

**Univerzita Karlova v Praze  
Fakulta sociálních věd  
Institut ekonomických studií**

**Bakalářská práce**

**2008**

***Jan Harrer***

**Univerzita Karlova v Praze**  
**Fakulta sociálních věd**  
**Institut ekonomických studií**

## **Bakalářská práce**



**Zjištění determinant premií a diskontů při  
ocenění akvizičních cílů**

**Vypracoval: Jan Harrer**  
**Konzultant: Doc. Ing. Oldřich Dědek, Csc.**  
**Akademický rok: 2007/2008**

Prohlášení:

Prohlašuji, že jsem bakalářskou práci vypracoval samostatně a použil pouze uvedené prameny a literaturu.

V Praze dne:

Podpis studenta:

### **Poděkování:**

Rád bych úvodem své práce poděkoval panu Doc. Ing. Oldřichu Dědkovi CSc. za odbornou pomoc při vedení bakalářské práce a za řadu tvůrčích námětů. Dále bych poděkoval společnosti Erste Corporate Finance, která mi navrhla téma a dovolila čerpat z databáze fúzí a akvizic Mergermarket.

## **Abstrakt**

Fúze a akvizice nabývají v posledních letech obrovsky na významu, a tím se zvyšují i nároky na kvalitu ocenění akvizičních cílů. Při valuaci jsou uplatňovány prémie a diskonty za některé skutečnosti nezahrnuté v oceňovacím modelu.

Práce zkoumá jednotlivé determinanty premií nad tržní cenu na vzorku fúzí a akvizic evropských kótovaných společností od začátku roku 2000 do současnosti. Práce je rozdělena na dvě části. První se zabývá teoretickými aspekty transakcí, které vstupují do procesu při koupi nebo slučování firem a tím ovlivňují cenu a tedy i zaplacenou prémii. Jednotlivé kapitoly se soustředí na motivace k provádění fúzí, valuační proces, Due Diligence proces, legislativu ovlivňující akvizice, roli private equity a aktuální situaci na evropském trhu. Druhá část práce se pomocí ekonometrických modelů snaží zjistit, které charakteristiky transakcí a jejich účastníků mají na výši prémie signifikantní vliv.

## **Abstract**

Mergers and acquisitions are nowadays playing more and more significant role on globalizing financial markets. That fact raised requirements on quality of acquisition target valuations. In the valuations process there are premiums and discounts applied for some features that are not concerned in the core valuation model.

The paper examines the determinants of merger bid premiums above the market price on the sample of European mergers and acquisitions from 2000 till now.

The work is divided into two parts. The first deals with theoretical aspects that are entering the acquisition process and hereby influencing the bid price and thus also the premium. Particular chapters describe merger motives, valuation process, Due Diligence, M&A legislation, specific role of Private Equity and the current situation on the European M&A market. The second part using econometric models tries to identify, which attributes of merger processes and which characteristics of its participants play the main role in determining premiums paid above the actual market price.

# Obsah

Úvod .....	1
<b>Část první - Teoretické aspekty fúzí a akvizic .....</b>	<b>3</b>
<b>1. Motivace k provádění fúzí.....</b>	<b>3</b>
1.1 Efektivnostní teorie .....	3
1.2 Monopolistická teorie .....	5
1.3 Valuační teorie .....	6
1.4 Teorie disturbance .....	6
1.5 Teorie budování impéria .....	7
1.6 Motivace manažerů.....	7
<b>2. Aktuální situace M&amp;As v Evropě .....</b>	<b>9</b>
<b>3. Proces valuace.....</b>	<b>10</b>
3.1 DCF – Discounted Cash Flow.....	10
3.2 Multiples .....	13
3.3 Likvidační hodnota .....	15
3.4 Reprodukční náklady .....	15
<b>4. Due Diligence .....</b>	<b>17</b>
<b>5. Role venture kapitálu a private equity .....</b>	<b>21</b>
<b>6. Problematika soutěžního práva v Evropě .....</b>	<b>23</b>
<b>7. Existující studie fúzních prémie .....</b>	<b>26</b>
7.1. A Financial Analysis of Acquisition and Merger Premiums .....	26
7.2 The Managerial, Regulatory, and Financial Determinants of Bank Merger Premium... ..	27
7.3 How Much Is Too Much: Are Merger Premiums Too High?.....	29
<b>Část druhá - Ekonometrické modely prémie.....</b>	<b>30</b>
<b>1. Definice prémie a diskontu.....</b>	<b>30</b>
<b>2. Data.....</b>	<b>31</b>
<b>3. Ekonometrické modely.....</b>	<b>37</b>
3.1 Kontrolní prémie .....	37
3.2 Multiples .....	38
3.3 Equity vs. Cash.....	39
3.4 Přeshraniční vs. tuzemské transakce .....	40
3.5 Velikost firmy/ transakce.....	41
3.6 Délka negociačního procesu .....	41
3.7 Nepřátelská převzetí .....	42
3.8 Růst EBIT, růst obrátu.....	42
3.9 MBO – Management Buy Out .....	43
3.10 Sektory ekonomiky, horizontální fúze.....	43
3.11 CEE Region.....	44
<b>Závěr - shrnutí.....</b>	<b>46</b>
Přílohy .....	48
Seznam použité literatury .....	50
Teze bakalářské práce .....	52

# Úvod

Jak vyplývá z názvu této práce, budou jejím ústředním tématem fúze a akvizice. Pro dobré porozumění modelu tvorby prémie a diskontů bude nutné probrat hlavní aspekty fúzí a akvizic.

Práce začíná popisem samotné podstaty těchto transakcí, tedy motivace, která vede manažery a vlastníky k uskutečňování rozhodnutí o koupi či prodeji svých podniků. Dále bude následovat krátký exkurs do nedávné historie fúzí a akvizic, který nám poskytne správný úhel pohledu při zkoumání jejich aktuálního vývoje. V neposlední řadě bych se rád zaměřil na jednotlivé aspekty, které ovlivňují průběh transakce. Samostatnou kapitolu je třeba věnovat jednotlivým metodám ocenění akvizičních cílů, a to v kontextu celého procesu, motivace ke koupi, výběru cíle, následného vyjednávání a konečné dohody obou zúčastněných stran .

Při fúzích a akvizicích dochází vlastně ke koncentraci kapitálu, utvářejí se spojení, pro která nejsou státní hranice žádnou překážkou. Fúze a akvizice mají obrovský význam v rámci globalizace světové ekonomiky. Prohlubování vazeb může však mít i své negativní důsledky, jak jsme viděli například u právě probíhající hypoteční krize. Následkem obrovské provázanosti finančních trhů a celé ekonomiky vůbec se krize týká i regionů, které s fundamentem této krize mají pramálo společného.

Velký podíl na růstu počtu fúzí a akvizic v posledních letech mají stále sílící hedge fondy, venture kapitálové fondy a private equity. Zdroje finančních sponzorů, jak bývají tyto instituce často označovány, nabyly v posledních letech obrovsky na objemu, v roce 2006 figuroval u téměř každé třetí fúze či akvizice na kupující straně finanční sponzor. Tato skutečnost z nich dělá významného hráče na poli fúzí a akvizic. Pokusíme se tohoto hráče popsat a zjistit, zda jeho přítomnost není také jednou z determinantů výše prémie.

Region střední a východní Evropy, na který by se práce měla mimo jiné také zaměřit, je specifický hlavně dědictvím komunismu. Když se na věc podíváme z institucionálního pohledu, můžeme ekonomiky těchto zemí přirovnat k právě narozenému dítěti, které se bez jakéhokoliv povědomí o volném trhu, bez jakéhokoliv právního rámce jalo dokořán otevřít bránu světa volného trhu, plného dravců připravených využít sebemenší slabost a skulinku v zákonech pro vlastní obohacení. Od začátku devadesátých let urazily ekonomiky zemí

střední a východní Evropy dlouhou cestu. Z batolete už je statný chlapec v nejlepších letech, tempem růstu jasně převyšující svého staršího a zkušenějšího bratříčka ze západní Evropy.

Práce se kromě obecné analýzy evropských fúzí pokusí přiblížit specifika transakcí ve východoevropském regionu. Jedním ze specifických jevů jsou privatizační procesy, které v tomto regionu, který je dnes motorem Evropy, hrály s větším či menším úspěchem významnou roli při znovuvytváření soukromého vlastnictví.

Oblast fúzí a akvizic je také velmi ovlivňována a určována legislativou. Právní úpravy týkající se fúzí se dají rozdělit do dvou skupin. První je tvořena specifickými normami týkajícími se provádění fúzí, druhou pak tvoří zákony na ochranu hospodářské soutěže. Zvláště národní antimonopolní úřady, spolu s pravidly zavedenými Evropskou unií, hrají velkou roli v určování vývoje fúzí a akvizic na evropském kontinentě.

Poslední, ale zdaleka nejdůležitější kapitolu tvoří analýza dat evropských fúzí a akvizic se zaměřením na prémii při ocenění akvizičních cílů.

Termín premie, který je ekvivalentem anglického merger premium, bid premium nebo premium, označuje částku zaplacenou kupujícím nad tržní hodnotu akvizičního cíle. Budeme pracovat s procentuelním vyjádřením premie, tedy poměrem zaplacené částky k tržní ceně a budeme se snažit odhalit, jakou roli hrají jednotlivé podmínky, charakteristiky a veličiny při jejím určení.

Následující kapitoly hlouběji rozvádějí problematiku popsanou v úvodu, měly by se dotknout většiny aspektů, které nějak vstupují do procesu při koupi nebo slučování firem a tím ovlivňují nabídnutou cenu a tedy i zaplacenou prémii.



# Část první

## Teoretické aspekty fúzí a akvizic

### 1. Motivace k provádění fúzí

V této kapitole bych se zaměřil na samou podstatu fúzí a akvizic a tedy na to, proč tento fenomén vůbec existuje, co je jeho motivací a účelem a jakou strategii vlastně jednotliví účastníci těchto transakcí sledují. Pochopení motivací k provádění fúzí a akvizic nám hodně napoví, které faktory by mohly hrát rozhodující roli při určení ceny a tím pádem i výše prémie. I když o teoriích fúzí a akvizic bylo napsáno mnoho, velká část zájmu se soustředila na jejich konsekvence a motivy vedoucí k těmto transakcím zůstaly poněkud v ústraní. I přesto existuje celá řada teorií akvizičních motivů.

Většina teorií se zabývá motivací vlastníků - tedy akcionářů, dále pak existují teorie patřící spíše do oblasti corporate governance, ty se soustředí na motivační faktory manažerů, případně pak na problém zmocnění ( Principal - Agent Problem ) - rozdílné zájmy vlastníků a managementu. Manažerskými motivy se budeme zabývat na konci kapitoly.

Vraťme se nyní k první skupině motivačních teorií, rozebírající motivace akcionářů k fúzím a akvizicím. Jádrem a odlišujícím faktorem každé z těchto teorií je zdroj nově nabytého výnosu akcionářů kupující strany. Zdroj tohoto profitu můžeme rozdělit do tří skupin 1. synergie, 2. soukromá asymetrická informace nebo 3. transfer majetku od akcionářů cíle nebo od zákazníků/spotřebitelů.

Projdeme si základní teorie jednu po druhé. Tyto teorie v podobě, ve které jsou níže popsány, nejsou dílem jednotlivých autorů, ale syntézou více vědeckých prací, které ze sebe vychází a jedna na druhou navazují či se vzájemně doplňují a opravují.

#### 1.1 Efektivnostní teorie (*Efficiency theory*)

Tato teorie nahlíží na fúze jako na zdroje synergie. Rozděluje pak synergie podle původu:

- .a) Finanční synergie
- .b) Provozní (operativní) synergie
- .c) Manažerské synergie

Ad a.

Takzvané finanční synergie je dosahováno více možnými kanály. Jedním z nich je snížení cost of capital (ceny kapitálu). Snížení této veličiny, která vlastně vyjadřuje procentuelní cenu jednotky kapitálu na financování investic a rozvojových aktivit firmy, lze dosáhnout více způsoby. První cesta je snížení systematického rizika<sup>1</sup> spojeného s podnikáním, toho se dá docílit například rozšířením podnikatelských aktivit na jiné nesouvisející trhy. Tím se eliminuje či zmírňuje pravděpodobnost insolvence při zhoršení podmínek nebo úplném zhroucení trhu. Druhým způsobem dosažení nižší ceny kapitálu je zvětšování firmy. Důsledkem je pak nižší průměrná cena bankovního úvěru pro větší korporace z důvodu menší pravděpodobnosti insolvence.

Ad b.

Provozní synergie plynou jednak z kombinování až do doby transakce oddělených provozů (například sdílení distribučních sítí), nebo ze sdílení informací vedoucích ke zkvalitnění nabízených služeb a produktů. Rostoucí výnosy z rozsahu jsou jedním ze základních konceptů mikroekonomické teorie. Využití rostoucích výnosů z rozsahu je realizováno u horizontálních fúzí, kde je synergií dosahováno například snížením nákladů, ušetřením pracovních míst, budov atd. Provozní synergie nejsou výjimečné ani při vertikálních fúzích, kdy firma pomocí akvizic ovládne celý tržní řetězec od dodavatelské struktury až po konečné prodejce.

Ad c.

Manažerských synergií je dosahováno při splnění předpokladu, že management kupujícího subjektu disponuje lepšími plánovacími, řídicími a monitorovacími schopnostmi. Tento pak při řízení sloučené entity dosáhne lepších výsledků.

Dosahování synergických efektů jakýchkoliv druhů bych se rád věnoval podrobněji, a to hlavně z důvodu nejužší svázanosti s empirickou studií výše prémie a diskontů. Na existenci synergií u fúzí a akvizic existuje řada protichůdných názorů a teorií. Řada autorů píše, že samotná teorie efektivních kapitálových trhů popírá existenci jakýchkoliv finančních synergií. Pokud však vezmeme tu verzi teorie efektivních kapitálových trhů, která říká pouze, že suma ceny všech akcií dané firmy je rovna jejich hodnotě, pak podle mého názoru je i za

---

<sup>1</sup> Systematická složka rizika je ta, která se dá diverzifikací zmenšit či úplně odstranit

těchto okolností existence finančních synergií možná. Efektivní kapitálový trh stanoví hodnotu akcií za daného stavu věcí, vyšší cena vzniklá výsledkem realizované synergie je možná, protože předchozí cena v sobě následnou transakci nemohla zahrnout. Tím se dostáváme k určení ceny, kterému bude věnována jedna s následujícími kapitol. Již z této diskuse o fúzních synergiích můžeme vidět, že cena společnosti je pro každého jednotlivého potenciálního kupujícího jiná.

## **1.2 Monopolistická teorie ( Monopoly theory)**

Tato teorie, jak název napovídá, nahlíží na fúze a akvizice jako na nástroj k dosažení monopolní pozice na trhu. Asi nejlépe představitelný je tento jev u takzvaných horizontálních fúzí. Horizontální fúze jsou fúze mezi podniky působícími na stejném relevantním trhu. Tyto firmy si před transakcí určitým způsobem konkurují, takže fúze, i kdyby nevedla k žádnému monopolnímu postavení, minimálně vymazává jednoho soupeře v konkurenčním boji z trhu. Asi nemá význam opakovat zde, proč je oslabení konkurenčního prostředí a monopolizace trhu pro spotřebitele, a tím pádem i pro alokaci zdrojů ve společnosti až na výjimky neefektivní a poškozující. Byla to druhá vlna fúzí, která začíná kolem roku 1920 a je ukončena velkou hospodářskou krizí roku 1929, ve které plnou silou nastupují horizontální fúze. Následná monopolizace hlavně utilit a železnic, ale i jiných odvětví, vedla k postupnému utváření antimonopolních opatření v podobě zákonů na ochranu hospodářské soutěže.

K monopolnímu efektu však mohou ve výsledku vést i čisté conglomerate mergers, neboli fúze společností, u kterých je průnik trhů, na kterých působí, nulový. Určitého druhu monopolizace lze dosáhnout například křížovou podporou produktů, jejíž obdobu jsme mohli pozorovat například u Microsoftu a jeho Media Playeru či Internet Exploreru. Soudní pře při takovémto porušení antimonopolních zákonů je mnohem složitější než u horizontálních fúzí, u kterých se dá omezení hospodářské soutěže poměrně dobře kvantifikovat. Dalším způsobem dosažení určité obdoby monopolního postavení je například vlastnictví distribučních sítí či naopak dodavatelské infrastruktury. Razantní tlak je dnes vyvíjen ze strany Evropské unie na takzvané národní monopoly, nabízející služby v energetické, vodovodní a kanalizační oblasti, a to právě kvůli skutečnosti, že jedna společnost vlastní vždy jak výrobu, tak i distribuční síť. Tímto je de facto zabráněno jakýmkoli konkurentům v daném odvětví vstoupit na trh.

### **1.3 Valuační teorie (Valuation Theory)**

Jednoduše řečeno tato teorie říká, že fúze jsou uskutečňovány, protože manažeři mají lepší informace o hodnotě cíle [Steiner 1975]. Tato teorie v podstatě popírá efektivitu kapitálového trhu. Tento koncept je teoretickým vysvětlením MBOs (Management buyouts), což je běžný název pro manažerské odkupy.

Se zajímavou myšlenkou, že tato teorie není v rozporu s teorií efektivních kapitálových trhů přišli Ravenscraft a Scherer, 1987. Teorie efektivních kapitálových trhů vyžaduje, aby každá veřejně dostupná informace byla zainkorporována v ceně. Manažeři disponují informací neveřejnou, jakmile ale svou nabídku na odkup zveřejní, cena akcie následkem zveřejnění nabídky vzroste. Tento koncept ve své práci dále rozvinul Wensley, 1982, ten klade důraz na nejednoznačnost privátní informace a na různé možnosti reakce trhu na její zveřejnění, či pouze částečné zveřejnění, jako jsou například různé neověřené zvěsti a fámy.

Podle mého názoru a také pravděpodobně názoru širší ekonomické veřejnosti sledují dnešní velké likvidní kapitálové trhy fundamentální základ (jsou v širším slova smyslu plně efektivní) pouze v delším období. Důkaz pro toto tvrzení můžeme pozorovat například v právě probíhající hypoteční krizi. Česká burza prožila největší pád v historii, aniž by se jakkoliv prokázal objektivní ekonomický vliv na výkonnost a profitabilitu kótovaných podniků. Dlouhodobější snížení ceny je způsobeno snížením poptávky následkem odlivu zahraničního kapitálu velkých investorů, kteří prodávají veškerá rizikovější aktiva, středoevropské akcie nevyjímaje.

### **1.4 Teorie disturbance (Disturbance theory)**

Tato nepříliš známá teorie [Gort,1969] říká, že vlny fúzí jsou spouštěny ekonomickými disturbancemi a šoky. Tyto disturbance mají za následek změny individuálních očekávání a všeobecné zvýšení nejistoty. Předchozí „nevlastníci“ aktiv<sup>2</sup> si nyní cení těchto aktiv více, než jejich současní vlastníci, tato skutečnost pak vede k uskutečňování většího počtu fúzí. Tato hypotéza je spíše zajímavým teoretickým konceptem než na reálných datech pozorovatelnou praxí<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> Rozumějme podíly ve společnostech

<sup>3</sup> Trautwein 1990

## **1.5 Teorie budování impéria ( Empire-building theory )**

Tato teorie souvisí s problémem zmocnění popsaném v další kapitole. Hlavní teze - v českém překladu nejlépe - teorie budování impéria je, že management společnosti, ať již je to pro akcionáře výhodné či ne, se snaží pomocí akvizic vybudovat co největší a nejglobálnější korporaci. Podle této teorie je velké množství fúzí způsobeno rozdílnými cíli správního orgánu společnosti a jeho akcionářů. Studie [Frederics, Arata 1987] dokazuje, že nejsignifikantnějším regresorem odměny managementu je velikost podniku, nikoliv jeho profitabilita. A právě toto je skutečnost, která vede management k novým a novým akvizicím, i když jsou tyto často pro samotné vlastníky nevýhodné.

## **1.6 Motivace manažerů ( Managerial Motives )**

U velkých korporací, kde je oddělené vlastnictví a samotné řízení, vzniká Principal - Agent<sup>4</sup> problém. Jinými slovy při delegaci řízení dochází k rozštěpení zájmů akcionářů a managementu. Tento problém bych rád rozebral trochu detailněji. Začneme tím, co je vlastně cílem vlastníků společnosti.

Skvostné vysvětlení základních motivačních vztahů v korporaci podává Richter [2008]:

Rovnice<sup>5</sup> základní kapitálové struktury obchodní společnosti:

$$A = L + C$$

Pravá strana rovnice nám vlastně udává frontu na majetek společnosti. Nejblíže majetku zde stojí věřitelé a až poté samotní vlastníci. Nárok vlastníků je tedy nárokem reziduálním, tzn. nárokem na peněžní toky zbylé po celkovém uspokojení nároků věřitelů, tedy nároků fixních. Jinými slovy akcionáři obdrží zisk po odečtení všech nákladů a zaplacení všech dlužných částek. Proto jsou to vlastníci, kdo má rozhodovací pravomoci, protože ti jediní mají motivaci investovat do nových projektů až do doby, než se mezní příjmy rovnají mezním nákladům.

---

<sup>4</sup> Stiglitz, Joseph E. (1987). "principal and agent, *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, v. 3, pp. 966-7

<sup>5</sup> A= Assets (aktiva) L = Liabilities (pasiva), neboli pro náš účel věřitelé, C = Capital (vlastní kapitál)

Ted' když víme, jaké jsou motivační faktory akcionářů, můžeme je porovnat s insentivy řídicího orgánu (managementu) společnosti. Existuje více teorií popisujících chování managementu v závislosti na akciovém podílu tímto managementem vlastněným (označme M). Začněme se situací ve společnosti s malým M. Zde management není motivován pouštět se do rizikovějších a ziskovějších investic. Podíváme-li se na fúzi jako na diverzifikaci tržního rizika (market risk) společnosti (tento pohled je obzvláště pravdivý u tzv. conglomerate mergers<sup>6</sup>), pak má manažer velký zájem na tom, aby se fúze opravdu uskutečnila. Tato teorie by implikovala pozitivní vztah mezi výší M a výší zaplacené prémie. Zvyšující se M tedy sjednocuje cíle akcionáře a managementu.

Pokud se na stejný problém podíváme z druhé strany, tedy očima managementu kupované korporace, je situace složitější. Pokud k fúzi opravdu dojde, je zde určitá nemalá pravděpodobnost, že lidé sedící v teplých manažerských křeslech o svá místa přijdou. Tento důvod stojí mnohdy za obrovskými tahanicemi a nepřátelskými převzetími, jako např. v nejslavnější kauze použití všech druhů obraných technik proti nepřátelskému převzetí Mannesman/Vodafone. Zde však nakonec management přesvědčil ohromný zlatý padák z rukou kupujícího - tedy Vodafonu.

Pro všechny teorie, které jsme v této kapitole popsali, bychom ve statistikách našli důkaz. U všech fúzí si můžeme být jisti, že pohnutky, které k nim vedly, jsou kombinací mnoha těchto motivačních faktorů. Nabídnutá a následně zaplacená cena je pak výslednicí důležitosti těchto motivací.

---

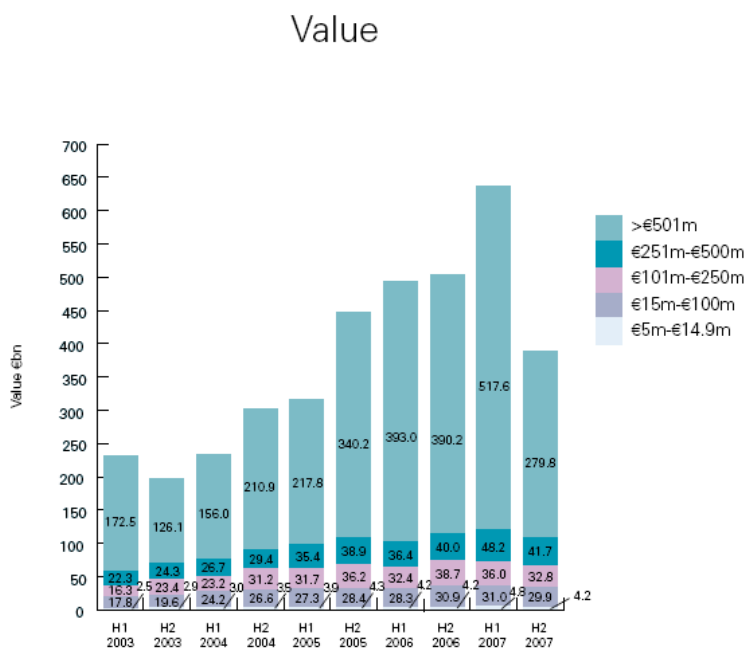
<sup>6</sup> Viz kapitola existující studie

## 2. Aktuální situace M&As v Evropě

V roce 2007 opět vzrostl objem transakcí oproti předchozímu roku o tři procenta. Celkově jsme na evropské půdě viděli 6 129 transakcí o celkové hodnotě 1 025 miliard Euro. Nejistota spojená s hypoteční krizí, která se do Evropy přelila přes oceán, způsobila zpomalení růstu v druhé polovině roku. Výsledkem je, že druhá polovina roku přinesla pouze 38% hodnoty fúzí celého roku. Největším motorem fúzí a akvizic v Evropě zůstávají ostrovní země Velká Británie a Irsko, jejichž firmy byly účastníky v celé čtvrtině transakcí roku 2007. Na druhém místě jsou Německo a Francie, které ale dohromady tvoří pouze asi 16% trhu. Druhá čtvrtina roku byla co do hodnoty nebohatším čtvrtletím za poslední 4 roky, z velké části to bylo ale díky megaakvizicím jako ABN AMRO, kterou nakonec za 71,1 mld. Euro převzalo konsorcium bank Royal Bank of Scotland, Fortis Bank a Santander, nebo jarní akvizice Endessy italským Enelem. Sub-prime krize, zdá se, nepostihla velké strategické průmyslové hráče a nezmenšila jejich hlad po nových akvizicích, jinak tomu ovšem je na poli finančních investorů – private equity. Ty postihla krize, či spíše obecná nejistota s ní spojená o poznání tvrději. I přesto padl evropský rekord v objemu akvizice private equity. Nákup britského raitailera Alliance Boots konsorciem, kde hlavní roli hrály private equity Kohlberg Kravis Roberts & Co. a CEO Aliance Boots Stefano Pessina o celkové hodnotě 17,8 mld. Euro, je typickým příkladem MBO (Management Buyout).

Na následujícím grafu můžeme vidět, že pokles způsobený (zejména) hypoteční krizí v druhé polovině roku 2007 neměl téměř žádný vliv na transakce menšího a středního objemu, zatímco sumární hodnotu velkoobjemových transakcí srazil skoro na polovinu.

I přes nečekanou globální finanční krizi pokračuje oblast fúzí a akvizic v rostoucím trendu a firmy, které na tomto trhu jakkoliv působí, se nějakého déletrvajícího zpomalení bát rozhodně nemusí.



Graf č.1, zdroj Deal Drivers, 2007

### 3. Proces valuace

Co tvoří hodnotu ve firmě? Co je vlastně motivací k podnikání či vlastnictví nějaké firmy? Jsou to finanční toky, které firma vlastníkovi přináší. To nám napovídá při odpovědi na otázku, co se vlastně skrývá za číslem označujícím hodnotu daného subjektu. Hodnota firmy se tedy rovná současné hodnotě peněžního toku, který je touto firmou generován.

Existuje několik způsobů ocenění podniku. Tím neintuitivnějším a také nejpoužívanějším je tzv. Discounting Cash Flows (DCF) - diskontování budoucích peněžních toků, neboli zjištění jejich dnešní hodnoty. Dalšími užívanými metodami valuace firmy jsou multiples, neboli česky násobky. Jedná se vlastně o srovnání hodnoty kupované firmy s hodnotou jiné, kterou známe, pomocí násobků hodnot jednotlivých finančních ukazatelů. Hodnota vzešlá z tohoto ocenění je tedy spíše hodnotou relativní než absolutním číslem. Další dvě oceňovací metody jsou poněkud odlišné. Ocenění pomocí likvidační hodnoty a ocenění pomocí odhadnutí nákladů, nahrazení (replikace) stávající firmy. Tyto dvě metody se od ostatních liší tím, že při valuaci vyčlení jednotlivá aktiva ze společnosti jako celku a oceňují je zvlášť. Teď si představíme detailněji každou z metod a řekneme si, jakou roli tyto metody hrají v určování ceny a tedy i námi zkoumané prémie.

#### 3.1 DCF – Discounted Cash Flow

Intuitivně by hodnota každého aktiva měla být funkcí tří proměnných: velikosti finančního toku generovaného tímto aktivem, toho, kdy jsou tyto toky generovány a nejistoty s těmito finančními toky spojené. Discounted Cash Flow metoda dává tyto veličiny do jednoho vztahu, pomocí něhož počítáme dnešní hodnotu jakéhokoliv aktiva:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

PV = Present Value (dnešní hodnota)

n = životnost aktiva

CF<sub>t</sub> = Cash Flow v období t

r = diskontní sazba, odrážející rizikovost daného aktiva



Než si řekneme, čemu v reálném příkladu ocenění firmy odpovídají jednotlivé proměnné ve výše uvedeném vzorci, popíšeme si ještě dva odlišné přístupy.

Prvním z nich je valuace pouze akcií dané firmy, druhý přístup oceňuje firmu jako celek včetně dluhu a ostatních nároků. Oba přístupy mají společnou metodu diskontování budoucích finančních toků, ale tyto toky a užitá diskontní sazba jsou rozdílné.

## **Value of Equity**

Při tomto postupu oceňujeme tedy akciový balík firmy, veličina ve jmenovateli následujícího vzorečku - FCFE (Free Cash Flow to Equity) udává finanční toky na akciový balík, tedy reziduální cash flow po odečtení veškerých finančních nároků (provozní náklady, daňové náklady, investiční náklady a hlavně také úroky z dluhu a splácení samotné dlužné částky<sup>7</sup>. Diskontní sazbu zde představuje cost of equity ( $k_e$ ), neboli náklad vlastního kapitálu, jedná se vlastně o akcionáři požadovanou návratnost.

$$Value\ of\ Equity = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t}$$

## **Cost of equity**

Tato veličina udává míru návratnosti požadovanou investory do akcií společnosti. Dá se také interpretovat jako náklad ušlé příležitosti, protože se jedná o návratnost z akcií se srovnatelnou mírou rizika. Tento koncept vychází z rodiny „asset pricing” modelů například CAPM, který udává vztah mezi očekávanou mírou rizika a očekávanou návratností. U každé investice podstupuje investor určité riziko, toto riziko musí být přiměřenou návratností kompenzováno. CAPM:

$$k_e = R_f + b(R_m - R_f)$$

$k_e$  = cost of equity

$R_f$  = risk-free rate of return (neboli bezriziková úroková míra – např. úroková míra státních dluhopisů)

$R_m$  = očekávaná návratnost akcií

$(R_m - R_f)$  = výnosová prémie za riziko investice do akcií

Pro detailnější vysvětlení doporučuji Gitan (2000) či Laser (2005)

---

<sup>7</sup> Interest payments, Principal payment

Alternativou FCFE modelu je použití Dividend Discount Modelu. Tento model diskontuje dividendový tok plynoucí akcionáři z držení akcie. Tyto dva modely jsou vzájemnou alternativou, mohou ale dávat různé výsledky. Hodnota získaná oběma modely bude stejná, pokud veškerý volný cash flow půjde na výplatu dividend nebo výnos reinvestovaného zisku bude mít nulovou Present Value. Pokud všechnen zisk nebude vyplacen a reinvestice zisku bude mít zápornou Present Value, pak hodnota získaná pomocí FCFE bude větší. Následkem akumulace volné hotovosti klesá D/E Ratio, což vede ke stavu podinvestování ve firmě, protože neinvestovaný cash je vlastně formou volného kapitálu. Nebezpečnější však může být opačný případ, kdy akcionáři nechají vyplatit příliš velké dividendy, tyto dividendy musejí být totiž financovány buďto dluhově nebo emisí nových akcií.

### **Value of the Firm**

Druhý přístup oceňuje celou firmu včetně dluhu a prioritních akcií. Ve výpočtu se liší opět jak diskontovaný cash flow, tak diskontní sazba.

$$Value\ of\ Firm = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$$

FCFF (Free Cash flow to Firm) označuje reziduální finanční tok z firmy po odečtení všech provozních daňových a investičních nákladů, ale před dluhovými platbami. Použitá diskontní sazba je Weighted average cost of capital (WACC), neboli vážený průměr ceny kapitálu, je to vlastně obdoba cost of equity při váženém zohlednění ceny dluhu.

### **Cena/Hodnota kontroly**

Při akvizici přebírá kupující firma s většinovým balíkem akcií také kontrolu nad chodem kupované entity a za tuto skutečnost je mnohdy také zaplacená nemalá prémie. Pokud bychom chtěli hodnotu kontroly zasadit do rámce našeho valuačního aparátu, mohli bychom použít například rozdíl mezi hodnotou získanou pomocí dividendového DDM modelu a FCFE, ten pak můžeme označit za hodnotu kontroly dividendové politiky, což je jedna z výhod vyplývajících z držení kontrolního akciového podílu ve firmě. Dalším prostředkem kontroly je ovládání investiční politiky a politiky financování (D/E Ratio), hodnota těchto

dvou aspektů by šla odhadnout sensitivity analýzou při změnách reinvestovaného kapitálu a D/E Ratia (podílu dluhu na celkovém financování firmy). Součet hodnot všech těchto aspektů nám dává celkovou hodnotu kontroly nad firmou.

### **3.2 Multiples**

V předchozí kapitole jsme si představili ocenění pomocí DCF modelu, tímto postupem nám při dodržení všech předpokladů a správné predikci použitých veličin vyjde absolutní číslo, podle kterého můžeme stanovit, zda je daný subjekt na trhu nadhodnocen či podhodnocen. Metoda ocenění, kterou si teď představíme, patří do skupiny metod relativního oceňování, její pomocí můžeme tedy stanovit, zda má valuovaná společnost větší či menší hodnotu v porovnání s „podobnou“ společností. Obě metody ocenění tedy dávají trochu rozdílné výsledky, které je nutné správně interpretovat a použít.

Rovnice, pomocí které hodnotu oceňované společnosti spočítáme, vypadá následovně:

$$MV_T = (MV_C / I_C) \times I_T$$

kde

$MV_T$  je Market Value neboli tržní hodnota cíle

$MV_C$  je tržní hodnota „srovnatelné“ společnosti

$I_T$  je indikátor hodnoty u cíle

$I_C$  je indikátor hodnoty u „srovnatelné“ společnosti

Tato metoda, i když v akademických kruzích díky nedokonalému teoretickému základu moc oblíbená není, se v praxi používá hlavně v první fázi akvizičního procesu k vytipování případných vhodných cílů. Tato metoda je také oblíbenou metodou amerických soudů při znaleckém určení ceny. Její hlavní výhodou je totiž časová nenáročnost, s tím spojená nízká nákladnost a relativní transparentnost (nejsou potřeba složité predikce).

Multiples metoda nám dává relativní volnost ve výběru proměnné - charakteristiky oceňované firmy, která bude indikátorem hodnoty. Tuto funkci mohou ve výpočtu plnit

například výnosy, cash flow, tržby, EBIT, EBITDA, nebo účetní hodnota a další. Problém této metody nastává, když se nějaká z použitých účetních kategorií dostane do záporných čísel. Pokud se jedná o „srovnatelnou společnost“, pak si musíme pro srovnání najít jinou kategorii či jinou firmu. Jestliže je takto postižena přímo námi oceňovaná společnost, pak nezbyvá než metodu zavrhnout. Tento problém nastává často u takzvaných „startup“ firem neboli začínajících firem, které zatím procházejí fází velkých investic a záporného zisku.

Jak vlastně definujeme onu „podobnou“ či „srovnatelnou“ společnost pro náš výpočet. Existují v zásadě tři přístupy – metoda srovnatelné společnosti, srovnatelné transakce a srovnatelného průmyslového odvětví.

Metoda srovnatelné společnosti je asi nejrozšířenější, také ona má však svá omezení. Při výběru peer group neboli skupiny „srovnatelných“ společností je třeba brát v úvahu řadu faktorů. Je obtížné najít společnosti, které mají s tou „naší“ společný trh, podobné portfolio produktů, srovnatelný podíl dluhu (leverage) a velikost. Dalším důvodem pro kritiku této metody je, že při srovnání vycházíme z tržní ceny, která může být ovlivněna aktuálním stavem kapitálového trhu. Ke zmírnění či odstranění tohoto problému může vést použití průměrných hodnot za nějaké časové období.

Metoda srovnatelné transakce je velmi podobná té předchozí. Jediným rozdílem je použití zaplacené ceny namísto tržní ceny jako měřítko hodnoty v jednotlivých multiples. Tato cena tedy již obsahuje prémii či diskont, na to nesmíme při interpretaci výsledků zapomenout.

Poslední metodou je použití srovnatelného průmyslového odvětví. Multiple, kterým násobíme hodnotu zisku, cash flow, účetní hodnotu, tržby atd., je tržní kapitalizace vydělená odpovídající hodnotou dané charakteristiky v relevantním odvětví ekonomiky. Tyto hodnoty pro jednotlivá odvětví jsou běžně k získání u Standard & Poor's, Moody's a dalších analytických a ratingových společností.

Podívejme se blíže na jednotlivé multiples, které můžeme pro ocenění použít.

Earnings – zisk. Je nejběžněji používán i při oceňování firem. PE Ratio je mimoto obecně používaný ukazatel, při rychlém ohodnocení atraktivity akcií. Ekvivalentně můžeme

jako alternativu použít EBIT či EBITDA. Zde můžeme fakticky pozorovat propojení DCF a Multiples modelu, protože tyto veličiny jsou jakýmsi druhem volného cash flow.

Bookvalue – účetní hodnota firmy, je ovlivněna nákupní hodnotou aktiv a jejich odpisy. Podle mě není dobrým ukazatelem hodnoty.

Revenues - tržby, výnosy Obě předchozí veličiny jsou účetními kategoriemi, které jsou ovlivněny účetními technikami a pravidly, u Revenues je tato ovlivnitelnost zmenšena na minimum.

Poslední dvě metody valuace jsou svou metodologií naprosto odlišné:

### **3.3 Likvidační hodnota**

Ocenění firmy pomocí odhadnutí její likvidační hodnoty nám rozhodně nedá stejný ani podobný výsledek jako metody předchozí, tato metoda se o to však ani nesnaží. Postup je velice intuitivní a jednoduchý. Vezmeme všechna aktiva, která společnost vlastní, a sečteme jejich tržní hodnotu. Hodnota, kterou dostaneme, je hodnotou firmy v případě, že firma nebude dále činná na trhu. Tato hodnota by měla být u zdravě fungujících firem menší než hodnota vzešlá z DCF nebo Multiples modelu. Může se ale ve výjimečných případech stát, že je tomu naopak, pak jestliže je vlastník racionální, měl by uvažovat o její likvidaci a rozprodání aktiv. Tato racionalita z pohledu majitele se však často ztrácí ve změti zájmů dalších skupin, jako je např. vláda v případě sociálních dopadů propouštění.

Pokud ostatní valuační metody dávají vyšší výsledky, je tato pro ocenění zdravě fungující firmy irelevantní? Není, protože likvidační hodnota slouží jako jakési dno, pod které nemůže hodnota společnosti klesnout. Platí tedy: čím je likvidační hodnota větší, tím menší je riziko s nákupem společnosti spojené, neboli pokud všechno půjde špatně, minimálně mohu firmu rozprodat po částech. To je přesně to, na co myslí bankéř při přidělování úvěru. Větší vliv má tedy likvidační hodnota například u Leveraged Buyouts.

### **3.4 Reprodukční náklady ( Replacement Costs )**

Když jsme říkali, že likvidační hodnota je jakýmsi dnem, neboli dolní hranicí ceny, je hodnota získaná oceněním pomocí metody replacement costs stropem oné ceny. Výsledkem použití této metody je výše nákladů na replikaci přesně stejné firmy se všemi aktivy, tržními pozicemi a příležitostmi. Logika za označením této hodnoty jako stropu pro určení ceny je ta,

že pokud by cena byla vyšší, vyplatilo by se vybudovat tuto firmu na zelené louce za nižší náklady. Největším problémem této metody je ale otázka samotné realizovatelnosti oné replikace, některá aktiva, zvláště ta nehmotná, jako jsou know-how, reputace a jméno obchodní značky, postavení na trhu a jiné. Dále pak je diskutabilní nahraditelnost klíčových zaměstnanců, největší kámen úrazu je pak s patenty a ochrannými známkami. Z toho vidíme, že pro získání specifické pozice na trhu neexistuje jiná cesta než pomocí fúzí a akvizic. Tato jakási nenahraditelnost specifických aktiv hraje při tvorbě zaplacené prémie velkou roli.

## 4. Due Diligence

Due Diligence je proces, při kterém kupující strana ověří své předpoklady o hodnotě kupované firmy. Správně provedená Due Diligence by měla ověřit zdroje hodnoty ve firmě, odhalit všechny skryté nedostatky a napovědět, kde by mohla být potenciální rizika. Due Diligence se netýká pouze finančních výkazů firmy, ale zabývá se také právními oblastmi, oblastmi řízení, strategie, personální oblastí a vůbec vším, co by mohlo v budoucnu ovlivnit chod spojených entit.

Jak jsme již řekli, při akvizici kupující strana vydá nemalé peníze za řekněme „zajíce v pytli“. Úlohou Due Diligence je zabránit nepříjemnému překvapení, snížit riziko, že zajíc bude vychrtlý a pod jeho lesklou srstí bude shnilé maso.

Pro náš účel nejdůležitější a nejzajímavější je zcela jistě finanční Due Diligence, proto se jí podrobněji věnuji v následující části této práce.

Běžný finanční Due Diligence proces by se měl soustředit na následující oblasti<sup>8</sup>:

a) Odhalení hlavních operačních faktorů úspěšnosti v daném druhu podnikání, společně s vyhodnocením rizik spojených s působením v daném odvětví. Toto klade obzvláště velké nároky na tým, který bude Due Diligence provádět, vyžaduje po jeho členech znalosti ohledně fungování daných trhů podél celé produkční křivky (od dodavatelů surovin až po koncové spotřebitele). Příkladem existence velkého rizikového faktoru mimo vlastní firmu může být třeba fakt, že se firma spoléhá na jednoho dodavatele. Pak se při změně podmínek z jeho strany, či jeho úplném krachu může dostat do problémů celý trh.

b) Podrobná analýza historických tržních a účetních dat, pro nastínění představy o opravdové výkonnosti korporace. Zde je základním úkolem identifikovat a vyhledit v účetních datech jednorázové procesy, se kterými se při určení trendu nedá počítat (příkladem může být prodej aktiv nebo změna účetního období).

c) Analýza investičních nákladů a potřebného provozního kapitálu. Tuto analýzu je potřeba provést s ohledem na stav financí a požadavky investora, neboli kupující strany. V této části by se mělo přihlídnout hlavně k budoucímu způsobu financování chodu nově vzniklé spojené entity.

d) Ověření předpokladů, na jejichž základě je postaven business plán cíle. Srovnání těchto předpokladů s realitou předchozích období. Po identifikaci potenciálních zlepšení

---

<sup>8</sup> Richard Burton, Partner, Transaction Services PWC Frankfurt, 2000

výkonnosti a znovu také možných rizik je užitečné provést sensitivity analýzu, neboli prozkoumat reakce výstupů na změny vstupních veličin v business modelu.

Pokud se podíváme na samotný průběh transakce, lze zde vysledovat hned několik pravidel a trendů. Velký rozdíl najdeme mezi průběhy transakcí u malých národních či regionálních hráčů a obrovských nadnárodních korporací. Shrňme si nejprve základní odlišnosti fúzí a akvizic u těchto dvou skupin a řekněme si, co to znamená pro průběh Due Diligence.

Nejdříve si obě skupiny přiblížíme. Představme si firmu, která je průměrným reprezentantem první skupiny, tedy skupiny malých firem. Její akcie nejsou nikde upsány, vlastnictví je tedy poměrně málo diverzifikováno, firma má většinou jednoho či dva velké akcionáře, kteří například v českých podmínkách jsou i zakladateli a zároveň podnik řídí. U velkých nadnárodních korporací, které mají své akcie kótovány na některé ze světových burz, je celý systém řízení společnosti poněkud odlišný.<sup>9</sup> Právě z těchto odlišností pak vychází i rozdílný průběh transakcí, jichž se tyto firmy účastní.<sup>10</sup>

Transakce mezi dvěma velkými hráči se často stávají aukčním konkurenčním bojem mezi několika zájemci na kupující straně, na druhé straně u malých privátních podniků je většinou vyjednávání o fúzi věcí neformálního, mnohdy nepředvídatelného procesu. Skutečnost, která asi nejvíce ovlivňuje jak průběh fúze, tak samotné Due Diligence, je rozdílné omezení přístupu k informacím.

Získání adekvátního přístupu k managementu kupované korporace a k jejím finančním informacím je pro úspěšný průběh Due Diligence neodmyslitelným předpokladem. Ideálního stavu úplného přístupu k informacím se nepodaří dosáhnout takřka nikdy, ale opačný případ, tedy téměř žádný přístup k informacím, je běžný například před podáním oficiální nabídky nebo při nepřátelských převzetích. Kromě řady nevýhod zde existuje výhoda, že v případě nedohody a neúspěchu dané akvizice nemusí nabízející platit nemalé náklady spojené s Due Diligence.

Samotný průběh akvizice, to znamená pořadí jednotlivých procesů a formalit, se může v jednotlivých zemích Evropy významně lišit. Tradičně dodržovaný model dovoluje kupující straně učinit finální nabídku až na základě již hotového Due Diligence. Pokud se prodávající rozhodne pro některého z nabízejících, následuje vyjednávání takzvaného období exkluzivity

---

<sup>9</sup> Viz kapitola merger motives – managerial motives

<sup>10</sup> V empirické studii ze zabývám především skupinou velkých korporací, protože hlavním požadavkem byly veřejně obchodované akcie.



(exclusivity period), ve kterém se právě provedení Due Diligence uskuteční nebo v případě financování akvizice dluhem se využije k sehnání prostředků k zafinancování fúze. Tento scénář se však více dodržuje v Británii a Americe, méně už na kontinentální Evropě.

Investoři z anglosaského prostředí mohou být při vstupu na trh fúzí a akvizic na kontinentální Evropě překvapeni řadou kulturních rozdílů, které mají na průběh transakcí vliv. Jedním a asi nejzásadnějším je chápání menšího a středního podnikání v rámci rodinné firmy, při jeho prodeji je většinou tím hlavním, co bývalého majitele zajímá, další strategický záměr investora. Odcházející manažer - vlastník chce vidět svůj business dále vzkvétat, což mimo jiné zajistí jeho spolupracovníkům jistotu zaměstnání. Další kritéria i kritérium nejvyšší nabídky pak ustupuje do pozadí. Příklad takového chování jsme mohli vidět nedávno u akvizice českého potravinářského podniku Hamé a.s. norským Nordic Partners. „Měli jsme i vyšší nabídky než dával Nordic Partners, ale ta jejich dostala přednost, protože dává Hamé do budoucna nejlepší perspektivu,“ prohlásil majitel Hamé Leoš Novotný<sup>11</sup>.

U velkých korporací již samozřejmě není zainteresovanost na dalším fungování podniku taková, zde se však občas do transakce míchá stát, v jehož zájmu je udržet v regionu výrobu a s ní spojená pracovní místa.

Problémy s Due Diligence u mezinárodních fúzí může často způsobit jazyková bariéra mezi oběma stranami, dále se může vyskytnout problém s nedostupností finančních dokumentů v pro kupující stranu srozumitelném jazyce. Kapitulu samu pro sebe pak tvoří rozdíly mezi účetními standardy v jednotlivých zemích.

V zájmu kupující strany je co nejhlubší, nejdelší a nejdůkladnější Due Diligence proces, to samé se rozhodně nedá říct o protistraně. Due Diligence proces málokdy hraje do karet kupované straně, většinou odkryje nedostatky, které jsou pak záminkou ke snížení nabízené ceny či neuskutečnění plánované transakce.

Dalším důvodem, proč Due Diligence proces není u kupovaného subjektu oblíben, je skutečnost, že se jedná o zásah do interních informací dané firmy, které jsou mnohdy tajné a jejichž zveřejnění by mohlo firmu významně poškodit. Tím více, pokud by se citlivé informace, jako například budoucí strategie, výrobní postupy a další, dostaly do rukou přímých konkurentů na cílových trzích. A jak již bylo zmíněno, ve většině případů se o přímé konkurenty opravdu jedná a připomínám, že Due Diligence proces se provádí ještě před

---

<sup>11</sup> Hospodářské noviny 7.4.2008 – článek: „Cena za Hamé prozrazena: Islandčané zaplatí 5 miliard“

uzavřením transakce, takže nebezpečí úniku citlivých informací zde opravdu existuje. Pro minimalizaci tohoto rizika byl vyvinut takzvaný Data Room.

Data Room je místnost, do které se připraví všechny dokumenty, které je vhodné kupující straně zveřejnit. Tato místnost pak nahradí například prohlídku facilit, při které by se protistrana mohla dozvědět více, než by bylo pro kupovaný subjekt vhodné.

Due Diligence proces je občas prováděn i kupovanou stranou, a to například pokud je platba prováděna akcemi kupujícího subjektu, pro ověření jejich skutečné hodnoty.

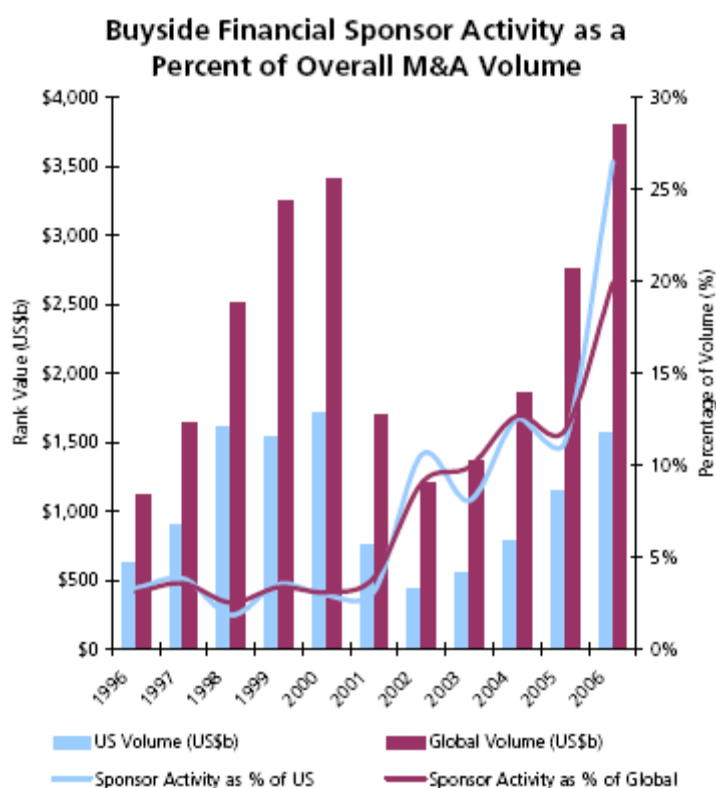
Pro případ, že by i přes detailně provedený Due Diligence kupovaná společnost úmyslně zamlčela či zkreslila nějakou závažnou skutečnost, vkládá se většinou do finálního kontraktu odstavec nazvaný Warranty Claim, který v tomto případě zajišťuje kupující straně finanční kompenzaci.

Due Diligence je každopádně nedílnou součástí téměř každé fúze a akvizice a hraje velkou roli při určení finální zaplacené ceny.

## 5. Role venture kapitálu a private equity

Pokud v dnešní době mluvíme o fúzích a akvizicích, nemůžeme jen tak přehlédnout aktivitu venture kapitálu a private equity. V roce 2006 tvořily celých 50 % všech evropských fúzí takzvané LBOs<sup>12</sup>. LBO je zkratka označující skoupení kontrolního balíku akcií společnosti jejím vedením za vypůjčený kapitál, či většinou ve spolupráci nějakou private equity.

Aktivita venture kapitálu se každý rok zvětšuje. Kde se tyto peníze berou? Hlavním motorem růstu prostředků rizikového kapitálu jsou američtí, evropští i asijské institucionální investoři jako například penzijní fondy, hedge fondy, bankovní domy a pojišťovny, kteří chtějí doplnit své klasické konzervativní investice investováním i do rizikovějších aktiv přinášejících mnohem větší výnosy.



Graf č.2, zdroj Private Equity Review, 2007

Události druhé poloviny roku 2007 ukázaly, jak daleko až došlo propojení dluhových trhů (debt markets) a aktivit private equity fondů. Zajímavé predikce a náhledy na budoucí vývoj poskytl průzkum<sup>13</sup> společnosti MergerMarket mezi hlavními decision makery na poli rizikového kapitálu, fúzí a akvizic. Hlavním zjištěním, které tato studie přinesla, je skutečnost, že většina manažerů očekává v nejbližší budoucnosti velký nárůst počtu nesplácených LBO<sup>14</sup>

<sup>12</sup> European Private Equity in Review, MergerMarket, February 2007

<sup>13</sup> Private Equity Outlook 2008, DebtWire, Part of the MergerMarket Group

<sup>14</sup> Leveraged Buy Out – definice je na v kapitole Ekonometrické modely - Data

úvěrů. Skoro polovina dotázaných předpokládá, že v příštích třech letech překročí počet LBO dlužníků, kteří poruší podmínky úvěrové smlouvy, šokujících 20 %.

I přes tento poněkud zkalený výhled bude pravděpodobně role private equity a rizikového kapitálu dále stabilním tempem růst.

## 6. Problematika soutěžního práva v Evropě

Tato kapitola popisuje vybrané záležitosti ohledně soutěžního a antimonopolního práva, které ovlivňují fúze a akvizice v Evropě. Při plánování kterékoliv akvizice či fúze v evropském kontextu, tedy mezi dvěma podniky operujícími na evropských trzích, musí být brán zřetel na vliv jednotlivých národních legislativ a legislativy Evropské unie. V harmonogramu akvizičního procesu je třeba počítat s tím, že uzavření obchodu bude v tom lepším případě pouze zpožděno důsledkem schvalování odpovídajícími autoritami.

Úkolem této kapitoly není podat vyčerpávající přehled a vysvětlení všech zákonných norem ovlivňujících jakkoliv fúze a podnikání v Evropě, ale vyzdvihnout ty, které hrají svou roli již v samotném plánování transakce a nastínit, jaký vliv mohou mít na finální zaplacenou cenu, tedy i na zaplacenou prémii.

Rozhodně zajímavý je vliv antimonopolních zákonů, zejména pak legislativy omezující vznik kartelů na vyjednávací procesy před uzavřením transakce. Zákony totiž do určité míry omezují výměnu obchodních a jiných tajných informací mezi konkurenčními subjekty na trhu. Striktní držení se této právní normy připomíná karetní hru bridž, ve které se dva mají shodnout, co zahrají, ale nesmí si přitom ukázat své karty.

V dnešní době vyžaduje většina národních antimonopolních autorit u fúzí velkých hráčů, aby kupující strana, respektive v případě fúze dvou rovnocenných stran obě, poskytly detailní rozbor svých úmyslů před dokončením fúzního procesu. To umožní národním regulátorům odhadnout pozdější vliv transakce na situaci na trhu. Pokud by celé šetření nebylo prováděno ještě před uzavřením transakce, mohla by distorze podmínek na relevantním trhu být již nevratná.

Kritéria pro nutnost oznamování akvizic regulátorům se v různých legislativách evropských států liší, většinou je však rozhodujícím faktorem velikost transakce založená na obrátovém měřítku. Například v Německu či ve Spojených státech, kde je systém ochrany hospodářské soutěže hodně propracovaný a založený na již dlouhé historické zkušenosti, funguje jako jeden z rozhodujících faktorů povolení fúze jako měřítko dobře známý Herfindalův index, který je přímým měřítkem dopadu transakce na dané konkurenční prostředí na relevantním trhu.

Je definován jako součet čtverců tržních podílů všech (významnějších) účastníků trhu:

$$H = \sum_{i=1}^n s_i^2$$

Ve Spojených státech platí nepsané pravidlo, že pokud fúze zvýší hodnotu tohoto indexu pro daný trh o více než 0,01, pak automaticky následuje detailnější šetření antimonopolních úřadů. Index nabývá hodnot od 0 (absolutní konkurence) do 1 (absolutní monopol), ale již hodnoty 0,1 – 0,18 odpovídají podle měřítek amerických úřadů středně koncentrovanému trhu. Trhy s hodnotou nad 0,18 jsou označovány jako koncentrované.

V Británii je aktivní hlášení plánované transakce u národního úřadu pro regulaci relativně benevolentní. Regulátor ovšem sám při podezření otevírá šetření. Tato skutečnost vede k tomu, že společnosti plánující akvizici tuto samy nahlásí, aby předešly následným soudním přím a případným postihům.

V posledních deseti letech do této problematiky razantně promlouvají orgány Evropské unie v čele s Evropskou komisí, ta se snaží soutěžní právo v členských státech Evropské unie sjednocovat.

Rozhodování o povolení jednotlivých transakcí by mělo být oproštěno od jakýchkoliv státních zájmů a jednotlivé národní vlády by měly být Evropskou unií za vměšování se do akvizičních procesů penalizovány. Zajímavý případ tohoto druhu jsme mohli vidět tento rok ve Francii. Societe Generale, druhá největší francouzská bankovní skupina po BNP Paribas, se následkem ztráty z podvodných praktik jejího makléře dostala do menších problémů a její, už tak hypoteční krizí oslabené akcie se ještě více propadly. To vyvolalo zájem ostatních silných bankovních skupin, které si na Societe Generale začaly „brousit zuby“. Následovala vlna nevole nově zvoleného francouzského premiéra Sarkozyho, který 30. ledna 2008 řekl, že „francouzská vláda je připravena bránit Societe Generale před jakýmkoliv nepřátelským převzetím ze zahraničí“<sup>15</sup>. Evropská komise však brzy francouzským představitelům vzkázala, že takovéto praktiky se neslučují s unijním právem a pokud bude Francie v podobném duchu pokračovat, mohou následovat sankce.

Jiná je samozřejmě situace, pokud je hlavním vlastníkem potenciálního cíle stát a jedná se vlastně o privatizační proces. Pak jsou všechny pravomoci ve státních rukou.

---

<sup>15</sup> Harald Tribune 31.1.2008

Se státními zásahy do prostředí volného trhu souvisí i přímá státní podpora firem a podnikatelů. Ta je trnem v oku Evropské unie již delší dobu. V posledních letech se v této problematice dosáhlo velkého pokroku. Evropská unie dohlíží na veškerou soukromému sektoru přidělovanou finanční pomoc a povoluje ji pouze v případě, že se opravdu jedná o pomoc méně rozvinutému regionu, či v případech, kde by hrozila ztráta velkého počtu pracovních míst. I zde je však objem subvencí omezen. Toto musí být bráno v potaz i v případě akvizice podniku, který prošel procesem sanace státem, či který přijal od státu nějakou formu podpory. Stává se občas, že pokud oprávněnost podpory někdo napadne, nezbyvá než podporu bezzbytku vrátit. To může akvizitorovi velmi zkomplikovat do posledního detailu propracované finanční plány, přesně tento problém se vyskytl například při prodeji Gdaňských loděnic.

V České republice se provádění fúzí řídí obchodním zákoníkem, až na výjimky v podobě společností spravujících cizí kapitál, jako jsou pojišťovny, banky a investiční a penzijní fondy. V těchto případech je nutné brát v úvahu ještě další příslušné zákony upravující chod těchto institucí. Detaily těchto speciálních případů nejsou pro účely této práce důležité.

## 7. Existující studie fúzních prémie

Následující kapitola je věnována existujícím studiím na téma fúzní prémie (diskontu).

### **7.1. James F. Nielsen, Ronald W. Melicher, „A Financial Analysis of Acquisition and Merger Premiums“**

#### ***Journal of Financial and Quantitative Analysis, March 1973***

Tato studie je jedna z prvních svého druhu na světě. Práce byla publikována v roce 1973, což je krátce po vrcholném nárůstu objemu fúzí, který dnes nazýváme třetí vlnou fúzí (Third Merger Wave). Tato vlna byla charakteristická velkým podílem takzvaných conglomerate mergers<sup>16</sup>, neboli fúzí podniků působících na různých relevantních trzích. Cílem těchto fúzí je většinou diverzifikace tržních aktivit a rozšíření působnosti na nové trhy.

Studie zkoumá determinanty prémie na vzorku 128 velkých průmyslových fúzí mezi roky 1960 a 1969. U všech zahrnutých fúzí musí být akcie obou účastníků kótovány na burze a musí u nich být dosaženo dostatečné likvidity, aby jejich cena odpovídala aktuální hodnotě.

Zkoumaných determinant je mnoho, zajímavé je zařazení vysvětlujících proměnných, které jsou pozorovatelné až ex-post. Jsou to proměnné vyjadřující změnu finančních charakteristik před a po fúzi, například procentuální změna hodnoty aktiv, relativní změna cash flow nebo změna EPS<sup>17</sup>. Zahrnutí těchto veličin považuji z pohledu mé práce za problematické, není možné totiž jedinou z nich pozorovat či změřit v momentě, kdy dochází k určení ceny, tedy i k určení výše zaplacené prémie. Z tohoto důvodu bych se ve své práci zahrnutí těchto veličin rád vyhnul, neboť zde přítomná kauzalita je přesně opačná a nevysvětluje přímo zaplacenou částku.

Autor si pro ekonometrický model v této studii zvolil za vysvětlovanou proměnnou výši prémie malou nebo velkou. Fúze byly rozděleny do dvou stejně velkých skupin právě podle výše prémie. Podle výsledků studie mají nejsignifikantnější vliv na tvorbu prémie čtyři veličiny, a to:

1. Procentuální změna EPS (Earnings per share)
2. Relativní změna výše cash flow (relativní k výši obrátu)
3. Výše cash flow kupujícího před fúzí

---

<sup>16</sup> Patrick Gaughan, Mergers, Acquisitions and other restructuring activities, Wiley and Sons

<sup>17</sup> Earnings per share (zisk na akcii)



#### 4. Operating profit kupujícího před fúzí

Ve shrnutí autoři uvádí, že jasný vztah mezi finančními charakteristikami subjektů účastnících se transakcí a výší zaplacené prémie se neprokázal. Studie to zdůvodňuje tím, že do modelu byly zařazeny i akvizice podniků, jejichž akcie byly obchodovány pouze na mimoburzovním, tak zvaném OTC trhu, nízká likvidita pak mohla způsobit zkreslení ceny a tedy i výše zaplacené prémie. Druhým vysvětlením pro nepotvrzení finančních základů prémie je nízké zastoupení „pure conglomerate mergers“<sup>18</sup>, které jsou podle autorů vždy nejvíce založeny na finančních synergiích.

### ***7.2 Darius Palia, The Managerial, Regulatory, and Financial Determinants of Bank Merger Premium, The Journal of Industrial Economics, Vol. 41, No. 1. (Mar., 1993), pp. 91-102.***

Tato studie je o více než 20 mladší než studie výše zmíněná. Jak již název napovídá, práce zkoumá vliv tří skupin determinant prémie u bankovních fúzí ve Spojených státech.

Asi hlavním nedostatkem práce je z mého pohledu samotná definice merger premium<sup>19</sup> v této studii. Jelikož ve většině fúzí, se kterými studie pracuje, není kupovaná banka kótována na primárním burzovním trhu, není také k dispozici žádná tržní cena. Proto je zde prémie definována jako cena nabídnutá nad výši bookvalue, tedy účetní hodnoty daného subjektu. Tato hodnota se samozřejmě od hodnoty tržní může značně lišit<sup>20</sup>.

Ekonometrický model se zde tedy snaží vysvětlit výšku nabídnuté prémie pomocí finančních, manažerských a regulačních determinant. Pro naše použití nejzajímavější jsou rozhodně ty finanční. Tyto vysvětlující proměnné autor rozdělil ještě do dvou skupin. Ty, které se týkají rozvahy – „balance sheet variables“ a ty, které mají co do činění z atraktivitou

---

<sup>18</sup> To i přes to, že třetí vlna 1965-1969 se vyznačovala vysokým počtem tohoto druhu fúzí

<sup>19</sup> Naše definice merger premium je popsána v kapitole věnované ekonometrickému modelu.

<sup>20</sup> Tržní hodnota (aktuální cena na trhu) také nemusí být přesným odrazem hodnoty subjektu, je však jeho lepším ukazatelem, protože je vlastně jeho cenou

relevantního trhu (na kterém kupovaný subjekt působí). První z regresorů je klasický ROA<sup>21</sup> ukazatel. Dále jako ukazatel růstu velikosti korporace je zařazen „growth of assets“ neboli procentuální roční míra růstu aktiv<sup>22</sup>. Dále jsou zařazeny další detailní finanční charakteristiky cíle.

Další skupinou zařazených vysvětlujících proměnných jsou kombinace vlastností kupujícího a kupovaného subjektu. První je relativní velikost, definovaná jako podíl velikosti aktiv cíle a velikosti aktiv kupujícího. Dalším zajímavým ukazatelem je dummy proměnná vyjadřující národní či mezinárodní povahu transakce<sup>23</sup>. Autor předpokládá vyšší prémii u transakcí mezinárodních jako kompenzaci za možnost vstupu na nový trh.

Zajímavým příspěvkem je zařazení skupiny tzv. manažerských determinant. Manažerským motivačním faktorům k placení vyšších či nižších premií je věnována větší pozornost v části o motivech k provádění fúzí a akvizic. Zde se omezíme na konstatování, že jako další regresor je použita výše vlastnického podílu vlastněná managementem.

Palia provedl klasickou lineární regresi s použitím modelu s interceptem. Jako nejsignifikantnější mu vyšly proměnné:

- D – označující procento akcií vlastněné managementem u kupovaného subjektu  
Koeficient u této proměnné vyšel kladný.
- M – označující procento akcií vlastněné managementem tentokrát na straně kupujícího. Vztah této proměnné k výši premie je záporný.
- TNPERF – proměnná indikující procento klasifikovaných ( problémových ) úvěrů.  
Výsledný vztah odpovídá základní logice, čím více špatných úvěrů, tím menší premie.
- TC – dummy proměnná indikující skutečnost, že v daném státě USA je povolena účast velkých finančních holdingů na bankovním trhu. To zvyšuje možný počet kupujících a má za následek vyšší zaplacenou prémii.

Závěrem práce autor konstatuje, že premie jsou důsledkem jak charakteristik kupovaného, tak i kupujícího a významnou roli při určení premií hraje i tržní prostředí a jeho regulační rámec.

---

<sup>21</sup> Return on Assets, (čistý zisk/aktiva)

<sup>22</sup> Zajímavá studie Frederics and Arata [1987], empiricky dokázala, že ne ziskovost, ale právě velikost firmy je hlavním determinantem výše kompenzace top managementu

<sup>23</sup> Transakce obsažené zde jsou všechny pouze v rámci USA, takže rozhodující hranice zde tvoří jednotlivé americké státy.

Rád bych zmínil ještě jednu studii zabývající se fúzními prémiemi, i když tentokrát z trochu jiného úhlu pohledu.

### **7.3 Antonios Antoniou, Philippe Arbour, Huainan Zhao**

#### ***How Much Is Too Much: Are Merger Premiums Too High?***

Tato práce se zabývá prémiemi z pohledu pozdějšího akciového výnosu. O reakcích kapitálového trhu na fúze a akvizice bylo napsáno mnoho. Většina prací dokazuje, že akcie cíle zaznamenají po oznámení akvizice raketový růst, zatímco průměrná reakce ceny akcií kupujícího není pozitivní, pohybuje se průměrně těsně v záporných číslech. Některé studie uvádějí dokonce signifikantně negativní dlouhodobý výnos u kupujícího. Tento jev je běžně nazýván jako „post merger underperformance puzzle“, neboli volně přeloženo záhada slabé pofúzní výkonnosti<sup>24</sup>. Studie šetří možné příčiny tohoto jevu. Hlavní hypotézou, kterou se studie zabývá, je, zda negativní reakce kapitálového trhu není dána přeplacením, neboli jestli zaplacená premie nad tržní cenu není příliš velká. Takže jinými slovy studie zkoumá, jestli neexistuje spojitost mezi velikostí premie a vyšší dlouhodobého abnormálního akciového výnosu.

Vzorek dat, se kterým studie pracuje, jsou fúze a akvizice s britskou účastí mezi lety 1984 a 2004. Akcie všech cílových společností jsou samozřejmě kótovány na burze a je s nimi volně obchodováno.

Pro potřeby hlavního modelu autoři rozdělili transakce do tří skupin podle výše premie, dolních 30 %, následných 40 % a horních 30 %. V těchto modelech byly testovány krátkodobé a dlouhodobé akciové výnosy firem v těchto skupinách. Nepodařilo se jim prokázat jakoukoliv závislost - všechny proměnné vyšly vysoce nesignifikantní.

Trochu v pozadí se pak práce zabývá ještě dalšími možnými determinanty abnormálního akciového výnosu. V tomto ohledu zkoumá vliv způsobu platby, relativní velikosti cíle v poměru k velikosti kupujícího a míry diversifikace (horizontální, vertikální či conglomerate fúze).

---

<sup>24</sup> Studie zabývající se abnormálními pofúzními výnosy, například, Asquith (1983), Malatesta (1983), Jensen and rubací (1983), Magenheimer, Mueller (1988), Agrawal, Jaffe, a Mandelker (1992), Loderer a Martin (1992), Anderson a Mandelker (1993), Loughran a Vijh (1997), Rau a Vermaelen (1998), Agrawal a Jaffe (2000), a Megginson, Morgan, a Nail (2004). Britské studie: Firth (1979), Franks a Harris (1989), Limmick (1991), Kennedy a Limmick (1996), a Gregory (1997).

# Část druhá

## Ekonometrické modely prémie

Hlavním zaměřením této práce je zkoumání tvorby prémie a diskontů u evropských fúzí a akvizic. Ke zkoumání procesu tvorby ocenění je nejlepší vycházet z již proběhlých transakcí a z jejich vzorku pak vypočítat trendy a závislosti.

### 1. Definice prémie a diskontu

Prémie je celé práci označováno PREM, ať už se jedná o prémium či o diskont. Pokud se jedná o diskont, je hodnota veličiny záporná. Prémie je definována jako procentuelní rozdíl výše částky, která byla zaplacená majiteli či majitelům akvizičního cíle a sumy aktuální ceny všech akcií, které transakcí změnily majitele, v den před veřejným oznámením transakce. ( V případě akvizice 100% akcií je to tedy zaplacená cena minus tržní kapitalizace). Jednoduše vzorcem:

$$PREM = \frac{PAID - numbshares \cdot shareprice}{numbshares \cdot shareprice}$$

PREM ... prémie (diskont)

Numbshares ... počet akcií, které změnil majitele

shareprice ... závěrečná cena akcií na burzovním trhu den před veřejným oznámením

Jak již bylo řečeno, pokud je zaplacená/nabídnutá částka nižší než aktuální tržní kapitalizace, bude prémium záporné – jedná se tedy o diskont.

Všechny kapitoly od začátku práce se zabývaly teoretickými základy fúzí, oceněním cíle, tvorbou prémie, či popisovaly jevy a procesy v průběhu transakce, které zaplacenou cenu ovlivní. O důvodu zaplacení určité výše prémie nám napoví motivy pro fúze a akvizice popsané v úvodu práce. Opravdová motivace k provedení dané transakce nikdy není tvořena čistě jedním motivačním faktorem.

Jak bylo již v práci zmíněno, tvorba finální ceny je ohromně komplexní záležitost, do konečné výše ceny promluví vždy velké množství kvantifikovatelných i „pro nás bohužel“

nekvantifikovatelných veličin. Vliv těch kvantifikovatelných se však tato část práce pokusí objasnit a blíže vyčíslit.

Základem pro stanovení finální ceny je samotné ocenění cílové společnosti, jednotlivé metody jsou popsány v samostatné kapitole. Jednoznačná cena však neexistuje, neboli je pro každého akvizitora jiná, záleží na tom, co daný kupující s cílem zamýšlí, na charakteristikách kupujícího, zda do cílové společnosti může vložit nějaký další kapitál a docílit tak růstu dané společnosti, či zda ve sloučené entitě dojde k nějaké formě synergie. V neposlední řadě závisí akviziční cena na charakteristikách samotného fúzního či akvizičního procesu. Empiricky potvrdit či vyvrátit hypotézy o tvorbě ceny - tedy prémie se pokusí následující ekonometrické modely.

## 2. Data

Vzorek dat pochází z databáze Mergermarket, což je jedna z nejpoužívanějších a nejrozsáhlejších databází monitorujících aktivitu v oblasti fúzí a akvizic. Za přístup k této databázi bych znovu vyjádřil dík společnosti Erste Corporate Finance, která mi za účelem vědecké práce dovolila z databáze čerpat.

Původně se měla práce zaměřit výhradně na CEE region, neboli region střední a východní Evropy zahrnující všechny postkomunistické země. Důvod, proč však nakonec studie pracuje s daty z celé Evropské unie, je následující. Pro znalost výše prémie k jednotlivým transakcím potřebuji tyto údaje:

1. *výši transakce - cenu zaplacenou kupující stranou*, tento údaj je v databázi uveden bez výhrady u každé jednotlivé fúze
2. *aktuální tržní cenu akcie cíle v den před oznámením akvizice*, požadavek této znalosti je dosti omezujícím kritériem, dostáváme se tedy k základnímu a nejdrastičtějšímu omezení zkoumaného souboru fúzí. Pro splnění tohoto požadavku jsem vyfiltroval pouze fúze a akvizice, u nichž byly v době transakce akcie kupované strany kótovány a veřejně obchodovány na některé z evropských burz . Toto omezení hraje ohromnou roli v CEE regionu, kde je ve srovnání se západní Evropou kapitálový trh přeci jenom dost málo vyvinutý. Pro ilustraci se můžeme podívat na příklad České republiky. Od počátku roku 2000, kam až sahá náš vzorek, se dají nákupy podniků kótovaných na pražské burze spočítat na prstech jedné, maximálně obou rukou. Prodej 28 % Českých radiokomunikací do rukou Holandské Bivideon BV, prodej Unipetrolu do rukou

polského PKN Orlen, akvizice České spořitelny rakouskou Erste Bank, prodej státního podílu v Českém Telekomu španělské Telefonice a ještě asi 3 další transakce, to je výčet všech fúzí a akvizic firem veřejně obchodovaných na pražské Burze cenných papírů.

Po odfiltrování transakcí, které neměly dostupné oba tyto údaje, jsem se v CEE regionu dostal na číslo 74 . Tento počet by pro použití regresního modelu nebyl dostačující, rozhodl jsem se proto pro drastické rozšíření souboru o všechny transakce, kde kupující i cíl pochází z některé ze zemí Evropské unie. Stav vývoje volného podnikání a kapitálových trhů v západní Evropě je téměř středem a východoevropským na míle vzdálený. Pokud se podíváme za hranice kontinentální Evropy, zjistíme, že kapitálový trh ve Velké Británii je ještě o krok dále. Počet společností jejichž akcie jsou obchodovány na London Stock Exchange přesáhl loni 3000.

Přidání Evropských transakcí tedy absolutně změnilo rozměr souboru, a to na více než 1500 transakcí. Vypovídací schopnost modelu by při takovémto počtu pozorování měla být násobně větší. Na východní Evropu rozhodně nezapomeneme a neutopíme ji v moři západoevropských transakcí.

Podívejme se nyní na náš soubor, zvláště pak na to, jakými informacemi o fúzích a akvizicích, se kterými studie pracuje, disponuji. To pomůže lépe pochopit, proč model vypadá zrovna takto nebo proč zde nejsou obsaženy například další vhodnější vysvětlující veličiny a jiné podrobnosti.

Prvními údaji uvedenými v databázi jsou Announced date (datum oznámení fúze), Completion date (datum dokončení fúze) a Lapsed date (datum kolapsu fúze). Tato tři data jsou pro nás důležitá z důvodu odečtení dalších veličin a určení samotného prémia. Zajímavé bude také srovnání délky dohodovacího procesu u jednotlivých fúzí.

Pak samozřejmě máme k dispozici základní údaje o každé transakci, tedy jméno kupované společnosti, jméno kupující společnosti, případně pak, pokud se kupovaný subjekt neshoduje s prodávajícím, ještě jméno prodávajícího. Tento případ nastává nejčastěji při účasti private equity společností.

Další skupinou dostupných údajů je popis jednotlivých aktérů. Zde je nám k dispozici sektor ekonomiky, ve kterém společnost působí. Tento údaj je uveden v normované podobě ekvivalentu české odvětvové klasifikace ekonomických činností, půjde tedy skvěle využít na identifikaci horizontálních, vertikálních i conglomerate fúzí.

Dále databáze obsahuje údaj o zemi původu jednotlivých účastníků, srovnání pomocí tohoto kritéria by mohlo přinést také zajímavé výsledky. Přínosné bude jistě i nadefinování další proměnné určující, zda se jedná o transakci přeshraniční či vnitrostátní.

Mimo naši primární pozornost zůstanou asi údaje o veškerých bankovních, právních a poradenských ústavech, které stály na některé ze stran ve vyjednávacím procesu. Jediným údajem stojícím za povšimnutí by mohla být účast některé z největších světových investičních bank, jako jsou JP Morgan, Merrill Lynch, Goldman Sachs, či Morgan Stanley.

Rozhodně zajímavou kategorií je způsob platby, zde máme na výběr cash neboli platbu v hotovosti, Equity tedy platbu akciemi kupující strany a nebo poslední a nejméně frekventované Loan Notes, neboli směnky či dlužní úpisy, ty se používají převážně kvůli daňovým účelům.

#### Finanční kategorie

V této skupině údajů je vypsána většina hlavních ukazatelů:

- § Equity (vlastní kapitál)
- § Net Debt (dluh)
- § Revenue (tržby)
- § EBITDA
- § EBIT
- § Earnings
- § Earnings per share
- § Consideration (nabídnutá cena)
- § Offer price per share (cena na akcii)

Dále zde máme historické tržní ceny akcií, a to den před oznámením, den po oznámení, měsíc před oznámením a měsíc po oznámení. Pro nás nejdůležitější roli hraje jistě cena den před oznámením, protože to je cena, od které se nabídnutá a později i zaplacená suma odvíjí. Z této ceny se také proto vypočítá naše prémie.

V poslední kategorii, která se dá nejlépe asi nazvat jako ostatní detaily transakce, protože ani žádnou ucelenou kategorií nejsou, nalezneme:

- § Deal nature – neboli česky charakter či povaha jednání (obchodu), pod tímto názvem jsou v tomto sloupci spojeny dvě kategorie:

- Contested – Uncontested, skutečnost, zda byl více než jeden zájemce o koupi či nepřátelské převzetí daného subjektu
- Hostility - stupeň přátelskosti fúze. U většiny transakcí nalezneme v této kategorii výraz recommended tedy doporučený. Označuje stav, kdy celý obchod byl dohodnut a schválen oběma stranami ještě před svým zveřejněním. Další možností je pojem unsolicited neboli nevyžádaný, nežádoucí, to znamená, že fúze či akvizice nebyla schválena statutárním orgánem kupovaného subjektu při zveřejnění transakce kupující stranou. Posledním stavem ve sloupci Deal nature může být pak pojem hostile takeover, neboli nepřátelské převzetí. Je to stav, při němž management cíle využívá všech možností k znepríjemnění či zastavení tohoto převzetí. Vliv těchto ukazatelů na zaplacenou částku rozhodně také nebude zanedbatelný.

§ Poslední kategorií je Deal Type neboli typ transakce. Tato kategorie popisuje, do jakého vztahu vlastně obě strany vstupují, nebo na základě čeho k fúzi dochází. Uváděných typů je celá řada. Jsou to:

- Acquisition – akvizice, obecně nákup jedné společnosti druhou
- Auction – aukce, neboli veřejná soutěž iniciovaná prodávajícím, při které největší nabídka vyhrává
- BIMBO – Buy in Management Buy Out – akvizice společnosti private equity fondem, kde je management koupeného subjektu vyměněn za externí management dosazený kupujícím
- Buy and Build – akvizice, která je součástí tzv. Buy and Build strategie private equity, jejímž cílem je konsolidovat některé odvětví ekonomiky nákupem více společností a jejich následnou fúzí. Akvizice je většinou prováděna samotnou private equity, občas je ale nákup proveden zvláště pro tento účel založenou společností (většinou z daňových důvodů).
- Demerger – když se vlastníci rozhodnou rozdělit svou společnost na dvě nezávislé entity. Nedochozí zde tedy k žádné platbě, akcionáři vlastní po proběhnutí transakce místo původních akcií akcie dvou nově vzniklých entit.
- Divestment – dohodnutý prodej aktiv či celého podniku. Rozdíl je zde v tom, že celá transakce je iniciována kupovanou (zde prodávající) stranou.
- Exit – je zakončením investičního procesu, nejčastěji private equity nebo jiný Venture kapitál se zbavuje své investice



- Insolvency – toto označení najdeme u transakce, kde společnost, která zkrachovala, odprodává část nebo všechna aktiva, aby získala hotovost potřebnou pro uspokojení věřitelů
- Joint Venture - funguje tak, že většinou domácí podnik spolu s další zahraniční firmou či organizací vytvoří novou společnost (většinou akciovou společnost). Cílem je spojit přednosti či zkušenosti obou partnerů, např. zahraniční firma může nabídnout peníze či prověřenou značku, domácí má zase lepší znalosti místního trhu.
- MBI (Management Buy-In) – akvizice společnosti externím managementem, také krytá nějakým venture kapitálem či private equity
- MBO (Management Buy-Out) – akvizice společnosti jejím vlastním managementem, většinou krytá nějakým venture kapitálem či private equity
- Merger – fúze – transakce, při které se dvě či více společností spojí v jednu entitu, ve které obě strany zaujmou rovnocenné postavení
- Reverse Takeover – akvizice, kde cíl je podstatně větší nežli kupující společnost, platba je realizována výměnou akcií, takže akcionáři kupující strany mají po provedení akvizice větší podíl ve spojené entitě nežli akcionáři cíle.
- Secondary Buyout – jedná se formu exitu, neboli ukončení investice prodejem, tentokrát se jedná o prodej do rukou další private equity
- Strategic Alliance – přesun podílů mezi vlastníky dvou společností, které spolu uzavřely dohodu o společné výrobě, distribuci nebo jiném sdíleném provozu služeb
- Take Private – akvizice veřejně obchodovaného podniku nějakou jinou společností (nejčastěji private equity) a její následné stažení z burzy

### ***Stručný statistický přehled vzorku fúzí a akvizic***

Než se pustíme do samotných modelů, bude dobré uvést některé důležité údaje popisné statistiky týkající se našeho vzorku.

Celý vzorek, se kterým se dále počítá, obsahuje celkem 1541 transakcí, které se uskutečnily v letech 2000 až 2007 . Průměrná prémie činí 14,67% se směrodatnou odchylkou 0,2403. 1042 z těchto transakcí je přeshraničních, u zbylých 499 se jedná transakci mezi subjekty ze stejné země. U 146 akvizic došlo ke koupi menšinového podílu, tedy menšího než 50 %, u dalších 180 pak menšího než 100% (ale většího než 50%). Průměrná hodnota transakce činí

1587,19 milionů EURO. Největší transakcí je akvizice holandské banky ABN AMRO konsorciem kolem Royal Bank of Scotland přesahující hodnotu 71miliard EURO. Nejmenší akvizice v souboru pak mají hodnotu 5 milionů EUR, což je minimální hodnota transakcí, kterou MergerMarket u fúzí a akvizic veřejně obchodovaných společností zaznamenává.

Více ke srovnání jednotlivých odvětví ekonomik v kapitole 3.10.

### 3. Ekonometrické Modely

Sada ekonometrických modelů, která následuje, se má pokusit vysvětlit prémie (diskonty) aplikované při koupi evropských společností. Jak již práce ozřejmuje, je tato prémie determinována kombinací mnoha různých faktorů. Následující modely prověří hypotézy ohledně jednotlivých determinant. U jednotlivých ekonometrických modelů nám nijak nevádí poměrně nízký koeficient determinace, to hlavní je signifikance jednotlivých regresorů. Nízký koeficient determinace je zde z důvodu, že u jednotlivých transakcí hrají při tvorbě prémie významnou roli i veličiny, které nijak nemůžeme v modelu postihnout. Pro ekonometrickou analýzu dat byl použit program R. Všechny předpoklady OLS odhadů byly ověřeny. U některých modelů byly po zjištění mírné heteroskedasticity výsledky ověřeny ještě pomocí odhadu metodou Generalized Least Squares (GLS), tyto však jak bylo zjištěno u našich modelů dávají bez výjimky stejné výsledky, jak z hlediska velikosti odhadnutých koeficientů, tak jejich signifikance.

#### 3.1 Kontrolní prémie

První zkoumanou hypotézou je prémie za kontrolu. Existenci takzvané kontrolní prémie popisuje řada vědeckých prací.

Kupující zaplatí prémii při nabytí určitého podílu, při jehož držení je již možno přímo ovlivňovat a řídit politiku kupované společnosti. Přesné procento akcií, které bychom mohli obecně označit za kontrolní podíl, nelze konkrétně stanovit. Existence obrovského počtu malých akcionářů, jejichž aktivní účast na valných hromadách je nepravděpodobná, dělá u některých firem již z 30% balíku akcií podíl zajišťující plnou kontrolu nad chodem společnosti, obecně je však většinový podíl definován klasicky 50 procenty.

Model: Ve všech následujících modelech bude vysvětlovanou proměnnou prémium (PREM). Vysvětlující proměnnou zde bude (binární) dummy proměnná MINOR, která označuje, zda kupující v akvizici nabyt pouze minoritní podíl. Je tedy definována takto:

MINOR = 1 pokud podíl nakoupený při transakci < 50 %

MINOR = 0 pokud podíl ≥ 50 %

Model pak vypadá takto:

$$PREM = a + b \cdot MINOR + e$$

Hypotéza: Koeficient  $\beta$  bude záporný, prémie u akvizic, kde nabytý podíl nezaručuje faktickou kontrolu nad firmou, bude nižší.

Výsledek: Odhad modelu vyšel takto

$$\hat{PRÉM} = 0.154 - 0.079 \cdot MINOR + \hat{e}$$

Proměnná MINOR vyšla vysoce signifikantní s P - Value téměř 0. Koeficient Beta vyšel záporný a jeho hodnota je  $-0.079$ . To znamená, že u transakcí, kde není dosaženo kontroly, je prémie asi o 8 procentních bodů nižší.

### **3.2 Multiples**

Ve čtvrté kapitole popisující jednotlivé valuační postupy je část věnována speciální oceňovací metodě zvané Multiples. Princip této metody zjednodušeně říká, že velikost násobků účetních veličin (P/E, EBIT, Revenue) se proporčně projeví v ceně společnosti. Uvidíme, zda se ta samá logika dá aplikovat na prémie nad tržní cenu.

Hypotéza: Žádný signifikantní vliv zde neobjevíme, důvodem je skutečnost, že tyto informace jsou již v plné míře zainkorporovány v ceně akcií na burze.

Zvolil jsem opět lineární model pouze s jednou proměnnou.

Výsledek: Všechny regresory představující PE Multiple, Revenue Multiple, EBIT Multiple jsou jak jednotlivě, tak v samostatných modelech nesignifikantní s P hodnotami přesahujícími 0,5. Nemají tedy na tvorbu prémie žádný signifikantní vliv.

### **3.3 Equity vs. Cash ( Platba akciemi – hotovostně )**

Pomocí následujícího modelu se pokusíme prokázat, zda má na výši prémie vliv způsob platby za nabyté akcie kupované společnosti. V zásadě jsou běžně používány dva druhy platby, těmi jsou cash, neboli hotovost, equity, tedy akcie kupující strany<sup>25</sup>.

Platba cash neboli hotovostně penězi je běžná a bez výjimky rozšířená u všech možných druhů nákupů a obchodních transakcí. Vystává nám tedy otázka: „Co vede kupujícího neplatit penězi, nýbrž akciemi? První důvod je prostý, kupující strana dostatečnou částkou na zaplacení kupovaného podílu nedisponuje. Tím druhým a asi nejrozšířenějším je diversifikace rizik, která jsou s fúzí spojena. Platba pomocí akcií funguje následovně: stanoví se určitý směnný poměr, který je odvozen od tržních cen daných akcií, v tomto stanoveném poměru se pak za každou akcii kupované strany vyplatí majitelům příslušný počet akcií strany kupující. To vede k paradoxu, že se vlastně při vnějším pohledu bez znalostí detailů fúze, stírá rozdíl mezi kupujícím a kupovaným.

Zajímavé jsou rozdílné reakce kapitálového trhu na způsob platby. Platbu akciemi nevnímá kapitálový trh příliš dobře, důvodem je právě implikovaná menší důvěra kupujícího v dlouhodobý výnos a úspěch této transakce. U malých transakcí se používá téměř výhradně platba v hotovosti. Dříve nebyla platba akciemi tak obvyklá jako u velkých fúzí dnes. Například v roce 1980 ve Spojených státech byla u fúzí a akvizic nad 100 milionů dolarů hodnoty pouze 2 % placena zcela formou akcií, 60 % bylo placeno výhradně cash. V devadesátých letech se poměry v podstatě obrátily, 50 % akcií bylo placeno výhradně akciově a jen 17 % pouze hotovostí, zbytek byl placen kombinací nebo jinou formou<sup>26</sup>.

Náš vzorek obsahuje pouze 25% transakcí placených většinou pomocí akcií. To je způsobeno tím, že se jedná o transakce jen z Evropského kontinentu, kde tradice akciové platby není tak zakořeněná. Použijeme znovu lineární regresní model, jehož jedinou vysvětlující proměnnou bude dummy proměnná označující většinové použití akcií při platbě.

Hypotéza: Platba akciemi bude mít záporný vliv na výši prémie z důvodu menší implikované důvěry v úspěch transakce.

---

<sup>25</sup> Loan Notes jsou pouze obdobou hotovostní platby

<sup>26</sup> Rappaport, A., Sirower, M.L., (1999), Harvard Business review, Nov. – Dec., p. 147-158

Výsledek: Koeficient u vysvětlující proměnné vyšel záporný, ale značně nesignifikantní s P – Value 0.76, takže hypotézu o signifikantním vlivu způsobu platby na výši prémie zamítáme.

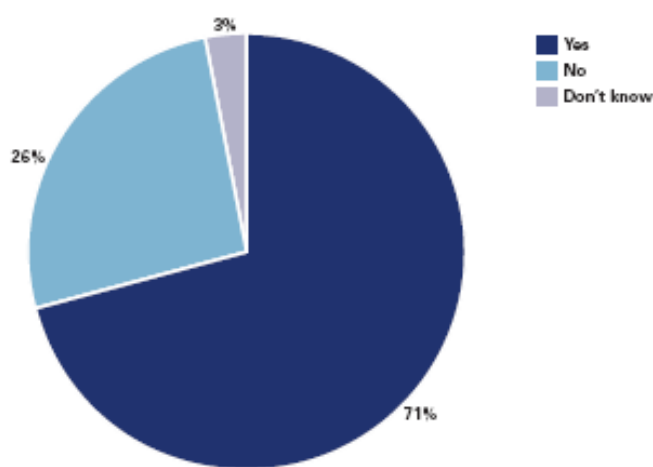
### 3.4 Přeshraniční vs. tuzemské transakce ( Crossborder – Domestic )

V dalším modelu budeme testovat vliv skutečnosti, že mezi kupovaným a kupujícím stojí státní hranice. Lineární regresní model se opět snaží vysvětlit výši prémie, tentokrát pomocí dummy proměnné označující tuzemskou (domestic) transakci<sup>27</sup>.

Hypotéza: Zahraniční investor (kupující) zaplatí větší sumu, důvodem je synergie vzniklá přístupem na nové trhy.

Alternativní hypotéza: Přeshraniční akvizice jsou spojeny s mnohem většími náklady, které se projeví jak při samotné transakci, tak při následné integraci firem. Tuto teorii podporuje průzkum uskutečněný v listopadu 2007 mezi finančními řediteli firem a private equity, společností MergerMarket. Na otázku, zda si myslí, že přeshraniční akvizice je spojena s většími náklady než domácí, odpovědělo 71% dotázaných že ano, 3% že neví a 26% že ne. Tyto vyšší náklady mohou být způsobeny řadou různých faktorů, tím největším je asi zabezpečení zvýšené nejistoty a s ní spojených rizik. Graf č.3, zdroj Private Equity Outlook 2008

Domestic and cross-border deals differ in cost  
Do you see any difference in direct acquisition cost levels between domestic and cross-border M&A deals?



Lineární regresní model s jednou proměnnou nám ukáže, která z hypotéz je pravdivá.

Výsledek: Vliv skutečnosti, že transakce je „domácího charakteru“, má na prémium záporný vliv. Tento vliv je však nesignifikantní. To je pravděpodobně způsobeno, tím že oba dva efekty působící proti sobě hrají při určení prémie svou roli.

<sup>27</sup> Kupující i kupovaný pochází z jedné země

### **3.5 Velikost firmy/ transakce**

Velikost firmy můžeme měřit několika způsoby, a to pomocí výše tržeb, počtu zaměstnanců či zákazníků. Velikost firmy plus její růstový potenciál se dá přiblížit velikostí transakce neboli cenou dané společnosti.

Čím větší je kupovaná společnost, tím menší by prémium mělo být<sup>28</sup>. To je způsobeno faktem, že prémium je definováno relativně jako procento z ceny, tzn. stejná výše (percentuální) prémie znamená u větší firmy větší absolutní obnos prostředků. Myslím si tedy, že na výši percentuelní (relativní) prémie má vliv, kolik tato prémie činí nominálně (absolutně).

Vliv proměnných otestujeme pomocí lineárních regresních modelů. Testujeme tedy vliv veličin Revenue – tržby a Deal Value, což je celková zaplacená částka. Mohl by se objevit protiargument, že v hodnotě transakce je prémie přímo obsažena, takže testovat jejich vztah nemá smysl. Tato myšlenka je zcela chybná, modelem totiž budeme zkoumat vztah relativní percentuelní veličiny a absolutní velikosti transakce.

Hypotéza: Vliv obou proměnných bude záporný.

Výsledky: Proměnná Revenues se i když se záporným vlivem na PREM ukázala bohužel jako nesignifikantní. Proměnná Deal Value, označující výši transakce v Eurech má také záporný vliv na prémii a na rozdíl od předešlé je její vliv signifikantní na 1% hladině významnosti s P- Value 0.009. Platí tedy čím větší transakce, tím menší nabízená prémie.

### **3.6 Délka negociačního procesu**

Zajímavým srovnáním může být délka negociačního procesu, zjistíme, zda má nějaký signifikantní vliv na prémii. Rozhodující jsou pro nás dvě data, a to datum veřejného oznámení fúze a datum jejího uzavření, podepsání dohody či naopak konečné nedohody a oficiálního ustoupení od převzetí. Průměrná délka vyjednávacího procesu u našeho vzorku činí 81,65 dní, tedy necelé tři měsíce.

---

<sup>28</sup> Tato logika rozhodně neplatí u menších privátních firem, u kterých je vztah spíše opačný. Naš soubor však zahrnuje pouze větší kótované společnosti.

Výsledek: Lineární regrese s použitím OLS odhadu na žádný signifikantní vliv neukázala.

### **3.7 Nepřátelská převzetí ( *Hostile - Recommended* )**

Většina fúzí je dohadována mezi managementy obou společností. Pokud obě strany k žádnému konsensu nedojdou, může se kupující obrátit přímo na vlastníky, tedy akcionáře cílové společnosti. Je těžké rozlišit přesně, kdy je akvizice nepřátelská a kdy se jedná o transakci přátelskou. Nejlepším indikátorem hostility (míry nepřátelskosti) je časový sled a případná prodleva mezi veřejným oznámením a docílením dohody mezi řídicími orgány kupující a kupované strany. Mergermarket definuje 3 úrovně hostility, a to:

- a) recommended – doporučený, v době kdy je transakce zveřejněna, je již docíleno dohody
- b) unsolicited – nevyžádaný či nežádoucí, svolení cíle s podmínkami transakce je dosaženo do dvou týdnů
- c) hostile – nepřátelské převzetí, management cíle nedá svolení s akvizicí ani do dvou týdnů.

Existují v postatě dvě teorie týkající se obrany proti nepřátelským převzetím, jedna říká, že management cíle se brání, aby dosáhl co nejvyšší ceny pro své akcionáře, druhá teorie tvrdí, že management se obranou snaží transakci zcela zabránit a tím si uchránit posty, o které by s určitou nemalou pravděpodobností přišel.

Použil jsem model s dummy proměnnými označujícími hostilitu a nevyžádanost. Jak jsem pomocí OLS odhadu zjistil, obě tyto proměnné se ukázaly jako zcela nesignifikantní, a to jak odděleně v samostatných modelech, tak i dohromady. Analýza tedy nepotvrzuje hypotézu, že management cíle neodsouhlasí transakci a používá obranné strategie, aby maximalizoval hodnotu prodeje pro své akcionáře.

### **3.8 Růst EBIT, růst obratu**

Veličiny označující růst firmy hrají hlavní role ve vzorcích základních oceňovacích metod, jako je například DCF. Obě tyto veličiny by tedy mohly mít podstatný vliv na vznik prémie.



Výsledek: OLS odhad odhalil signifikantní regresor EBITGROWTH (P-Value = 0,07), jeho Beta koeficient je kladný. Růst obrátu (revenues) se ukázal jako nesignifikantní ve vztahu k zaplacené prémii.

### **3.9 MBO – Management Buy Out**

Management Buy Out je zvláštní forma akvizice. Zvláštnost spočívá hlavně v tom, že na kupující straně stojí management kupované společnosti, v absolutní většině případů je podporován nějakým finančním sponzorem jako private equity fond. Nyní modelem prozkoumáme, zda skutečnost, že se jedná o MBO, nemá nějaký vliv na zaplacenou prémii. Opět jsem použil model s jedinou proměnnou označující, zda se jedná o MBO transakci. Koeficient u proměnné označující MBO vyšel pozitivní 0,03, ovšem P-Value 0,096 není příliš uspokojivá.

### **3.10 Sektory ekonomiky, horizontální fúze**

Při horizontálních fúzích by pravděpodobně mělo docházet k největším synergiím. Efekt těchto synergií by teoreticky neměl být zahrnut v ceně na kapitálovém trhu. Tato skutečnost nás vede k hypotéze, že u horizontálních fúzí, tedy fúzí dvou společností působících na stejném trhu, by zaplacená prémie měla být vyšší. Tato část studie byla velmi pracná a zdoluhavá, databáze totiž obsahovala všechny sektory ekonomiky, v nichž společnosti účastníci se transakce působí. To vedlo k tomu, že u některých společností byly uvedeny i sektory, jimiž se firma zabývá pouze okrajově. Nešel zde tedy příliš dobře nadefinovat žádný algoritmus řešící automaticky, zda se o horizontální fúzi jedná či nikoliv. Nakonec jsem tedy za horizontální transakci označil každou, kde společnosti působí ve stejném sektoru u svých hlavních činností. I přesto myslím, že v této kategorii nebude analýza zcela spolehlivá, protože rozlišující hranice mezi horizontální a conglomerate fúzí či akvizicí je zde velmi neurčitá. Další kontaminace dat může být způsobena tím, že určení bylo prováděno pouze podle prvních dvou číslic OKEČ – odvětvové klasifikace ekonomických činností, jako příklad mohu uvést consumer: retail sektor. Pod tímto názvem se může skrývat celá řada oborů, jejichž spojením by pravděpodobně ke vzniku synergií nedošlo. I přesto by snad výsledky mohly přinést nějaký relevantní závěr. Použiji opět jednoduchý lineární model a jeho koeficienty odhadnu pomocí OLS odhadu.

Výsledek: Vliv faktu, že se jedná u transakci horizontální, se ukázal jako mírně signifikantní s P- Value 0,023. Koeficient vyšel kladný, potvrdila se tedy hypotéza, že u horizontálních fúzí existuje signifikantně vyšší prémie, v průměru asi o 3,4 procentního bodu.

Nyní se podíváme na náš vzorek fúzí a akvizic z pohledu jednotlivých sektorů ekonomiky.

Pokud se podíváme na kupované společnosti s počtem téměř 350 podniků, jsou nejčastěji obsaženým sektorem finanční služby. To samé můžeme říci o podnicích na Buy straně, zde jsou také neaktivnější podniky z finančního sektoru. U 220 transakcí působí kupovaný subjekt z oblasti výpočetní techniky, z toho asi v 60 případech jsou hlavní náplní projekty v rámci internetu a e-komerce. Tento sektor zažil velký útlum po roce 2001 a prasknutí „dotNET“ bubliny, nyní však znovu nabral na síle a projekty v oblasti Internet 2.0 vykazují dnes největší ziskový potenciál.

Specifický sektor v porovnání s jinými je energetika a utility. Tento sektor se ve všech evropských zemích vyznačuje regulací a ceny energií, vody a plynu jsou předmětem dohledu národních regulačních úřadů. Model odhalil v tomto sektoru signifikantně (P- Value = 0,013) menší prémii, tedy diskont o 6,4 procentních bodů. Pokud se podíváme blíže, zjistíme že 5/6 podniků tvoří podniky zabývající se přímo energetikou, důvodem pro diskont může být tedy spíše než regulace enviromentální náročnost odvětví, která může do budoucna s přitvrzováním emisních limitů znamenat zvýšené náklady při nutnosti nákupu emisních povolenek.

### **3.11 CEE Region**

Země střední a východní Evropy, kam patří i Česká republika, ušly za posledních již téměř 20 let obrovský kus cesty směrem k vyspělým tržním ekonomikám. Dalo by se říci, že nyní vnáší jakýsi čerstvý vítr do stojatých vod ekonomik bývalých zemí Evropské unie, které se směrem vpřed plahočí šnečím, v průměru 2 procentním tempem. Podíváme se, zda se společnosti sídlící a působící na trzích středo a východoevropského regionu nějak odlišují a zda při jejich koupi dochází k uplatnění nějaké nadprůměrné či podprůměrné prémie.

Z celého konečného souboru<sup>29</sup> fúzí a akvizic bylo pouze 74 s účastí (ať už na Buy- nebo Sell-straně) korporace ze CEE regionu. Takto malý soubor nemělo význam podrobovat samostatně nějaké ekonometrické analýze. Pokusíme se zjistit, co skutečnost, že kupovaný podnik pochází z CEE regionu, udělá se zaplacenou prémie.

Výsledek: Tato skutečnost celkem překvapivě vykazuje signifikantně negativní vliv na zaplacenou prémie (P-Value = 0,004), prémie je u těchto společností průměrně o 8,6 procentního bodu nižší.

---

<sup>29</sup> Všechny veřejné evropské fúze a akvizice, kde byly k dispozici všechny potřebné údaje. (tj. hlavně aktuální tržní cena na burze a nabídnutá (zaplacená) částka)

## Závěr - shrnutí

Práce se zaměřila na zjištění determinant premií a diskontů při ocenění akvizičních cílů. Měl jsem k dispozici kompletní databázi fúzí a akvizic na Evropském kontinentě od začátku roku 2000 do současnosti. Z tohoto obrovského počtu fúzí jsem ponechal pouze ty, kde cíl byl kótován na některé z evropských burz. Toto bylo nevyhnutelné z důvodu nutnosti výpočtu premie nad tržní cenu.

Na zbylých 1451 fúzích a akvizicích jsem testoval vliv jednotlivých charakteristik cíle či transakce. K testování vlivu posloužily jednoduché lineární regresní modely, které byly odhadnuty pomocí metody nejmenších čtverců. Základní zkoumanou veličinou a jedinou vysvětlovanou proměnnou je výše premie (diskontu), ta je definována jako procentuální přesah zaplacené částky nad aktuální tržní cenu den před oznámením transakce. Průměrná výše premie u evropských transakcí činí 14,67 %.

U většiny vysvětlujících proměnných se signifikantní vliv na tvorbu premie neprokázal. Podařilo se ale například potvrdit existenci kontrolní premie. Nákup kontrolního podílu ve společnosti signifikantně zvýšil premii asi o osm procentních bodů. Jako nesignifikantní se překvapivě ukázala například metoda platby, délka dohádovacího procesu či nepřátelskost převzetí. Jako nesignifikantní, i když poměrně těsně, se ukázal vliv skutečnosti, že se jedná o Management Buy Out. Tato skutečnost má na výši premie mírně kladný vliv. Silně signifikantní se pak ukázal vliv růstu EBITu cílové společnosti v letech předcházejících fúzi. Jako nesignifikantní se ukázal vliv faktu, že transakce je přeshraničního charakteru. Jako další regresor, který můžeme označit za determinant premie, se ukázala velikost transakce. Její výše má negativní vliv na procentuelní premii, čím větší akvizice, tím menší je relativní premie.

Menšími premii jsou charakterizovány akvizice podniků z regionu střední a východní Evropy. Ten samý efekt pak vykazují i podniky ze specifického odvětví energetiky a ostatních utilit. Vliv faktu, že podniky na obou stranách transakce působí v tom samém sektoru ekonomiky, se ukázal na výši premie jako signifikantně pozitivní, tyto řekněme „horizontální“ fúze a akvizice vykazují průměrně asi o 3,5 procentního bodu vyšší premie. Velké naděje jsem já osobně vkládal do analýzy nepřátelských převzetí, tyto transakce se však vyšší premie od ostatních nijak podstatně neliší.

V posledním roce zažil světový finanční trh velký otřes následkem americké hypoteční krize. Tato krize poslala dolů ceny na téměř všech významných kapitálových trzích na světě. Ovšem snížila také likviditu a platební schopnost některých velkých hráčů na poli fúzí a

akvizic. To vedlo k snížení valuací u akvizic a následně ke snížení prémie v posledním roce. Průměrná prémie u fúzí oznámených v druhé polovině roku je 9,62 % což je výrazně méně než průměrná výše prémie v celém vzorku.

## Přílohy

Tato příloha obsahuje výstupy z programu R, pro všechny použité modely. Poslední sloupec v každé tabulce znázorňuje hladinu signifikance jednotlivých regresorů podle počtu hvězdiček:

„\*\*\* “ ... 0  
„\*\* “ ... 0,001  
„\* “ ... 0,01  
„. “ ... 0,05  
„ “ ... 0,1 - 1

Předpoklady modelů pro OLS odhad byly ověřeny. V případě přítomnosti malé heteroskedasticity dat byly výsledky ověřeny ještě pomocí metody GLS.

### 3.1 Kontrolní prémie

**lm(formula = d\$Premia ~ d\$Minor50)**

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t )	
(Intercept)	0.154	0.006	23.039	<2e-16	***
d\$Minor50	-0.079	0.021	-3.626	0.0002	***

### 3.2 Multiples

**lm(formula = d\$Premia ~ d\$EBIT Multiple)**

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t )	
(Intercept)	1.371e-01	6.160e-03	22.251	<2e-16	***
d\$EBITM	-1.466e-05	1.246e-05	-1.176	0.240	

**lm(formula = d\$Premia ~ d\$PE Multiple)**

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t )	
(Intercept)	1.259e-01	5.710e-03	22.057	<2e-16	***
d\$PE M	-3.709e-06	7.151e-06	-0.519	0.604	

### 3.3 Equity vs. Cash

**(lm(formula = d\$Premia ~ d\$Equity))**

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t )	
(Intercept)	0.147	0.007	20.372	<2e-16	***
d\$Equity	-0.005	0.015	-0.337	0.736	

### 3.4 Přeshraniční vs. domácí

**lm(formula = d\$Premia ~ d\$Domestic)**

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t )	
(Intercept)	0.147	0.009	14.825	<2e-16	***
d\$Domestic	-0.012	0.012	-1.033	0.302	

### 3.5 Velikost firmy/transakce

**lm(formula = d\$Premia ~ d\$Revenue)**

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t )	
(Intercept)	1.474e-01	6.685e-03	22.046	<2e-16	***

d\$Revenue	-3.366e-06	2.151e-06	-1.565	0.118	
------------	------------	-----------	--------	-------	--

### lm(formula = d\$Premia ~ d\$DealValue)

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t )	
(Intercept)	1.484e-01	6.328e-03	23.460	<2e-16	***
d\$DealValue	-2.790e-06	1.101e-06	-2.534	0.011	*

### 3.6 Délka negociačního procesu

#### lm(formula = d\$Premia ~ d\$NEG)

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t )	
(Intercept)	1.622e-01	9.510e-03	17.056	<2e-16	***
d\$NEG	-6.435e-05	8.180e-05	-0.787	0.432	

### 3.7 Hostile - Recommended

#### lm(formula = d\$Premia ~ d\$Hostile)

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t )	
(Intercept)	0.147	0.006	22.302	<2e-16	***
d\$Hostile	-0.009	0.026	-0.379	0.705	

### 3.8 Růst EBIT, růst obrátu

#### lm(formula = d\$Premia ~ d\$EBITG)

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t )	
(Intercept)	0.122	0.015	7.665	1.13e-13	***
d\$EBITG	0.026	0.009	2.685	0.007	**

### 3.9 MBO – Management Buy Out

#### lm(formula = d\$Premia ~ d\$MBO)

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t )	
(Intercept)	0.135	0.006	22.767	<2e-16	***
d\$MBO	0.030	0.018	1.665	0.096	.

### 3.10 Sektory ekonomiky, horizontální fúze

#### lm(formula = d\$Premia ~ d\$Horizontal)

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t )	
(Intercept)	0.11536	0.013	8.497	<2e-16	***
d\$Horizontal	0.03467	0.015	2.287	0.022	*

#### lm(formula = d\$Premia ~ d\$Energetics)

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t )	
(Intercept)	0.148	0.006	24.103	<2e-16	***
d\$Energetics	-0.064	0.026	-2.478	0.013	*

### 3.11 CEE Region

#### lm(formula = d\$Premia ~ d\$CEET)

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t )	
(Intercept)	0.150	0.006	23.074	<2e-16	***
d\$CEETarget	-0.086	0.030	-2.872	0.004	**

## Seznam použité literatury

Antonios Antoniou, Philippe Arbour, Huainan Zhao, 2004. „How Much Is Too Much: Are Merger Premiums Too High?“, Cass Business School Research Paper Available at SSRN

Brealey, Richard A., Stewart C. Myers and Franklin Allen, 2006. “Corporate Control: The Scientific Evidence,” *Journal of Financial Economics* 11

Damodaran, Aswath: *Applied Corporate Finance*, Wiley and Sons, 1999

Damodaran, Aswath, 1996. „Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset“, university ed.. - New York (NY) : Wiley & Sons

Darius Palia, The Managerial, Regulatory, and Financial Determinants of Bank Merger Premium, *The Journal of Industrial Economics*, Vol. 41, No. 1. (Mar., 1993)

DePamphilis, Donald M., 2005. „Mergers, Acquisitions and other Restructuring Activities“, Elsevier Academic Press, 3rd Edition

Duso Thomaso, Neven Damien J, Röller Lars-Hendrik, 2003. „The Political Economy of European Merger Control: Evidence Using Stock Market Data“ CEPR Discussion Paper No. 3880 Finance”, McGraw-Hill Irwin

Gaughan, Patrick, 2002. „Mergers, Acquisitions and other restructuring activities“, Wiley and Sons

Grote, Michael H., 2006. „Investment Banking II, M&As – Reader, Johann Wolfgang Goethe Universitaet, Frankfurt am Main

Mueller, Dennis C., 2003. „The Finance literature on mergers“, University of Warwick

Nielsen, James F., Melicher, Ronald W., „A Financial Analysis of Acquisition and Merger Premiums“, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, March 1973

Jensen, Michael and Richard Ruback, 1983. “The Market for Corporate Mergers and acquisitions: a critical reader / edited by Annette Risberg. - 1st ed.. - Abingdon: Routledge, 2006

Porter, Michael E., 1998. „Competitive Strategy, Techniques for Analyzing Industries and Competitors“, the Free Press

Richter, Tomáš, 2008. „Insolvenční právo“, ASPI, Praha

Sharp, Garry, 2001. „Strategies for successful acquisitions in Europe“ London : Euromoney Books

Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny: *Stock Market Driven Acquisitions*,” NBER working paper no. 8439, 2001



Trautwein, Friedrich, 1990. „Merger Motives and Merger Prescriptions“, Strategic Management Journal

## **Další zdroje**

Bloomberg 2006, Global Financial Mergers & Acquisitions Rankings

Buy & Build Monitor 2008, PPM Capital and Mergermarket Ltd.

DEAL DRIVERS, FULL YEAR EDITION 2007, The Comprehensive Review of European Mergers and Acquisitions, MergerMarket with Merrill Corporation

Dealogic M&As Review: Global M&A Review 2006

European Private Equity in Review, February 2007, Mergermarket. Part of The Mergermarket Group

Fairness Opinion Insight, A study regarding independent fairness opinions, Mergermarket in association with Houlihan Lokey Howard & Zukin

M&A Integration, A mergermarket report on issues surrounding post-deal integration for European companies, Mergermarket. Part of The Mergermarket Group

Private Equity Outlook 2008, DebtWire, Part of The Mergermarket Group

The Central & Eastern European Corporate Strategy Survey, A study of M&A sentiment in Czech Republic, Hungary, Poland, Slovak Republic and Slovenia

The New Palgrave: A Dictionary of Economics

UNIVERSITAS CAROLINA PRAGENSIS  
založena 1348

Univerzita Karlova v Praze  
Fakulta sociálních věd  
Institut ekonomických studií



Opletalova 26  
110 00 Praha 1  
TEL: 222 112 330,305  
TEL/FAX:  
E-mail:  
[ies@mbox.fsv.cuni.cz](mailto:ies@mbox.fsv.cuni.cz)  
<http://ies.fsv.cuni.cz>

Akademický rok 2007/2008

## TEZE BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

Student:	Jan Harrer
Obor:	Ekonomie
Konzultant:	Doc. Ing. Oldřich Dědek, CSc.

Garant studijního programu Vám dle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a Studijního a zkušebního řádu UK v Praze určuje následující bakalářskou práci

Předpokládaný název BP:

Fúze a akvizice: Aplikace premií a diskontů při přípravě ocenění společností

Charakteristika tématu, současný stav poznání, případné zvláštní metody zpracování tématu:

Fúze a akvizice nabraly v posledních letech obrovsky na významu s tím se zvýšily i nároky na kvalitu ocenění akvizičních cílů. K nejběžněji používaným metodám ocenění patří například metoda diskontování budoucích finančních toků. Při ocenění je nutno zohlednit různé premie a diskonty za charakter dané společnosti.

Tato práce si klade za cíl zjištění vlivu jednotlivých charakteristik oceňované společnosti na cenu valuovaného subjektu. Tyto uplatněné premie a diskonty mohou mít mnoho determinant. Často používané premie a diskonty jsou následující:

- Diskont za velikost společnosti
- Premie za získaný majetkový podíl
- Diskont za skutečnost, že společnost není veřejně obchodována

Cílem práce by mělo být shrnutí závěrů již existujících studií na obdobné téma a porovnání s výsledky získanými ze zkoumání evropských transakcí za období posledních 10 let. Analýza dat se primárně zaměří na transakce ve střední a východní Evropě. Dalšími faktory, které mohou ovlivňovat výši prémie jsou podmínky transakce (způsob platby, hostile takeovers...) určitá specifika by mohly prémie a diskonty vykazovat v jednotlivých sektorech ekonomiky (finanční služby, energetika, petrochemie, telekomunikace apod.) Nakonec se práce zabývá oprávněností prémie či diskontů, shrnutím výkonnosti společností v dalších letech.

#### Struktura BP:

1. Úvod - situace M&As v Evropě
2. Teoretický základ - valuace podniku
3. Analýza dat
4. Interpretace výsledků
4. Závěr - Shrnutí

#### Seznam základních pramenů a odborné literatury:

Databáze fúzí : Mergermarket poskytnutá společností Erste Corporate Finance

James F. Nielsen; Ronald W. Melicher: A Financial Analysis of Acquisition and Merger Premium

*The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 8, No. 2. (Mar., 1973)

McGraw Hill, Principles of Corporate Finance - Brealey-Meyers (7th Edition)

Datum zadání:	Červen 2007
Termín odevzdání:	červen 2008

Podpisy konzultanta a studenta:

V Praze dne