akvizic. Důkazem může být rok 2022, kdy Evropská centrální banka začala zvyšovat úrokové sazby, což způsobilo razantní propad počtu a valuací transakcí realizovaných finančními investory, kdy tento propad byl mnohem vyšší než u strategických investorů, díky čemuž byly v daném roce realizovány transakce strategickými investory za vyšší valuace než transakce realizované finančními investory. Dalším důvodem poklesu realizovaných transakcí ze strany finančních investorů však mohla být rovněž nejistota na trzích, která byla způsobena především válkou na Ukrajině.

Závěr

V rámci tohoto článku byly stanoveny dva cíle. Prvním cílem tohoto článku byla analýza historického vývoje na evropském trhu fúzí a akvizic za období let 2010 až 2023, kdy v daném období prošel evropský trh jak obdobím konjunktury, tak obdobím recese. Druhým cílem tohoto článku byla identifikace faktorů, které mohou mít vliv na evropský trh fúzí a akvizic z pohledu hodnoty transakcí, které jsou na daném trhu realizovány. Jako hlavní měřítko byla s ohledem na další výzkum autorů použita hodnota násobitele PE.

V případě prvního cíle bylo zjištěno, že v letech 2010 až 2015 bylo každoročně realizováno přes 200 transakcí se známou hodnotou PE násobitele. V následujících letech došlo k poklesu počtu realizovaných transakcí, kdy nejnižší hodnoty počtu realizovaných transakcí bylo dosaženo v roce 2022. Naopak největší počet realizovaných transakcí se známou hodnotou PE násobitele byl dosažen v roce 2023, kdy došlo k významnému oživení na trhu fúzí a akvizic po předešlém útlumu, který lze přisuzovat pandemii COVID-19 a válce na Ukrajině. Po mírném propadu valuací transakcí (měřených pomocí PE násobitele) z roku 2018, docházelo ke každoročnímu nárůstu valuací společností v rámci realizovaných transakcí až do roku 2021, kdy dosáhl PE násobitel nejvyšší hodnoty za celé sledované období na úrovni 15,97. V následujících dvou letech se valuace realizovaných transakcí vrátily k dlouhodobému průměru PE násobitele, který činil 14,39.

V rámci druhého cíle tohoto článku byla zaměřena pozornost na analýzu faktorů ovlivňujících hodnotu transakcí. Z provedené rešerše literatury vyplynuly k dalšímu zkoumání tyto faktory:

1. odvětví a stát realizované transakce;
2. velikost podílu, který je předmětem realizované transakce;
3. velikost společnosti, která je předmětem realizované transakce;
4. přeshraniční vs vnitrostátní transakce;
5. finanční vs strategický investor.

Stát a odvětví realizované transakce

Transakce ze států západní a severní Evropy byly z velké míry realizovány za větší valuace než transakce ze států východní a jižní Evropy.

Nadprůměrné hodnoty PE násobitele bylo z velké míry dosaženo u technologických a rychle rostoucích odvětví. Naopak u stabilních a méně rostoucích odvětví bylo možné sledovat podprůměrné hodnoty PE násobitele, např. odvětví nemovitostí (11,30) a stavebnictví (12,86).

Velikost podílu

Z průměrné hodnoty PE násobitele vyplynulo, že valuace transakcí s majoritními a minoritními podíly byly na trhu evropských fúzí a akvizic v průměru stejné, kdy za zmínku stojí to, že do roku 2017 byla dosahována vyšší hodnota PE násobitele u transakcí s minoritními podíly, zatímco od roku 2018 se tento trend obrátil, s výjimkou roku 2021, což lze přisuzovat pandemii COVID-19.

Je nutné dodat, že tento přístup může mít své limity, jelikož v praxi se lze sekat se situací, kdy i koupě méně jak 50% podílu může zakládat vznik majoritního podílu ve společnosti. Tato problematika proto bude více analyzována v navazujícím výzkumu.

Velikost společnosti

Z analýzy vyplynulo, že s poklesem velikosti společnosti klesala hodnota PE násobitele, což potvrzuje tezi, že investoři vnímají velké společnosti jako více stabilní a méně rizikové, a proto jsou ochotní do nich investovat větší částky ve srovnání s menšími společnostmi. Dále bylo zjištěno, že průměrná hodnota PE násobitele největších společností byla ve všech letech sledovaného období výrazně vyšší než průměrná hodnota PE násobitele nejmenších společností.

Přeshraniční vs vnitrostátní transakce

Z provedené analýzy vyplynulo, že valuace přeshraničních transakcí byly v průměru o 5 % vyšší ve srovnání s vnitrostátními transakcemi. Jak již bylo uvedeno v rešerši literatury, jedním z důvodů vyšších valuací u přeshraničních transakcí může být informační asymetrie. Důvodem vyšších valuací však může být rovněž uvažovaná synergie z důvodu vstupu na nový trh.

Finanční vs strategičtí investoři

Z provedené analýzy dále vyplynulo, že finanční investoři realizovali transakce za přibližně o 13 % vyšší násobek zisku ve srovnání se strategickými investory. Důvodem tohoto rozdílu mohou být především nízké úrokové sazby ve sledovaném období, kdy v období let 2017 až 2021 držela Evropská centrální banka nulovou základní úrokovou sazbu, což umožnilo finančním investorům získat levné dluhové zdroje na financování akvizic. Důkazem může být rok 2022, kdy Evropská centrální banka začala zvyšovat úrokové sazby, což způsobilo razantní propad počtu a valuací transakcí realizovaných finančními investory, kdy tento propad byl mnohem vyšší než u strategických investorů, díky čemuž byly v daném roce realizovány transakce strategickými investory za vyšší valuace než transakce realizované finančními investory. Dalším důvodem poklesu realizovaných transakcí ze strany finančních investorů však mohla být rovněž nejistota na trzích, která byla způsobena především válkou na Ukrajině.

Literatura:

- [1] Aghazade, H., Heidari, A., Dehnavi, M A D., & Abolmolouki, H. (2019): *Presenting a Comprehensive Framework for Integration and Acquisition Management in the Financial Services Industry*, *Journal of Management and Development Process* 32(3), 105-138. <https://doi.org/10.29252/jmdp.32.3.105>
- [2] Almazur, B., Arize, A C., Andreopoulos, G C., Malindretos, J., & Panayides, A. (2018): *The Reasons and Evaluations of Mergers and Acquisitions*, *Sciedu Press*, 7(3), 211-211. <https://doi.org/10.5430/afr.v7n3p211>
- [3] Calipha, R., Tarba, S Y., & Brock, D. (2011): *Mergers and acquisitions: A review of phases, motives, and success factors*. Emerald Publishing Limited, 1-24. [https://doi.org/10.1108/s1479-361x\(2010\)0000009004](https://doi.org/10.1108/s1479-361x(2010)0000009004)
- [4] Gombár, M., Širá, E., Hečková, J., Písar, O., Chapčáková, A., Kaščáková, D R. (2022): *Cross-border mergers and acquisitions in manufacturing sector in the European area*. *Entrepreneurship and Sustainability Issues* 10(2), 115-129. [https://doi.org/10.9770/jesi.2022.10.2\(7\)](https://doi.org/10.9770/jesi.2022.10.2(7))
- [5] Hammer, B., Janssen, N. a Schwetzler, B. (2021): *Cross-border buyout pricing*. *J Bus Econ* 91, 705–731. <https://doi.org/10.1007/s11573-020-01021-w>
- [6] Jeřábek, T., Čihák, P. (2008): *Kvantifikace prémie za velikost pro střední Evropu*. *Odhace a oceňování majetku*, 1, str. 44-49.
- [7] Kotapati, S R. (2015): *Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions: A Comprehensive Review and Future Direction*. RELX Group (Netherlands). [10.2139/ssrn.2685548](https://ssrn.com/abstract=2685548)
- [8] Mařík, M. (2018): *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, ISBN 978-80-87865-38-5.
- [9] Marks, K H., & Howard, J A. (2015): *Optimizing Private Middle-Market Companies for M&A and Growth*. Emerald Publishing Limited, 67-82. <https://doi.org/10.1108/s1479-361x20150000014005>
- [10] Metwalli, A M., & DeMello, J. (2020): *The next merger and acquisition hot spot in the Middle East (2009–2018): An Update*. *Wiley*, 31(3), 20-31. <https://doi.org/10.1002/jcaf.22442>
- [11] Mchawrab, S. (2016): *M&A in the high tech industry: value and valuation*, Emerald Publishing Limited 32(6), 12-14. <https://doi.org/10.1108/sd-03-2016-0036>
- [12] Muehlfeld, K., Sahib, P R., & Witteloostuijn, A V. (2007): *Completion or Abandonment of Mergers and Acquisitions: Evidence from the Newspaper Industry, 1981–2000*. *Routledge*, 20(2), 107-137. <https://doi.org/10.1080/08997760701193746>
- [13] Skálová, J., Podškubka, T., Diviš, P. (2018): *Vliv velikosti podniku na transakční násobitele*. *Politická ekonomie* 66, str. 57–77.

Analýza historického vývoje na evropském trhu fúzí a akvizic a identifikace faktorů, které na daném trhu působí

Štěpán Kohoutek, Pavla Maříková

Abstrakt

Trh fúzí a akvizic v Evropě prošel v posledním desetiletí významnou proměnou, která byla způsobena různými ekonomickými, sociálními a politickými faktory. V letech 2010 až 2023 zažíval evropský trh fúzí a akvizic období trvalého růstu, přičemž došlo k výraznému nárůstu přeshraničních transakcí a posunu v trendech specifických pro jednotlivá odvětví. Tento článek se zabývá analýzou historického vývoje na evropském trhu fúzí a akvizic za období let 2010 až 2023 a identifikace faktorů, které mohou mít vliv na evropský trh fúzí a akvizic z pohledu hodnoty transakcí.

Klíčová slova: Tržní násobitele; Oceňování; Fúze a Akvizice.

Analysis of historical developments in the European M&A market and identification of factors affecting the market

Abstrakt

The M&A market in Europe has undergone a significant transformation over the last decade, driven by various economic, social and political factors. Between 2010 and 2023, the European M&A market experienced a period of sustained growth, with a significant increase in cross-border transactions and a shift in sector-specific trends. This paper analyses the historical developments in the European M&A market over the period 2010 to 2023 and identifies factors that may affect the European M&A market in terms of deal value.

Key words: Market multiples; Valuation; Mergers and Acquisitions

JEL classification: G12, G34