

Technická univerzita v Liberci
Hospodářská fakulta

Studijní program: 6208 - Ekonomika a management
Studijní obor: Podniková ekonomika

**Formy koncentrace a kooperace a jejich přínos pro obchodní
firmy**

**The forms of concentration and cooperation and their benefits
to business firms**

DP-PE-KPE-2003 51

JIŘÍ ZAPLETAL

UNIVERZITNÍ KNIHOVNA
TECHNICKÉ UNIVERZITY V LIBERCI



3146069371

Vedoucí práce: doc. Ing. Ivan Jáč, CSc., Katedra podnikové ekonomiky

Konzultant: Ing. Zdeněk Šouta, Ferox, a. s.

Počet stran: 83

Počet příloh: 5

Datum odevzdání: 20. 5. 2003

TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI

Hospodářská fakulta

Katedra podnikové ekonomiky

Akademický rok: 2002/03

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

pro **Jiřího Zapletala**

program č. 6208 M Ekonomika a management
obor č. 6208 T Podniková ekonomika

Vedoucí katedry Vám ve smyslu zákona č. 111 / 1998 Sb. o vysokých školách a navazujících předpisech určuje tuto diplomovou práci:

Název tématu: **Koncentrace a kooperace a jejich přínos pro obchodní firmy**

Pokyny pro vypracování:

1. Koncentrace a kooperace – definice základních pojmů
2. Jednotlivé formy koncentrace a kooperace
3. Fúze a akvizice ve světě
4. Domácí vývoj z hlediska koncentrace a kooperace
5. Zhodnocení přínosů podnikové koncentrace a kooperace

V74/03/H

KPE / POE-PE
94 s., 27 s. příl.

Rozsah grafických prací:

50 - 60 stran textu + nutné přílohy

Rozsah průvodní zprávy:

Seznam odborné literatury:

BREALEY, R. A., MYERS, S. C.: *Teorie a praxe firemních financí*. Praha: Victoria Publishing, 1992

MAŘÍK, M., DĚDIČ, J.: *Akvizice a oceňování podniků*. Praha: VŠE, 1997

MAŘÍK, M.: *Koupě podniku jako součást podnikové strategie. Akvizice a fúze podniků*. Praha: VŠE, 1997

SYNEK, M.: *Podniková ekonomika*. Praha: C. H. Beck, 1999

WÖHE, G.: *Úvod do podnikového hospodářství*. Praha: C. H. Beck, 1995

McLANEY, E. J.: *Business Finance for Decision Makers*. 2th ed. Londýn: Pitman Publishing, 1994

Vedoucí diplomové práce: doc. Ing. Ivan Jáč, CSc.

Konzultant: Ing. Zdeněk Šouta

Termín zadání diplomové práce: 31.10.2002

Termín odevzdání diplomové práce: 23.5.2003

L.S.



doc. Ing. Ivan Jáč, CSc.
vedoucí katedry

doc. Ing. Jiří Kraft, CSc.
děkan Hospodářské fakult

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci vypracoval samostatně s použitím uvedené literatury pod vedením vedoucího a konzultanta. Byl jsem seznámen s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 o právu autorském, zejména §60 (školní dílo) a §35 (o nevýdělečném užití díla k vnitřní potřebě školy).

Beru na vědomí, že TUL má právo na uzavření licenční smlouvy o užití mé práce a prohlašuji, že souhlasím s případným užitím mé práce (prodej, zapůjčení apod.)

Jsem si vědom toho, že užití své diplomní práce či poskytnutí licence k jejímu užití mohu jen se souhlasem TUL, která má právo ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, vynaložených univerzitou na vytvoření díla (až do její skutečné výše).

Po pěti letech si mohu tuto práci vyžádat v Univerzitní knihovně TU v Liberci, kde je uložena, a tím výše uvedená omezení vůči mé osobě končí.

Summary

The terms of cooperation with companies and their benefits in business firms

At the present time, there are many reasons for the advantages of cooperation with companies. The cooperation of companies and universities allows them to use their own resources and to benefit from the experience of the university.

Partnership part of this work is considered to be important and necessary. The main goal is to improve the quality of the business firms' management and especially their competitiveness.

The advantages for this work are the quality of the cooperation, the experience of the university and the quality of the management in the firms. Companies can benefit from the university's own resources and experience.

Keywords of this work are the cooperation of the business firms with universities and the quality of the management in the firms. The results of the cooperation are the quality of the management and the quality of the financial development of the business firms.

V Liberci dne 14. května 2003


Jiří Zapletal

Resumé

Formy koncentrace a kooperace a jejich přínos pro obchodní firmy

V současné době stále více obchodních firem využívá předností různých forem koncentrace a kooperace. Doznívající vlna fúzí a akvizic ukazuje, jak obrovské částky jsou firmy schopny a ochotny vydat na spojení či koupi jiné firmy.

Stěžejní částí této práce je problematika fúzí a akvizic. Mým hlavním cílem je vyjádřit přínosy plynoucí z integrace obchodních firem, především z jejich koncentrace. K tomu slouží rozbor fúze mezinárodních společností Vodafone AirTouch a Mannesmann a také analýza vývoje v podniku Ferox, a. s., který od počátku 90. let změnil třikrát vlastníka.

Výsledkem je srovnání těchto přínosů s náklady a negativy, které při nevhodném přístupu vedou k neúspěchu fúzí, jak dokazuje příklad spojení Daimler a Chrysler. Rozbor finančního vývoje výše uvedených společností přispěl nejen k formulování námětů a doporučení, jak postupovat při realizaci fúzí a akvizic, ale také k návodu due diligence.

Summary

The forms of concentration and cooperation and their benefits to business firms

At the present time more and more business firms use the advantages of various forms of concentration and cooperation. The fading wave of mergers and acquisitions shows that firms are able and ready to spend a huge amount of money on mergers and acquisitions.

The main part of this work is dedicated to mergers and acquisitions. The main goal is to express the benefits from the business firms integration and especially from the concentration.

The instrument for this is the analysis of international companies Vodafone AirTouch and Mannesmann and also the analysis of the development in the Ferox company, which changed three times its owner from the beginning of 1990s.

The result of this is the comparison of these benefits with costs and negatives which lead to the failure of mergers if the wrong techniques are used. The merger of Daimler and Chrysler is a good example of this. The analysis of the financial development in the above-mentioned companies helped not only to form the suggestions and recommendations how to act in realization of mergers and acquisitions but also to the due diligence guide.

OBSAH

Úvod.....	9
1. Koncentrace a kooperace - definice základních pojmů	11
1.1 Kooperace	12
1.2 Koncentrace	14
1.2.1 Jednotlivé formy koncentrace	20
2. Fúze a akvizice	22
2.1 Právní otázky fúzí a akvizic	23
2.2 Motivy pro uskutečnění fúze nebo akvizice	26
2.3 Průběh fúzí a akvizic	28
3.1 Podnikatelské akvizice a fúze	28
3.2 Způsoby provedení fúze a akvizice	32
3.3 Financování fúzí a akvizic.....	33
2.3.4 Taktiky a obrana	35
2.3.5 Spekulativní fúze a akvizice	37
2.4 Negativa fúzí	39
2.5 Závěr k teorii fúzí a akvizic	42
3. Současné světové fúze	44
3.1 Fúze britské telekomunikační společnosti Vodafone Plc. a německé společnosti Mannesmann AG	44
3.1.1 Postavení obou společností před fúzí	45
3.1.2 Analýza průběhu fúze	46
3.1.3 Přínosy ze spojení Vodafone a Mannesmann	53
4. Vlna fúzí a akvizic v ČR	58
4.1 Vývoj zahraničních investic v ČR a v zemích střední a východní Evropy	58
4.2 Ferox, a. s.	61
4.2.1 Historie Feroxu	61
4.2.2 Vývoj Feroxu po převzetí společností Air Products	62
4.2.3 Vývoj Feroxu po fúzi Chart a MVE	65
4.2.4 Due diligence jako základní kámen úspěchu fúzí a akvizic.....	68
4.2.4.1 Obecné cíle due diligence.....	70
4.2.4.2 Úvod due diligence.....	71

4.2.4.3 Analýza dokumentů.....	73
4.2.4.4 Seznam dokumentů pro due diligence.....	85
4.2.4.5 Závěr due diligence.....	88
Závěr	90
Seznam použité literatury	92
Seznam příloh	94

Seznam použitých zkratk a symbolů

a. s.	akciová společnost
AG	Aktiengesellschaft
AOL	America Online
apod.	a podobně
atd.	a tak dále
CEO	Chief Executive Officer
CFC	Computer Financial System
ČR	Česká republika
ČSH	čistá současná hodnota
EDGE	Enhanced Data for GSM Evolution
EU	Evropská unie
GSM	Global System Mobil
HDP	hrubý domácí produkt
INSEAD	Institut pro vzdělání a výzkum
Kč	česká koruna
LBO	Leveraged Buy Out
M.	Mannesmann
M & A	Mergers and Acquisitions
MBO	Management Buy Out
např.	například
P/E	Price/Earnings
Plc.	Public Limited Corporation
R & D	Research and Development
s. r. o.	společnost s ručením omezeným
SH	současná hodnota
UMTS	Universal Mobile Telecommunications System
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development
USA	Spojené státy americké
V.	Vodafone
WAP	Wireless Application Protocol

ÚVOD

Koncentrace a kooperace jsou nedílnou součástí rozvoje obchodních společností. Různé formy koncentrace, zejména pak fúze, hýbaly a v současnosti ještě hýbou, finančním světem. Posledních několik let bylo doslova nabitých zprávami o různých spojeních nebo převzetích podniků. I když v současné době probíhá mnoho těchto transakcí, jejich hodnota není tak vysoká jako v minulých letech, především pak v roce 2000. Výše částek placených při fúzích a akvizicích pomalu dosahuje astronomických výšin, což dokazuje například spojení AOL a Time Warner nebo fúze společností Vodafone AirTouch a Mannesmann.

Integrace firem a s tím související přerozdělování trhu bylo vždy charakteristické především pro západní Evropu a Spojené státy americké. S otevřením trhu směrem na východ je tato problematika aktuální i v dříve uzavřených zemích. Je však nutno podotknout, že firmy ze střední a východní Evropy jsou logicky ve většině případů cílem zájmu podniků z vyspělých tržních ekonomik než naopak. Tváří v tvář fúzím probíhajícím v západní Evropě a USA se zdají přeshraniční fúze v České republice trpasličí, i tak si ale myslím, že je Česká republika pro zahraniční investory zajímavá, hlavně díky své poloze, která otvírá případným zájemcům vstup na nové trhy. Hlavním důvodem pro překotný nárůst různých forem koncentrace a kooperace je v současné době tolik skloňované slovo „globalizace“. Díky tomuto fenoménu hledají firmy možnosti, jak získat silného partnera a pokud možno nejlepší postavení na trhu, které jim pomůže prosadit se mezi silnou konkurencí.

Nejčastější formou koncentrace jsou fúze a akvizice, nejvíce jich probíhá především ve finančním a technologickém sektoru (hlavně v odvětví telekomunikací). Nové technologie jsou velmi náročné na výzkum a vývoj, tedy hlavně na jejich financování. Z tohoto důvodu probíhá v sektoru telekomunikací (účastníky jsou hlavně mobilní operátoři a poskytovatelé internetu) rychlá koncentrace, především obří fúze, které jsou zajímavým námětem pro mou práci.

Koncentrace a kooperace obchodních společností je poměrně široký pojem, proto je nutné nejprve říci, co si máme pod jednotlivými pojmy představit: mezi formy koncentrace patří hlavně fúze a akvizice, forem kooperace je velké množství např. konsorcia, společné podniky, strategické aliance nebo kartely. Nejprve definuji tyto základní pojmy a poté se

budu věnovat podrobněji jednotlivým formám. Postupně se zastavím u jednotlivých forem kooperace, kterým se bohužel nebudu věnovat příliš podrobně, protože to by vydalo na další diplomovou práci. Hlavní část bude totiž tvořit především problematika fúzí, které jsou nyní dle mého názoru aktuálním a zajímavým tématem. V současnosti doznívající vlna fúzí překonává z hlediska vynaložených finančních prostředků veškeré rekordy. V souvislosti s astronomickými částkami placenými při fúzích vyvstává řada otázek, kterými se budu ve své práci zabývat. Jde především o to, co taková fúze přináší pro zúčastněné strany, pro přebírající i kupovanou společnost. Zda jsou vysoké náklady spojené s fúzemi adekvátní výsledku, jaká musí být příprava a průběh, aby měla transakce šanci na úspěch. Rád bych také poukázal na některé negativní dopady fúzí, například na masivní rušení pracovních míst. Neméně zajímavým tématem jsou také nepřátelské fúze, zda ničí podnikovou kulturu, jak tvrdí někteří jejich odpůrci, možné taktiky a obrana proti nim.

Abych lépe vystihl danou problematiku, ukáži na jednom příkladě neúspěšnou fúzi a s pomocí teoretického základu z předešlých kapitol analyzuji příčiny nezdaru a navrhuji možnosti, jak je napravit. Dále provedu rozbor jedné světové fúze, zaměřím se hlavně na její přínosy a vyhlídky do budoucna. A protože se vlna fúzí a akvizic nevyhnula ani České republice, poukáži na příležitosti, které nabízí náš trh zahraničním investorům. V souvislosti s tímto tématem jsem kontaktoval podnik z mého okolí, Ferox, a. s., který rovněž prošel vlnou fúzí a akvizic a na praktickém příkladu rozeberu jednotlivé etapy jeho vývoje, přínosy a synergie, ale i problémy týkající se jednotlivých změn vlastníků. V souvislosti s polemikou kolem fúzí a akvizic se zaměřím na klíčové faktory jejich úspěchu - především na proces due diligence, s kterým má Ferox určité zkušenosti.

1. KONCENTRACE A KOOPERACE - DEFINICE ZÁKLADNÍCH POJMŮ

Formy integrace podniků



Pramen: WÖHE, G.: *Úvod do podnik. hospodářství*,
Praha: C. H. Beck, 1995, str. 173

Toto schéma nám ukazuje, že pod pojmy koncentrace a kooperace spadá poměrně široká nabídka možností, jak spolupracovat s jinými podniky. Podle Wöheho sem patří výše uvedené formy kooperace a koncentrace, navíc sem lze zařadit také franchising a strategické aliance u kooperace a zmíním se také o holdingových společnostech, které jsou určitou formou koncentrace.

Integrace podniků může mít následující podobu¹:

- a) **horizontální** - o horizontální integraci se jedná, pokud podniky vyrábějí stejné výrobky a poskytují stejné služby nebo výrobky a služby, které si konkurují, např. fúze mobilních operátorů, hlavními motivy jsou úspory z rozsahu, výzkum a hlavně zvýšení podílu na trhu směřující k likvidaci konkurence. Existuje také zvláštní druh horizontální

¹ SYNEK, M. a kol.: *Manažerská ekonomika*, Praha: Grada, 2001, str. 366

fúze, tzv. kruhové spojení, kdy se spojují firmy, které používají k distribuci svých výrobků stejné distribuční kanály.

- b) **vertikální** - pokud je jeden podnik potenciálním nebo skutečným dodavatelem či odběratelem výrobků nebo služeb pro podnik druhý. Podnik se rozšiřuje směrem ke zdrojům surovin (tzv. integrace vzad) nebo ke konečnému spotřebiteli (tzv. integrace vpřed).
- c) **konglomerátní** - podniky nejsou spojeny ani horizontálně, ani vertikálně, integrují se zcela odlišné podniky, např. výrobce potravin a výrobce elektroniky. Při takovémto typu spojení je hlavním motivem diverzifikace rizika, nikoliv úspory z rozsahu.

V následujícím textu definuji základní pojmy, přičemž důraz budu klást hlavně na koncentraci a především pak na fúze, na které je tato práce primárně zaměřena.

1.1 KOOPERACE

Pří kooperací² dochází ke spolupráci mezi dvěma nebo více podniky prostřednictvím smluv. Důležitým znakem kooperace je dobrovolnost, právní subjektivita jednotlivých účastníků zůstává nezměněna, účastníci jsou tedy jak hospodářsky, tak i právně samostatní.

Mezi formy kooperace definované obecně patří zejména výrobní kooperace (cílem je určitý finální výrobek, na jehož výrobě se partneři podílejí), kooperace v administrativní oblasti (hlavním cílem je snížení nákladů v oblasti správy, nákupu a odbytu), projekční kooperace (společná práce na časově omezeném projektu), dále je to práce na objednávku a práce ve mzdě. Já se však v tomto textu zaměřím spíše na konkrétní podobu spolupráce mezi podniky, tak jak jsem je uvedl v grafu.

Hlavní ekonomické přínosy pro jednotlivé účastníky tohoto typu integrace podniků uvádím u každé formy kooperace zvlášť.

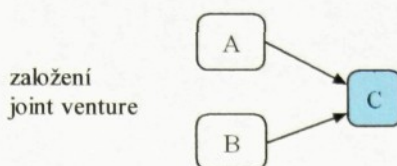
Zájmová a pracovní společenství - sdružení tohoto typu hájí zájmy svých členů vůči nečlenským organizacím, dále organizují jejich spolupráci, pomáhají rozvíjet spolupráci se zahraničím a poskytují svým členům další služby. Příkladem takového společenství v ČR může být např. Sdružení automobilového průmyslu, Asociace

² SYNEK, M. a kol.: *Manažerská ekonomika*, Praha: Grada, 2001, str. 373

zaměstnanců ČR a podobné organizace, které sdružují osoby s určitými profesními zájmy. Sdružení se řídí právní úpravou, která je obsažena v občanském zákoníku.

Hospodářské svazy - prosazují společné zájmy svých členů vůči zákonodárcům, státní správě nebo jiným sdružením.

Společný podnik - je další formou kooperace dvou nebo více podniků, přičemž žádný z nich nemá rozhodující vliv. Typickými představiteli jsou podniky se zahraniční kapitálovou účastí, tzv. **joint ventures**. Jedná se o tuzemské podniky, pokud se na jejich založení nebo na jejich podnikání podílí zahraniční účastník. Tyto podniky jsou zakládány ke splnění určitého cíle, jsou řízeny managementem vytvořeným z mateřských podniků.



Konec takového podniku je často považován za známku totálního neúspěchu. Avšak podle závěrů francouzského institutu INSEAD³ je u většiny joint ventures ukončení existence přirozeným výsledkem vývoje, nikoli známkou selhání. Partneři do společného podniku obvykle vkládají výrobní zkušenosti, know-how, znalosti místního trhu a další zkušenosti. Jakmile zahraniční partner získá dostatečnou znalost trhu nebo se místní trh otevře přímé zahraniční konkurenci, joint venture zaniká. Při zakládání joint venture partneři zpravidla neplánují možnost jejího ukončení, což se může ukázat jako problém, když tato situace skutečně nastane. Neexistují totiž mechanismy, které by zánik mohly efektivně uskutečnit, proto je dobré již při zakládání dohodnout pravidla v případě ukončení společného podnikání.

Kartely - cílem tohoto sdružení výrobců a obchodníků je odstranit konkurenci a tím zvyšovat zisky. Ve většině zemí jsou dnes zakázány. Existuje několik druhů kartelů⁴, podle toho, na jakých podmínkách se účastníci dohodli:

- nejznámějším typem je **cenový kartel** - účastníci takového kartelu se dohodnou na jednotných cenách, které se většinou blíží nákladům, někdy jsou ceny stanoveny

³ Výzkum a analýza institutu INSEAD, www.insead.fr.edu

⁴ VALACH, J. a kol.: *Finanční řízení podniku*, Praha: Ekopress, 1999, str. 277

dokonce i pod úrovní nákladů. Cílem je zlikvidovat konkurenci, proto je tento typ kartelu ve většině zemí přísně zakázán.

- **odbytový kartel** - jednotliví členové kartelu se mezi sebe rozdělí odbytiště, provádějí odbytové činnosti prostřednictvím společné odbytové kanceláře. Vede rovněž k narušování hospodářské soutěže, proto je i tento typ ve většině zemí zakázán.
- **výrobní kartel** - není tolik zaměřen na likvidaci konkurence, jedná se např. o specializaci, normování apod.
- **kondiční kartel** - předmětem je vše ostatní, např. společné dodací nebo platební podmínky

Franchising - je formou kooperace, při níž poskytovatel franchisy, tzv. franchisor, poskytuje za určitý poplatek (jednorázový nebo průběžný) příjemci franchisy za přesně stanovených podmínek určitá práva. Jedná se o právo používat obchodní jméno, značku, možnost vyrábět nebo prodávat určité zboží, používat firemní logo, používat určitý postup nebo recepturu. Franchising tak představuje určitou formu poskytnutí licence nebo know-how. Pro příjemce franchisy je důležité, že neztrácí svou samostatnost, franchisor mu také poskytuje určité služby jako je proškolení personálu, pomoc při výstavbě a zařízení provozu apod.

Společná koncepce (vybavení interiéru, architektonické řešení, koncepce tvorby sortimentu) vyvolává dojem, že se jedná o pobočku poskytovatele franchisy, což příjemci přináší velké zisky (používá „dobré jméno“ poskytovatele) a umožňuje mu možnost většího růstu, než kdyby se pokoušel vytvořit vlastní značku. Poskytovateli šetří provozní náklady, počáteční náklady a získává příjmy z poplatků za užívání práv a dalších poplatků (např. procento z tržeb). Mezi nejznámější poskytovatele franchisingu patří např. společnost McDonald's.

Strategické aliance - jedná se o spolupráci dvou nebo více podniků, jejímž cílem je potlačit slabé stránky účastníků a přinést tolik potřebnou konkurenční výhodu. Jednotliví účastníci tak spojí své silné stránky - nejčastěji se jedná o poskytnutí technologií, využití silné vědecko-výzkumné základny jednoho z účastníků a otevření distribučních cest ostatním partnerům. Taková spolupráce vede k efektivnějšímu využívání trhu, upevnění pozice na trhu a snížení rizika nepřátelského převzetí. Výsledkem může být vznik nového subjektu, to ale není podmínkou.

Mezi hlavní výhody aliance patří možnost vývoje technologicky náročných výrobků, urychlit inovace, snižování nákladů a přístup k novým trhům. Nejdůležitějším bodem vytvoření strategické aliance je hledání vhodného partnera. Za rostoucí oblibou aliancí stojí hlavně globalizace, která nutí firmy hledat možnosti, jak prodávat výrobky v co největším počtu po celém světě. Aliance mohou mít mnoho forem, přibývá aliancí s méně formální formou, např. marketingové aliance, dohody o společném výzkumu a vývoji nebo dohody o vzájemné podpoře prodeje značkových výrobků.

Aliance jsou také oblíbené proto, protože jejich úspěšnost je vyšší a jsou ekonomicky výhodnější než např. fúze a akvizice. Pomocí strategických aliancí lze zvětšit trh a zároveň zvýšit podíl na tomto trhu. Na rozdíl od fúzí a akvizic, které vyžadují podstoupit náročný proces integrace, se aliance plně soustřeďují na podnikatelský účel. Z aliance musejí profitovat obě zúčastněné strany, proto je k neúspěchu odsouzeno takové spojení, v němž se jeden z partnerů bude snažit získat podíl a trhu na úkor druhého. Strategické aliance vznikají také proto, že žádná firma není schopna sama poskytnout zákazníkům vše, co žádají. To se projevuje hlavně v současné době, kdy nastupují nové technologie. Zákazníci chtějí celý komplex služeb, protože jim to může přinést konkurenční výhodu. Proto spolupracují např. provozovatel telekomunikační sítě a poskytovatel internetu, kteří prostřednictvím aliance sdílejí své zákazníky a tím zvětšují trh. To pak znamená výhru pro obě strany, ne jedné na úkor druhé.

Firmy si uvědomují, že vzájemná kooperace je v jejich zájmu. Stále více (uvádí se, že až 48 %) aliancí je realizováno přirozenými konkurenty. Partneři umožní prosadit se na zahraničních trzích. Tento motiv dříve fungoval hlavně u fúzí a akvizic, ale jejich poměrně vysoká neúspěšnost vedla k upřednostňování aliancí. Dobré výsledky ze spolupráce umožňují růst tržní hodnoty firem, což patří mezi hlavní motivy vedení a hlavně akcionářů. Vedle toho stojí lepší a pružnější adaptace na změny, diverzifikace a příchod schopných lidí.

Příkladem může být aliance Coca-Cola, Disney a McDonald's. Coca-Cola a McDonald's spolupracují již řadu let, Coca-Cola pomáhá svému partnerovi zakládat nové restaurace po celém světě a je výhradním dodavatelem nápojů v zábavních parcích Disney. Všechny tři společnosti se specializují na služby rodinám, jejich síla spočívá v tom, že každý z partnerů je zároveň vedoucí firmou ve svém odvětví.

Konsorcium - jedná se o sdružení založené za určitým účelem, na který by jeden podnik nestačil vzhledem k vysoké kapitálové náročnosti nebo značné rizikovosti. Tato sdružení jsou příležitostná a dočasná, trvají do doby, než splní stanovený cíl. Konsorcium naše právo nezná, lze jej uskutečnit na základě smlouvy o sdružení podle úpravy v občanském zákoníku. Známým příkladem konsorcia je Airbus.

Tohoto hlavního konkurenta Boeingu založily v roce 1970 čtyři organizace: British Aerospace, Daimler Aerospace, francouzský Aerospatiale a španělský Casa. Partneri se podílejí na investičních výdajích za dodávky komponent a na krytí provozních ztrát. Airbus prošel vývojem, kdy došlo k zpolitizování struktury konsorcia, neefektivnosti a finanční nepřehlednosti. Za dodávky komponent platí partnerům dohodnuté ceny, které nejsou vždy nejvýhodnější. Při hlasování o záležitostech konsorcia mají partneri hlasovací práva úměrná podílu na vloženém kapitálu a platí právo většiny. To může vést k veřejným rozepřím, což celý proces rozhodování jen zdržuje a blokuje. Ještě v nedávné době měl Airbus finanční problémy, v roce 1998 vykázal ztrátu \$ 204 mil. oproti zisku Boeingu, který v téže době činil \$ 1,1 mld. Hlavním problémem je dosáhnout v konsorciu shody všech partnerů, příkladem může být nedávný spor o tom, kde se bude montovat nové obří letadlo A380. Přesto se Airbus stal doslova přes noc úspěšným.

Snahou vedení v čele s Noelem Forgeardem je centralizovat rozhodování a učinit Airbus trvale ziskovým. Navíc jeho hlavní rival, Boeing, se v současnosti potýká s výrobními problémy i s neshodami v managementu. Ale hlavní příčinou nedávných úspěchů konsorcia je nový přístup k zákazníkům. Airbus analyzoval nedostatky Boeingu, přizpůsobil vývoj letadel cestujícím a hlavně se prezentoval jako chytrá alternativa Boeingu, ne jako jeho levná imitace. Airbus nyní nabízí větší flexibilitu pro úpravu vnitřního prostoru, více místa pro cestující. Zástupci leteckých společností si pochvalují letadla Airbusu pro jejich ekonomický provoz, navíc mají všechny typy jednotně řešený palubní prostor, což usnadňuje práci pilotům, kteří mohou rychle přecházet z jednoho typu na druhý.

V nedávné době uspěl Airbus se svými plány na vysokokapacitní letadlo A380. Vývoj a příprava přišla zatím konsorcium na \$ 11 mld. To z něj činí riskantní projekt, nicméně velké letecké společnosti o něj mají zájem. Airbus slaví úspěchy hlavně se svým přístupem - svůj projekt konzultoval s více než 60 letišti. Navíc kontaktoval 1200 pasažérů,

kteří často létají, aby zkritizovali maketu nového letadla a přispěli tak k jeho zdokonalení. Klíčovou otázkou v konsorciu je nyní především vytvoření nové korporativní struktury, vnitřní reorganizace má za úkol zrychlit průběh vývoje a efektivně řešit spory mezi partnery. Jak je vidět, kooperace na takovéto úrovni může přinášet ovoce jen v tom případě, že management ví, jak si poradit s případnými neshodami partnerů. Ty jsou současně hlavním nedostatkem konsorcií a vlastně i všech forem kooperace.

Snaha dosáhnout synergických efektů vedla k vlně kooperací, postupně se hlavním motivem stává dominance na trzích. Varující jsou však poznatky, které hovoří i o vysokém procentu neúspěšných pokusů o kooperaci. Např. v USA ztroskotává každá druhá kooperace do 4 let. Tento trend přičítám hlavně snaze o spolupráci za každou cenu, jenom proto, že je to v „módě“. Oproti fúzím a akvizicím jsou i nadále co do počtu úspěšnější, i tady ale platí, že je nejprve třeba analyzovat, jaké podniky spolu chtějí spolupracovat, jaké jim to přinese výhody a jaké jsou zde problémy. Především malé a střední podniky by tímto způsobem měly vyřešit problém nedostatku finančních a personálních zdrojů a současně využít své silné stránky jako je flexibilita a schopnost jednat rychle.

1.2 KONCENTRACE

Pojem koncentrace⁵ znamená soustřeďování podnikatelských činností i výrobních faktorů, jako je práce, stroje a zařízení, materiál a energie, do stále větších podnikatelských celků. Toto soustřeďování se může realizovat buď v rámci místně vymezeného podniku jako vnitřní růst jeho velikosti (pak se jedná o věcnou koncentraci), nebo jako spojení místně odloučených podniků do nového organizačního celku, což je označováno jako organizační koncentrace - fúze nebo akvizice. Výsledkem koncentrace jsou velké podniky, často dosahující obřích nadnárodních rozměrů.

Podobně jako v jiných oblastech ekonomie není ani zde jednotný a jasný výklad základních pojmů. Ve světě, a tedy i v zahraniční literatuře, se pro obecné zastřešení všech transakcí, které se týkají koupě a prodeje podniku, používá souhrnné označení **Mergers and Acquisitions (M & A)**⁶.

⁵ SYNEK, M. a kol.: *Manažerská ekonomika*, Praha: Grada, 2001, str. 361

⁶ MAŘÍK, M.: *Koupě podniku jako součást podnikové strategie*, Praha: VŠE, 1997, str. 7

Pokud tyto pojmy přeložíme, zjistíme, že **merger** znamená sloučení, fúzi nebo absorpci jedné věci s druhou nebo jednoho práva s druhým. **Acquisition** znamená získání, nabytí, úkon, kdy se osoba stane vlastníkem určitého majetku. Pod pojmem slučování lze ale také chápat formy spolupráce, jako jsou společné podniky, kooperace podniků v určitých oblastech nebo strategické aliance. Největší světové fúze a akvizice (M & A) se zatím převážně uskutečňují ve finančním a telekomunikačním sektoru, který v současnosti prochází vlnou inovací. To také dokazuje následující přehled největších M & A v čele s největší fúzí - Vodafone a Mannesmann. Tento přehled nám také ukazuje, že největší transakce proběhly v letech 1998 - 2000. Hodnota fúzí a akvizic v následujícím období je stále vysoká a probíhá celá řada významných operací, hodnotově se však předešlým rokům nevyrovná. Na vině je hlavně celkové zpomalení světového ekonomického růstu a vysoká volatilita trhů, především ve vyspělých tržních ekonomikách v čele s USA. Tam došlo k významnému oslabení aktivit nejen ve finančním sektoru, ale i v celé ekonomice. To vše ještě podtrhly teroristické útoky z 11. září 2001, které zapříčinily další ochlazení ekonomických aktivit. I bez teroristických útoků počet M&A klesal, s jejich přičiněním pak pokles M&A činil 38 %.

Tabulka č. 1: Největší světové fúze a akvizice

Cílová společnost	Akvizitor	Rok	Hodnota (mld. USD)
Mannesman	Vodafone	2000	180,0
Sprint Corp	MCI Worldcom	1998	122,0
Time Warner	America Online	2000	105,0
Mobil Corp	Exxon Corp	1998	78,9
SmithKline Beecham	Glaxo Wellcome	2000	76,0
Citicorp	Travelers Group	1998	72,5
Ameritech Corp	SBC Communications	1998	62,6
BankAmerica Corp	NationsBank	1998	61,6
MediaOne Group	AT&T Corp	1999	60,5
AirTouch	Vodafone Group	1999	60,3
AT&T Broadband	Comcast Corp.	2001	57,5
Tele-Communications Inc.	AT&T Corp	1998	53,6
Elf Aquitaine	Total Fina SA	1999	53,5
GTE Corp	Bell Atlantic	1998	53,4
J.P. Morgan	Chase Manhattan	2001	33,6

Pramen: Thomson Financial Securities Data, Associated Press

Poněkud užší pojem představuje anglický výraz **takeover**. Ten doslova znamená převzít vedení, řízení něčeho, což ještě neznamená přenos svrchovaného oprávnění.

Takeover bid znamená nabídku na převzetí. Jde o pokus určité skupiny nebo jiné společnosti odejmout vedení současnému managementu společnosti, vůči které je tento útok nebo pokus podnikán. Taková změna managementu je však závislá na změně vlastníka.

Obecný pojem **takeover** zahrnuje více druhů aktivit:

- podnik získá majetek nebo podíly jiného podniku
 - sloučením nebo splynutím (fúze nebo konsolidace)
 - akvizicí kapitálu
 - akvizicí majetku
- souboj o právo zastupovat
- privatizační transakce

Z výše uvedeného vyplývá, že na rozdíl od M & A takeover nezahrnuje různé formy spolupráce a kooperace mezi podniky. Při slučování, splynutí a akvizici kapitálu přebírající firma (nebo nově vzniklá firma) získá akciový kapitál cílové firmy.

Souboj o právo zastupovat představuje snahu akcionářů dosadit do řídicích orgánů lidi, kteří budou prosazovat jejich zájmy.

Při **privatizačních transakcích** jsou veškeré majetkové podíly veřejně obchodované firmy koupeny malou skupinou investorů, ve které obvykle působí také členové úřadujícího managementu a vybraní vnější investoři. Podíly firmy jsou vyřazeny z akciové burzy a nemohou být již koupeny na otevřeném trhu.

Cílová firma je firma, o jejíž převzetí má jiná společnost zájem, někdy bývá také označována jako akviziční kandidát.

Veřejná nabídka je oficiální prohlášení získávající firmy (akvizitora), že během určitého období koupí akcie cílové firmy za určitou cenu. Existuje také tzv. dvojrstevná nabídka, která při převzetí poskytuje lepší podmínky akcionářům, kteří nabídnou své akcie k prodeji co nejdříve. Obvykle je nabídnuta cena v podobě hotovosti za počet akcií, který

stačí k získání kontroly nad cílovou společností, za zbytek akcií je pak nabídnuta nižší cena obvykle v podobě cenných papírů.

V případě odporu stávajícího vedení přebírané společnosti se může přebírající společnost, obvykle formou veřejné nabídky, obrátit přímo na akcionáře a obejít tak stávající management získávané firmy. Pak dochází k tzv. **nepřátelskému převzetí**. To ale může celou fúzi velmi ztížit a zvýšit náklady na fúzi. **Přátelské převzetí** naopak probíhá vyjednáváním s vedením přebírané společnosti a ta, pokud se obě strany dohodnou na vzájemně výhodných podmínkách, doporučí akvizici nebo fúzi akcionářům.

1.2.1 JEDNOTLIVÉ FORMY KONCENTRACE

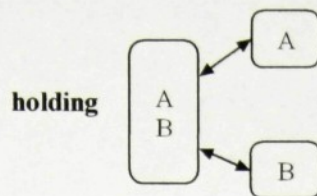
Nyní přistoupím k jednotlivým formám koncentrace. Nejprve se budu krátce věnovat koncernům a holdingům a poté přistoupím k problematice fúzí a akvizic, se kterými se budu zabývat až do konce své práce a proto je uvádím v samostatné kapitole.

Koncern⁷ - jedná se o jednu z nejběžnějších forem vyššího hospodářského celku. Koncern představuje několik právně samostatných podniků (obvykle akciových společností a společností s ručením omezeným), které podléhají jednotnému hospodářskému vedení top-managementu koncernu. Koncern nemá právní subjektivitu, vzniká na základě kapitálové účasti nebo na smluvním základě. Cílem je jako u všech forem koncentrace a kooperace dosažení vysoké efektivity, konkurenceschopnosti a tím lepšího postavení na trhu. Pro nás je asi nejznámějším koncernem Volkswagen, kam patří Audi, Seat a naše Škoda.

Holdingové společnosti⁸ - holdingová společnost je skupina podniků, kterou tvoří jeden subjekt, tzv. mateřská společnost, jejímž cílem je udržet rozhodující podíl v jedné nebo více dalších firmách, tzv. dceřinných společnostech. Mateřská společnost má rozhodující vliv v dceřinných společnostech (50% účast na základním jmění) a podstatný vliv ve společnostech přidružených (více než 20% podíl na základním jmění). Avšak při rozptýlení vlastníků stačí k faktickému ovládnutí i podstatně menší vlastnictví akcií (i 10 % akcií z hlasovacím právem).

⁷ SYNEK, M. a kol.: *Manažerská ekonomika*, Praha: Grada, 2001, str. 364

⁸ LEVY, H., MARSHALL, S.: *Kapitálové investice a finanční rozhodování*, Praha: Grada, 1999, str. 839



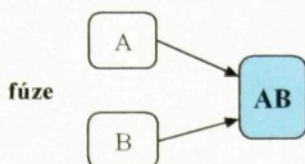
Hlavním úkolem mateřské společnosti je řídit jí podřízené subjekty. Podle funkce mateřské společnosti rozlišujeme několik typů holdingu - správní, finanční, strategický a centralistický. Cílem holdingového uspořádání je zabezpečování společného postupu v určitých podnikatelských aktivitách. Mezi pozitiva tohoto typu vlastnictví patří vysoká míra využití finanční páky a schopnost ovládnout další firmy bez nutnosti získání formálního souhlasu akcionářů nebo managementu. Negativem je ale to, že je holdingová společnost předmětem vícenásobného zdanění, neboť dividendy od dceřinných společností představují zdanitelný příjem. Také správa tohoto typu společnosti bývá nákladnější než správa jednotné společnosti.

2. FÚZE A AKVIZICE

V úvodním textu jsem často použil pojmy fúze a akvizice. Přestože jsou tyto pojmy obsaženy pod souhrnným označením M & A, které jsem definoval výše, je třeba si je dále podrobněji vymežit, neboť fúze a akvizice jsou stěžejní částí této práce.

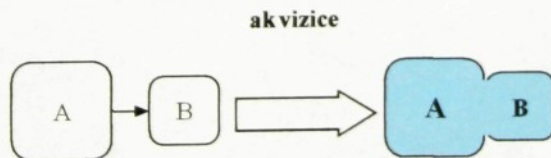
Fúze⁹ je nejčastější formou koncentrace kapitálu, jde o vznik jediného podniku spojením dvou nebo více podniků. Samotná fúze může mít podobu:

- sloučení podniků (merger) - při sloučení se jeden nebo více podniků začlení do jiného již existujícího podniku, na který tak přechází jak veškerý majetek těchto podniků, tak i jejich závazky.
- splynutí podniků (consolidation) - při splynutí neboli konsolidaci vzniká nový podnik, který přebírá závazky všech fúzujících podniků. Ty jako samostatné právní subjekty zanikají.



U **akvizice** rozlišujeme několik typů - akvizice podniku, kapitálu a majetku:

- akvizice podniku - jedná se o pohlcení jednoho nebo více podniků pomocí sloučení, a to buď jen části nebo celého podniku.
- akvizice kapitálu - spočívá v nákupu většiny akcií jedné nebo více společností na finančním trhu a následně jejich případné zařazení do vlastní holdingové společnosti jako společností dceřinných.
- akvizice majetku - prodávající převádí vlastnická práva k věcem, jiná práva a jiné majetkové hodnoty, které slouží k provozování podniku, na kupujícího a kupující současně přebírá závazky související s tímto podnikem.



⁹ VALACH, J. a kol.: *Finanční řízení podniku*, Praha: Ekopress, 1999, str. 278

2.1 PRÁVNÍ OTÁZKY FÚZÍ A AKVIZIC

Jak vyplývá z uvedeného textu, je pojem fúze vykládán nejednotně, právně jsou fúze upraveny jako přeměny obchodních společností. Podle ustanovení §69 až §69a zákona č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku, jímž se řídí i další způsoby změn v podnikatelských subjektech, mohou být společnosti přeměněny fúzí, převodem jmění na společníka, nebo rozdělením společnosti.

Fúze se může uskutečnit formou **sloučení** nebo **splynutí**.

Při **splynutí** přechází jmění (včetně práv a povinností) zaniklých společností na nově zakládanou nástupnickou společnost, při **sloučení** přechází jmění zaniklé společnosti na jinou (nástupnickou) společnost. Při sloučení tedy jedna ze společností pokračuje a ostatní do ní přistoupí, při splynutí dosavadní společnosti končí a vzniká nový subjekt.

Sloučit nebo splynout mohou pouze společnosti, které mají stejnou právní formu. Pokud tomu tak není, musí se jedna ze společností přeměnit na formu, kterou má společnost druhá. Teprve potom může dojít k sloučení nebo splynutí, což velmi komplikuje celý proces.

Při fúzích dochází hned k několika **obtížným situacím**¹⁰:

Tou první je otázka ocenění majetku a závazků zúčastněných společností, jak je ocenit metodicky, věcně i početně správně. Nejčastěji zde dochází k problémům, pokud mezi fúzujícími společnostmi existují vztahy, kdy jedna ze společností vlastní akcie nebo podíl ve společnosti druhé.

Dalším problémem je, jak správně stanovit výměnné poměry akcií nebo podílů společníků v nástupnické společnosti a nakonec existuje nebezpečí napadnutí formální správnosti valných hromad ze strany společníků nebo akcionářů.

Při stanovení poměru výměny akcií zanikající společnosti za akcie společnosti nástupnické by měla být zachována hodnota podílu akcionářů jednotlivých společností v nástupnické společnosti.

V souvislosti s právními otázkami fúzí a koncentrací vůbec, je třeba zmínit také činnost orgánů, které dohlízejí nad **ochranou hospodářské soutěže**. Už z podstaty

¹⁰ Právní rádce 6/1999, Příloha, str. IV

koncentrace je zřejmé, že může dojít (a také často dochází) ke vzniku podniků, jež by si díky své nově nabyté dominantní pozici mohly diktovat podmínky a narušovat tak hospodářskou soutěž. Všude ve světě i u nás jsou především obří fúze pod drobnohledem. Je třeba splnit určité podmínky k tomu, aby ze strany antimonopolního úřadu nebyly kladeny překážky při provádění fúze, nebo aby provedení fúze nebylo úplně zakázáno.

V USA jsou fúze a akvizice upraveny federálním antitrustovým zákonem¹¹, který vznikl již od počátku 20. století. Základem se stal Shermanův zákon z roku 1890, který zakazoval spojení nebo dohody, které by omezovaly nebo monopolizovaly obchod. Následuje Federální zákon o obchodní komisi z roku 1914 a ze stejného roku pochází také nejdůležitější zákon - Claytonův zákon. V něm je za nezákonnou považována akvizice, díky které by mohlo dojít k oslabení konkurence nebo jen k tendenci k vytvoření monopolu. Prosazováním antitrustového zákona je v USA pověřen občanský soud a také Federální obchodní komise. Těmto institucím musejí být nahlášeny všechny akvizice akcií nad 15 mil. dolarů nebo nad 15 % vlastního jmění objektu akvizice.

V ČR se ochranou hospodářské soutěže zabývá Úřad pro ochranu hospodářské soutěže, který mimo jiné posuzuje vhodnost některých spojení podniků. Podle § 8a odst. 1 zákona o ochraně hospodářské soutěže se Úřad pro ochranu hospodářské soutěže zabývá spojeními, díky kterým by podíl podniku po spojení přesáhl na relevantním trhu 30 % na celkovém obratu.

Hlavním problémem je určit velikost podílu na relevantním trhu (ta se může i v krátkém časovém období měnit), Úřad se proto zabývá nejvýznamnějšími spojeními, které mohou ovlivnit hospodářskou soutěž. Posoudí je a vydá stanovisko, zda se daná fúze může nebo nemůže uskutečnit. Úřadu podléhají také případy, kdy se spojí dvě nebo více společností v zahraničí, které mají u nás jenom dceřinné společnosti. Rovněž spojení našeho podniku s podnikem cizím, který ale žádný podíl na našem trhu nemá, podléhá rozhodnutí Úřadu, a to za předpokladu, že tuzemský podnik má v určitém sektoru produkce dominantní postavení.

Náš zákon také pamatuje na prevenci, neboť za dohody narušující hospodářskou soutěž považuje nejen spojení podniků, které vede k narušení hospodářské soutěže, ale také

¹¹ BREALEY, R. A., MYERS, S. C.: *Teorie a praxe firemních financí*, Praha: Victoria Publishing, 1992, str. 871

2.2 MOTIVY PRO USKUTEČNĚNÍ FÚZE NEBO AKVIZICE

Hlavní otázkou je, proč ke spojování podniků dochází, jaké jsou motivy¹² hlavních představitelů společností ke spojení nebo koupi jiné společnosti.

Obchodní společnosti, jejichž vedení zvažuje možnost spojení nebo koupi jiné společnosti, musí mít nějaký cíl, nějaké konkrétní představy o přínosech z této transakce. Tyto předpokládané přínosy jsou zároveň hlavními motivy pro uskutečnění daného záměru.

Mezi hlavní motivy patří **růst podílu na trhu**, větší podnik má mnohem větší ekonomickou sílu, díky které může investovat nemalé částky do výzkumu a vývoje a získat přístup k zajímavým technologiím. Vhodné spojení přináší také podniku přístup na nové trhy, může proniknout do nových oblastí podnikání.

Vstup na nové trhy pomocí vlastní výstavby je obvykle velmi zdlouhavý, je třeba překonat vstupní bariéry a získat přehled o konkurentech na novém trhu, na který vstupujeme. Ke zkrácení této doby se často používá právě akvizice vhodného podniku, který působí na trhu, kam chceme vstoupit. Při vstupu např. na americký trh bychom mohli převzít (nebo se spojit) tamější podnik a zkrátit si tak dobu vstupu. Může nám to také ušetřit řadu omylů, neboť tím zároveň získáme cenné informace o daném trhu.

Synergický efekt je často pokládán za hlavní přínos fúzí. Synergický efekt lze vysvětlit na zjednodušeném příkladu, že totiž $2 + 2 = 5$. Co si pod tím představit? Tento efekt vyjadřuje výhody integrace částí do celku. Jedná se o dosažení ekonomického zisku z fúze, kdy dvě společnosti mají vyšší hodnotu dohromady než odděleně. K tomu dochází díky úspoře nákladů, nárůstu výnosů, větší efektivnosti, a také možnosti využití vysoké daňové ztráty jednoho z fúzujících podniků.

Ekonomický zisk z fúze (1) lze zapsat jako rozdíl současné hodnoty spojené firmy a součtu současných hodnot firem před spojením¹³:

$$\text{ZISK} = \text{SH}_{AB} - (\text{SH}_A + \text{SH}_B)$$

(1)

¹² MAŘÍK, M.: *Koupě podniku jako součást podnikové strategie*, Praha: VŠE, 1997, str. 14

¹³ BREALEY, R. A., MYERS, S. C.: *Teorie a praxe firemních financí*, Praha: Victoria Publishing, 1992, str. 858

Je však třeba také vzít v úvahu náklady spojené s převzetím určité firmy. Pokud je koupě uskutečněna v hotovosti pak se náklad rovná rozdílu této hotovosti a současné hodnoty přebírané firmy.

Ekonomického přínosu z fúze pak bude dosaženo, a fúze by tedy měla být provedena, pokud je čistá současná hodnota (2) pro přebírající společnost **kladná**.

$$\text{ČSH} = \text{SH}_{AB} - (\text{SH}_A + \text{SH}_B) - (\text{hotovost} - \text{SH}_B)$$

(2)

Úspora nákladů je dalším motivem k fúzi. Dochází k ní hlavně v administrativě (fúze a akvizice jsou také často pro mnoho lidí synonymem propouštění), díky spojení by mělo dojít k jejímu zjednodušení. K úsporám také dochází sdílením některých činností společných pro celý podnik, jako např. účetnictví, různé kancelářské práce, výzkum, marketing, ale i výměna cenných zkušeností a informací a v neposlední řadě také jednotné vrcholové vedení. Přínosem pro fúzující podniky je také nevyužitá převoditelná daňová ztráta jednoho z podniků. Pokud má jeden z podniků vysokou daňovou ztrátu, kterou není schopen sám využít, může pak spojením snížit svou daňovou povinnost. Předpokladem je pochopitelně, zda takovou možnost umožňují daňové zákony dané země.

Dalším důvodem je také **potřeba investovat přebytečný kapitál** - podnik nemá žádné jiné investiční příležitosti, proto může uvažovat o koupi jiného podniku jako investici s nejvyšší čistou současnou hodnotou.

Podniky také fúzují kvůli změnám ve velikosti nebo povaze daného trhu, fúze může být rovněž reakcí na nebezpečí převzetí ze strany jiného nájezdníka, podnik se obává, že ho pohltí jiný podnik, proto se spojí s vhodným kandidátem a společně pak čelí nepřátelskému převzetí. V současné propojující se světové ekonomice si obchodní společnosti velmi dobře uvědomují rizika spojená s rostoucí konkurencí. Proto jsou také ochotny investovat vysoké částky na fúze a akvizice.

2.3 PRŮBĚH FÚZÍ A AKVIZIC

V této části se zaměřím především na to, jak vlastně fúze a akvizice probíhají, jaké druhy převzetí známe a jak je možné se jim bránit.

Podle toho, jaké jsou záměry přebírajících společností (respektive jejich představitelů), můžeme hovořit o převzetích podnikatelských nebo spekulacích¹⁴.

Za **podnikatelská převzetí** se považují taková převzetí, jejichž cílem je další rozvoj podniku. Dochází k růstu podniku, změnám ve struktuře, zefektivňování stávajících činností i rozvoji nových činností, to vše za účelem udržení a posílení pozice na trhu a hlavně růstu tržní hodnoty podniku. Takový způsob akvizic byl typický hlavně pro kontinentální Evropu.

Cílem **spekulacní akvizice** je hlavně rychlé a co možná největší zhodnocení vloženého kapitálu. S kupovanými podniky se potom zachází jako s každým jiným zbožím, jsou většinou rozparcelovány na menší části a postupně se ziskem rozprodány. To je typické pro USA, akvizice bývají často financovány dluhem.

2.3.1 PODNIKATELSKÉ AKVIZICE A FÚZE

I když je uskutečnění fúze a akvizice pokaždé individuální a jedinečné, existují určité fáze¹⁵ tohoto procesu, které by měly vždy předcházet úspěšnému spojení nebo koupi podniku.

Správné vedení podniku vyžaduje, aby měl top management jasno o strategických plánech, které volí na základě podnikové **vize**. Bez toho nelze efektivně vést podnik a tedy ani úspěšně provádět politiku fúzí a akvizic. Podniková vize má usnadnit rozhodování o tom, zda koupit či nekoupit, případně prodat.

Dále je třeba si uvědomit, co umí podnik nejlépe, v čem vyniká. Tento **profil silných stránek** ukazuje, co může podnik nabídnout svým potenciálním akvizičním partnerům. Podle toho si stanoví úlohu, kterou chce hrát v akvizičním procesu. Možností je hned

¹⁴ MAŘÍK, M.: *Koupě podniku jako součást podnikové strategie*, Praha: VŠE, 1997, str. 14

¹⁵ MAŘÍK, M.: *Koupě podniku jako součást podnikové strategie*, Praha: VŠE, 1997, str. 67

několik - může se zaměřit jen na finanční kontrolu ovládaných firem, sdílet technologie a znalosti nebo provádět společné aktivity a snažit se dosáhnout co možná největší synergie.

K provedení úspěšné fúze nebo akvizice je důležité **formulovat základní požadavky na kandidáta akvizice**. Jak jsem již několikrát uvedl, je třeba najít vhodného kandidáta fúze nebo akvizice, protože to je hlavní předpoklad úspěchu celé transakce. V souvislosti s tím je rovněž třeba uvést výčet vlastností kandidáta, které by neměl mít.

Dalším předpokladem je **sestavení speciálního týmu** k realizaci fúze nebo akvizice. Ten bývá označován jako Task-Force Acquisition. Je třeba vymezit jeho obsazení a pravomoci, v jakém rozsahu použít externí odborníky a poradenské firmy.

Na základě podnikové vize, představ a profilu vlastních schopností je třeba určit, jakým směrem se chce firma dále ubírat, tedy v jaké sféře podnikání se chce realizovat. Cílem je tedy **volba strategického pole a vhodné strategie** pro toto pole. Taková strategie by měla přinést konkurenční výhody a zajistit splnění stanovených cílů.

Výběr akvizičního kandidáta se uskuteční na základě dříve formulovaných požadavků, které by měl takový podnik splňovat. Pro nalezení kandidáta je nutné vhodně vyjádřit akviziční úmysl. Jednou z možností je tisková konference, kde kupující společnost vysvětlí svou výchozí pozici a cíle.

Při výběru je dále nutné **akvizičního kandidáta ocenit**. Takové hodnocení zahrnuje:

- hodnocení ze strategického hlediska (souhrnné hodnocení)
- hodnocení z finančního hlediska

Souhrnné hodnocení podniku - zahrnuje jednak analýzu okolí (hlavně konkurence) a analýzu samotného cílového podniku. Hlavní důraz je kladen na analýzu samotného podniku, neboť analýza konkurence by již měla být obsažena v předchozím rozboru strategických polí.

U akvizičního kandidáta se zkoumá:

- oblast činnosti v podniku, jaký užitek tyto činnosti přinášejí zákazníkům. Cílem je odhalit tzv. skrytou hodnotu kupovaného podniku, jež je důležitým předpokladem pro koupi jiného podniku.

- součástí hodnocení je dále ocenění schopností kupovaného podniku, jakou strategii volí, jak je uplatňována a zda je vhodná.
- struktura nákladů je hlavním bodem hodnocení, protože úspora nákladů patří k nejdůležitějším motivům pro fúzi nebo akvizici. Jedním z hledisek bývá jejich členění podle stupně tvorby hodnoty - např. náklady na marketing, logistiku, atd.
- podniková kultura je nejdůležitější z hlediska integrace podniku, jedná se nám o to, jakým směrem je orientováno vedení společnosti. Může být zaměřeno např. na zákazníka, technologii, náklady, inovace, zaměstnance atd.
- a nakonec nesmíme pominout ani hodnocení úrovně managementu. Jde hlavně o jeho obsazení, kvality, podmínky sjednané v pracovních smlouvách. Nutno podotknout, že po uskutečnění fúze či akvizice si většinou přebírající firma dosadí do vedení své lidi, kterým důvěřuje.

Závěrem by mělo hodnocení ukázat, zda má kandidát skrytý potenciál a skryté hodnoty, které lze po převzetí využít a realizovat konkurenční výhody. Toto hodnocení také slouží jako podklad pro finanční ocenění.

Finanční hodnocení - součástí finančního hodnocení by měla být v první řadě finanční analýza minulého vývoje kandidátského podniku. Finanční analýza slouží jako podklad pro následné ocenění - existuje několik způsobů ocenění, používá se hlavně výnosové, majetkové a tržní¹⁶.

Výnosové ocenění je založeno na výpočtu současné hodnoty očekávaných budoucích výnosů oceňovaného podniku. Ve světě se používají různé metody, některé používají výpočet současné hodnoty cash flow (hlavně v severní Americe), jinde převládá oceňování podle zisku (kontinentální Evropa).

Majetkové ocenění je založeno na ocenění aktiv a pasiv podniku. Nejobvyklejším postupem je ocenění jednotlivých složek aktiv a pasiv reprodukční cenou. Od výsledné hodnoty se odečtou na reálné hodnoty přeceněné závazky, tím dostaneme reálnou hodnotu vlastního kapitálu, tedy majetkové ocenění podniku.

Tržní porovnání vychází z informací, které nám poskytuje trh. K ocenění se používá srovnání s podobnými podniky na trhu. Pro tyto srovnatelné podniky vypočítáme určité

¹⁶ MCLANEY, E. J.: *Business Finance for Decision Makers*, 2nd edition London: Pitman Publishing, 1994

poměry jako např. P/E (cena akcie k zisku na akcii) a pomocí srovnání (známe zisk na akcii kandidáta) můžeme stanovit hodnotu akcie oceňovaného podniku.

Po tomto hodnocení následuje neméně důležitá část finančního oceňování, totiž ocenění předpokládané synergie. Počítá se současná hodnota dodatečných peněžních toků plynoucích ze synergie - např. z daňových úspor, snížení nákladů, přírůstků výnosů nebo ze snížení rizika a nákladů cizího kapitálu.

Posledními fázemi akvizičního procesu je **samotná koupě vybraného podniku** a nakonec jeho **integrace**. Protože je koupě podniku obsáhlý a složitý proces, budu se mu věnovat v samostatné subkapitole.

Integrace kupovaného podniku je nezbytným předpokladem fúze nebo akvizice. Po provedení transakce se může zdát, že nic nebrání v cestě úspěchu nové firmy na trhu, ale praxe ukazuje, že mnoho akvizic a fúzí ztroskotává na podcenění procesu integrace. Jedná se především o dvě oblasti: o integraci vedení a o kulturní integraci.

Integrace vedení řeší problémy řídicích pracovníků - zda je jich dostatek, zda jsou na správných místech, je třeba rozdělit jejich odpovědnost a motivovat je. Důležitá je také organizační struktura podniku, jaké je hierarchické uspořádání, míra centralizace a schopnost managementu identifikace se strategií podniku.

Kulturní integraci by měla být v současné době plně transnacionálních fúzí a akvizic věnována mimořádná pozornost. Úspěšnost podniku stojí a padá na lidech a mezilidských vztazích, proto je respektování a pochopení odlišností jednotlivých kultur tak důležité. Zdá se, že v tomto ohledu mají americké společnosti ztíženou pozici oproti evropským firmám. Při vstupu na tak rozmanitý a nesourodý kontinent jako je Evropa musejí brát zřetel na mnohé odlišnosti, pokud chtějí být úspěšní.

2.3.2 ZPŮSOBY PROVEDENÍ FÚZE A AKVIZICE

Provedení celé transakce závisí na tom, zda se obě strany domluví (tedy vedení zúčastněných společností) nebo zda bude nejprve třeba překonat odpor vedení přebírané společnosti. Existují tak dvě možnosti: tzv. **přátelská** nebo **nepřátelská fúze a akvizice**.

Při **nepřátelském převzetí** máme opět více možností, jak společnost získat. Jednak je to snaha získat podporu akcionářů cílové firmy na nejbližší valné hromadě a tím získat

právo volit prostřednictvím akcí někoho jiného. Tomu se říká boj o zastoupení. Druhou možností je veřejná nabídka akcionářům¹⁷. Ta má často podobu aukčního obchodu, který kupujícímu umožní nepřátelské převzetí společnosti a prodávajícím akcionářům umožní nalézt nejlepšího kupce (to je ten, kdo nabídne nejvíce peněz).

Tím se dostávám k dalším motivům zda uskutečnit nebo neuskutečnit fúzi nebo akvizici. Motivy vedoucí zúčastněné společnosti k integraci jsem popsal v předchozích kapitolách, proč ale v případě nepřátelského převzetí akcionáři přebírané společnosti s prodejem souhlasí?

Obecně lze říci, že při fúzích a akvizicích získávají nejvíce akcionáři přebírané společnosti. Při veřejné nabídce akcionářům totiž dochází ke konkurenci mezi podavateli nabídky - po první nabídce se totiž většinou objeví další „nápadníci“ (někdy i na žádost přebírané společnosti - to jsou tzv. bílí rytíři). Tato konkurence a současně právní a finanční kroky vedení vedou k tomu, že společnost kapituluje za nejvyšší možnou cenu. Akcionáři kupované společnosti tak získávají prémii převyšující tržní hodnotu společnosti. Stejně tak nejvíce získává přebíraná společnost i při běžných fúzích, protože už jenom oznámení záměru o její koupi žene kurzy akcií nahoru.

Proč tomu tak je a proč kupující společnost ani zdaleka nedosahuje takového růstu kurzu akcií? Kurzy akcií kupované společnosti jsou hnány očekáváním investorů, že díky spojení s obvykle větší společností dosáhne lepšího postavení na trhu, dojde k uplatnění synergického efektu a dosažení větších zisků. Zároveň získávají akcionáři při veřejných nabídkách vysoké zisky, uvádí se asi 30 % a při fúzích 20 %. Naproti tomu kurzy akcií kupující společnosti se většinou příliš nemění. Je to dáno hlavně tím, že tyto společnosti jsou obvykle podstatně větší než prodávající, proto se přínosy z fúze na kurzech akcií tolik neodrážejí.

Kurzy akcií mohou dokonce i klesat. K tomu dochází nejčastěji v případech, kdy analytici nevěří v úspěšnou integraci fúzujících firem nebo se domnívají, že kupující společnost zaplatila akcionářům přebírané společnosti příliš mnoho a považují výši investice za neadekvátní očekávaným výsledkům. Je na kupujícím, aby tyto dohady vyvrátil a ukázal, že se jedná jen o krátkodobý pokles. Přínos z fúze nebo akvizice se totiž

¹⁷ BREALEY, R. A., MYERS, S. C.: *Teorie a praxe firemních financí*, Praha: Victoria Publishing, 1992, str. 875

u těchto společností (myslím tím kupujících) projeví spíše v dlouhodobějším časovém horizontu - ukáže se, zda byla fúze či akvizice úspěšná, tedy zda došlo k využití synergie a všech dalších výhod spojení podniků tak, jak jsem je popsal výše.

2.3.3 FINANCOVÁNÍ FÚZÍ A AKVIZIC

Kupující volí takový způsob, který ho bude stát nejméně, prodávající chce zase získat co nejlikvidnější protihodnotu za svůj podnik. V praxi se nejčastěji používá platba za hotové peníze, akcie kupujícího, případně obligace kupujícího¹⁸.

Platba v hotovosti je nejjednodušší a příjemci umožňuje snadno porovnávat více nabídek. Pokud nemá kupující dostatečnou zásobu hotových peněz může je získat pomocí úvěru u bank nebo na kapitálovém trhu. Výhodou je, že ke splácení dluhu může přebírající společnost využít buď hotovosti kupované firmy, jejích budoucích příjmů anebo prostředků získaných z odprodeje části aktiv přebírané společnosti.

Koupě pomocí akcií - placení probíhá formou výměny akcií zúčastněných společností, nejdůležitější je stanovení výměnného poměru akcií, tato forma financování je silně ovlivněna vývojem na kapitálových trzích.

Koupě pomocí obligací se používá v případě, že kupující nemá dostatek hotovosti a ani upsání nových akcií by na koupi nestačilo. Tato forma financování má řadu výhod - např. úroky z obligací jsou daňově odčitatelné, nedochází k zředění akciového kapitálu atd.

V praxi se k placení používají také kombinace výše uvedených způsobů. Častá bývá tzv. dvoufázová nabídka, uplatňovaná hlavně u veřejných nabídek. V první fázi se kupující zaváže uhradit určitý počet akcií v hotovosti a v další fázi pak zbytek akcií koupí za horších podmínek, např. za cenné papíry. Takovýchto fází a kombinací uvedených postupů může být samozřejmě v praxi mnoho.

2.3.4 TAKTIKY A OBRANA

Obrana proti převzetí

V případě nepřátelských fúzí a akvizic dochází k tomu, že se kupující podnik snaží obejít vedení společnosti, o kterou má zájem, a jedná přímo s akcionáři. V takovém

¹⁸ MAŘÍK, M.: *Koupě podniku jako součást podnikové strategie*, Praha: VŠE, 1997, str. 100

případě má management napadené společnosti několik možností obrany. A proč se vlastně brání? Buď chce management získat z převzetí co nejvíce peněz nebo se bojí o své pozice v nové společnosti. V takovém případě se snaží zabránit převzetí úplně ne jenom dosáhnout co nejvyšší cenu za koupi společnosti.

Existují protichůdné názory¹⁹ na uplatňování obranných taktik proti „nájezdníkům“. Jedni tvrdí, že obrana brání žádoucím změnám a snižuje majetek akcionářů. Na druhou stranu umožňuje obrana, aby se udrželo dobré vedení firem, které pod hrozbou nájezdu zlepšuje svou práci. Neexistuje jednoznačná odpověď na tento rozpor. Hlavní otázkou je, jak obrana ovlivní tržní cenu společnosti, tedy jaký přínos pro společnost má.

Dle mého názoru je úspěšná obrana přínosem pro společnost (také většinou použití obranných taktik zvyšuje kurz akcií), neboť prokáže, že je stávající vedení schopné a kompetentní dále společnost řídit. Na druhou stranu pokud obrana selže a dojde ke kapitulaci, prokázalo neúspěšné vedení, že už není schopné společnost efektivně řídit. Nový management je tak nadějí na úspěšné fungování v budoucnosti.

Jaké jsou tedy možnosti obrany²⁰? **Preventivní obranná opatření** jsou zaměřena na snížení atraktivity (jedná se o podhodnocení akcií, nízkou zadluženost, vysoké peněžní toky atd.) firmy pro koupi. V případě přímého ohrožení se používá **aktivní obrana proti převzetí**.

Preventivní opatření:

Jedovaté pilulky (poison pills) - jejich prostřednictvím chce management napadené společnosti snížit její hodnotu pro nájezdníka. Nejprve byla používána varianta emise přednostních akcií, které byly v případě převzetí směnitelné za určitý počet akcií nájezdníka. Vhodnějším řešením bylo nabídnout prodej opčních práv, která umožňovala koupit určitý počet akcií nájezdníka za výhodnou cenu během daného období. Této formě pilulek říkáme „flip over“. Používané jsou ale také pilulky typu „flip in“, které umožňují držitelům práv získat akcie v cílové firmě, což vede k zředění jejího kapitálu a tím k snížení atraktivity pro nájezdníka.

¹⁹ MAŘÍK, M.: *Koupě podniku jako součást podnikové strategie*, Praha: VŠE, 1997, str. 155

²⁰ MAŘÍK, M.: *Koupě podniku jako součást podnikové strategie*, Praha: VŠE, 1997, str. 156

A jaké jsou přínosy tohoto typu obrany? Krátkodobě většinou sníží kurzy akcií, dlouhodobě ale vede k růstu výnosů, protože management musí být efektivnější aby mohl zůstat u moci. I v případě kapitulace je tato obrana účinná, protože přináší akcionářům vyšší prémii než nechráněným společnostem.

Změny v základacích listinách společnosti (někde je toto opatření také označováno jako „repellent na žraloky“) - předpokladem je souhlas akcionářů a zda to zákony dané země umožňují. Používaných opatření je celá řada, já se zmíním o supermajoritních opatřeních a férových cenách.

Supermajoritní opatření znamená, že k přijetí zásadních rozhodnutí (tedy i fúze a akvizice) nestačí nadpoloviční většina hlasů, mohou být vyžadovány 2/3, 80 % nebo i více hlasů.

Férové ceny je opatření zajišťující minoritním akcionářům vyplacení minimální (tzv. férové) tržní ceny od akvizitora za jejich akcie. Tento postup je vhodný hlavně u tzv. dvoufázových nabídek, kdy v první fázi nabízí akvizitor výhodnější podmínky pro odkup akcií (např. 51 % akcií zaplatí v hotovosti) a ve druhé fázi vykupuje zbytek akcií za méně výhodných podmínek (např. zaplatí cennými papíry).

Tato opatření nemají většinou velký vliv na tržní cenu společnosti.

Zlaté padáky (golden parachutes) - jedná se o vysoké odstupné placené top manažerům za ztrátu jejich zaměstnání v případě převzetí. Pro akvizitora to znamená vyšší náklady na převzetí, pro top manažery motivaci. Příliš vysoké odstupné však může mít i opačný účinek - vidina vysokého příjmu vede k tomu, že se top management převzetí ani příliš nebrání.

Aktivní obrana proti převzetí:

Zelená pošta (green mail) - vedení brání se společnosti odkupuje zpět své akcie, které již akvizitor získal, pochopitelně se značnou premií pro nájezdníka. Nelze jednoznačně říci, jak tato obrana ovlivňuje jmění akcionářů.

Dohoda o příměří (standstill agreement) - obě strany se dohodnou, že za určité peněžní vyrovnání nebude nájezdník kupovat další akcie brání se společnosti. Tato dohoda bývá doprovázena zelenou poštou a má obvykle záporný vliv na jmění akcionářů.

Bílý rytíř (white knight) - jedná se o akvizitora, který vedení společnosti vyhovuje. Nabídne lepší cenu nebo jiné příznivější podmínky (např. slib, že nepropustí stávající vedení). Tím se cílová společnost zbaví nežádoucího nájezdníka tzv. černého rytíře.

Transakce „mrtvý kapitál“ (lock-up transaction) - cílem této obrany je prodat některá aktiva a učinit tak cílovou společnost méně atraktivní. Prodáme např. tu odnož naší firmy, o kterou má nájezdník největší zájem.

Změny kapitálové struktury - např. zvýšení dluhu, emise nových akcií, změna vlastního kapitálu atd. Zvýšení dluhu vede ke zhoršení kapitálové struktury ve snaze odradit akvizitora. Emise nových akcií zvyšuje jejich počet v oběhu a snižuje tím možnost, že akvizitor získá potřebný podíl. Tyto taktiky mají ale většinou negativní dopad na jmění akcionářů.

Restrukturalizace společnosti - např. prodej hodnotných aktiv (viz. transakce „mrtvý kapitál“), manažerský odkup, který rozeberu v následující kapitole nebo vlastní akvizice ze strany cílové firmy. Díky těmto akvizicím dojde ke zhoršení finančního zdraví firmy (zadluží se, vloží prostředky do firem, které nejsou v danou chvíli příliš výnosné) a opět tak ztíží uskutečnění transakce ze strany nájezdníka.

Obrana Pac-Man - jedná se spíše o výhrůžku - na nežádoucí nabídku na převzetí odpoví cílová společnost nabídkou na převzetí akvizitora

Obrana „just say no“ - vedení cílové společnosti se snaží přesvědčit akcionáře, že nabídka učiněná akvizitorem neodpovídá skutečné hodnotě společnosti, jejíž vyhlídky jsou pod stávajícím vedením mnohem příznivější.

2.3.5 SPEKULATIVNÍ FÚZE A AKVIZICE

V polovině 80. let významně vzrostl podíl specifického typu převzetí - tzv. **zadlužených výkupů**²¹ (**leveraged buyouts - LBO**). Jedná se o převzetí, která jsou financována převážně dluhem (část tohoto dluhu bývá podřadná) a investorská skupina spolupracuje s vedením společnosti. Dalším rysem LBO je, že se akcie po této transakci již dále neprodávají na volném trhu. Investorům se nejedná o využití synergického efektu nebo o diverzifikaci rizika, ale o rychlé dosažení zisku (v horizontu 3 - 5 let)

²¹ MAŘÍK, M.: *Koupě podniku jako součást podnikové strategie*, Praha: VŠE, 1997, str. 110

prostřednictvím větší efektivity a tím zvýšení hodnoty podniku. K velkému rozvoji LBO přispěly daňové výhody plynoucí z použití cizího kapitálu a hlavně rozvoj trhu s tzv. prašivými obligacemi.

Zadlužené výkupy probíhají obecně v několika fázích - nejprve je podnik tímto způsobem koupen, následně dochází k jeho restrukturalizaci a v poslední fázi k prodeji (v této fázi jsou i jiné možnosti).

Před samotnou **koupí** jsou nejprve navázány přátelské kontakty investorů (sponzorů) s vedením cílové firmy. Díky této spolupráci může investorská skupina posoudit, zda je cílová firma vhodná k tomuto typu převzetí. Analýza cílové společnosti je totiž dokonce důležitější než v případě běžných fúzí a akvizic, protože zde dochází k vysokému zadlužení, které se bude muset v budoucnu splácet. Proto jsou pro LBO nejvhodnější společnosti se stabilními výnosy, působící v méně rizikových odvětvích, s nízkým zadlužením a přehlednou strukturou umožňující snadný odprodej částí společnosti.

Pokud je cílová společnost vhodná k převzetí, předloží investoři vedení formální nabídku (cena je obvykle vyšší než tržní ceny akcií) a uzavřou s ním smlouvu. Skupina investorů založí společnost, jejímž účelem je převzít podnik a ti podají veřejnou nabídku na vykoupení akcií. Po vykoupení akcií dochází k fúzi mezi za tímto účelem založenou přebírající společností a přebíranou společností.

Druhou fází LBO je **restrukturalizace**. Jejím cílem je zvýšit efektivnost v co nejkratší době (do tří let), a to pomocí snižování nákladů a zbavování se částí společnosti, které už pro ni nemají cenu. Management má sice volnou ruku v běžných záležitostech, ale investoři mají funkci správní rady a právo kontroly a v zásadních otázkách také právo konečného rozhodnutí. Tato fáze je ukončena pokud vedení dosáhne opět běžného zadlužení firmy.

V poslední fázi dochází k **prodeji** společnosti jinému subjektu nebo k návratu společnosti na burzu cenných papírů. Možné je také nové zadlužení a opakování předchozí fáze.

Manažerský výkup (management buy out - MBO)²² je další zvláštní formou převzetí podniku. Jedná se v podstatě o LBO tak, jak jsem popsal výše, ale s tím rozdílem,

²² MAŘÍK, M., DĚDIČ, J.: *Akvizice a oceňování podniků*, Praha: VŠE, 1992, str. 61

že podnik odkoupí současný management. Management je v čele investorů (hlavně společnosti zaměřené na rizikové investování), od kterých získává potřebný kapitál. V současné době by totiž vedení jen těžko disponovalo kapitálem potřebným ke koupi společnosti.

Financování zadlužených výkupů

Jak jsem již uvedl v úvodu této kapitoly, jsou k financování LBO využívány hlavně úvěry. Jednak jsou to úvěry první třídy, získávané od obchodních bank nebo investičních fondů, nebo to jsou také úvěry druhé třídy - tzv. soukromě poskytované úvěry. To jsou obligace, které jsou prodány přímo např. investičním fondům. Vedle těchto „soukromých úvěrů“ se hlavně používají vysoce rizikové obligace - tzv. Junk Bonds.

Junk Bonds (neboli prašivé obligace) jsou podřadné obligace (tzn. jsou nižší než investiční jakosti), které jsou běžně obchodovány na trhu. Právě rozvoj trhu s prašivými obligacemi je jedním z příčin nárůstu LBO. Původně to byl okrajový trh s obligacemi těch podniků, které se dostaly do finančních problémů a jejich obligace se tak staly pro investory příliš rizikové. V 80. letech se však z tohoto trhu vyvinul vysoce likvidní trh pro rizikový cizí kapitál. Na přelomu 90. let ale došlo k poklesu tohoto trhu, což znamenalo vysoké ztráty pro investory a také útlum zadlužených výkupů. To vedlo ke snaze najít další varianty těchto prašivých obligací - např. obligace s nulovým kupónem a nenulovým kupónem nebo tzv. Pay-In-Kind obligace.

Tento typ převzetí se díky jeho specifickým znakům (vysoká míra zadlužení, velké prémie a zisky) stal terčem kritiky a vyvolává diskuzi, zda vůbec dochází k nějakému přínosu nebo jde jen o transfer kapitálu mezi jednotlivými investory (investorskými skupinami).

Odpůrci LBO tvrdí, že:

- držitelé obligací ztrácejí, hodnota jimi držovaných dluhopisů klesá kvůli vysokému zadlužení po provedení LBO,
- akcionáři vykupovaných společností nedostávají skutečnou hodnotu svých akcií,
- budoucnost vykupovaných podniků je nejistá díky nutnosti šetřit, aby byly splaceny dluhy,

- zadlužené výkupy vedou k předlužení a zvyšují riziko platební neschopnosti.

Zastánci LBO naproti tomu vyzdvihují tyto výhody:

- dochází k zvýšení efektivity podniků,
- rychlejší restrukturalizace průmyslu a tím i konkurenceschopnost,
- zvyšuje se hodnota podniku pro původní akcionáře i nové držitele akcií,
- zlepšení alokace kapitálu v ekonomice jako celku.

Ani zde neexistuje jednoznačná odpověď na otázku, zda LBO tvoří nové hodnoty nebo ne. Před uskutečněním LBO je třeba pečlivě zvážit všechny klady a zápory, nezbytností je provedení komplexní analýzy cílového podniku. I tak jsou ale rizika spojená s uskutečněním této transakce vysoká. Na druhou stranu jsou LBO velkým zdrojem zisků a zlepšují také celkovou alokaci kapitálu v hospodářství.

2.4 NEGATIVA FÚZÍ

Nyní bych se rád zaměřil na hlavní nedostatky fúzí a akvizic. Vlna fúzí a akvizic vrcholící v roce 2000 ukázala, že ne všechny mají své opodstatnění. Uvádí se, že 60 - 70 % jich končí neúspěchem. Dříve bylo hlavním motivem pro uskutečnění takové transakce snižování nákladů, avšak podle nejnovějších průzkumů je to snaha zvětšit svůj podíl na trhu - nesporně výsledek globalizace. Nebezpečím koncentrace je vznik obřích podniků, špatně ovladatelných, jejichž finanční výsledky nesplňují očekávání investorů a výnosy jsou nižší než jaké měly podniky před sloučením.

Hlavním negativem fúzí jsou sociální dopady. Obvykle totiž dochází k snížení počtu zaměstnanců jako důsledek snižování nákladů a odstraňování nadbytečných kapacit. Při fúzi se totiž některé činnosti zdvojují, proto je třeba ty nadbytečné zrušit. Příkladem může být fúze bank, které mají své pobočky na stejném území. Podle odhadů se redukce pracovníků v případě fúze bank, jejichž činnosti se územně nepřekrývaly, pohybuje kolem 3 až 5 %. V případě spojení bank překrývajících se teritoriálně je toto číslo mnohem vyšší, až 25 % zaměstnanců.

Existují však i výjimky, např. spojení Daimler a Chrysler vedlo k zvýšení počtu zaměstnanců, tato fúze se ale potýká s vážnými problémy, kterým se budu věnovat dále.

Cena fúzí ze sociálního hlediska je tedy vysoká. Své opodstatnění má v případě, že finanční výsledky spojené společnosti jsou vyšší než jakých by dosáhly obě strany před spojením. Podle různých studií je však podle tohoto hlediska úspěšných asi jen 52 % fúzí, některé zdroje uvádějí dokonce méně, asi 42 %.

Příčin neúspěchu je hned několik, především je při přípravě fúzí brán minimální ohled na manažery různé úrovně i řadové zaměstnance. V důsledku toho vzniká v podnicích napětí a nejistota, která je často příčinou odchodu těch nejschopnějších lidí z podniku. Z tohoto důvodu je nutné neustále zaměstnance informovat o připravovaných krocích a změnách. Podle zprávy UNCTAD je další možnou příčinou neúspěchu fúzí nebrání zřetel na kulturní rozdíly jednotlivých zemí v případě přeshraničních fúzí. Různé podniky mají různou organizační kulturu a různé styly manažerské práce. Snaha je kombinovat naráží na řadu problémů, někdy jsou tyto rozdíly úplně opomenuty a celá transakce je odsouzena k nezdaru. Typické jsou odlišnosti mezi kontinentální Evropou a anglofonními zeměmi, především USA a Spojeným královstvím.

Příklady negativních důsledků fúzí a akvizic z hlediska sociálních dopadů uvádím v následující tabulce:

Tabulka č. 2: Počet zrušených pracovních míst v důsledku fúze

Transakce	Odvětví	Rok	Počet lidí, kteří přišli o práci
Hoechst - Rhone - Poulenc	Farmacie	1998	10000
Exxon - Mobil	Ropa	1997	9000
British Petroleum - Amoco	Ropa	1998	6000
Astra-Zeneca	Farmacie	1998	6000
BMW - Rover	Automobily	1994	3000

Pramen: World Investment Report 1999, UNCTAD, str. 103

Podcenění náročnosti přeshraniční fúze dokumentuje případ spojení Daimler a Chrysler. V roce 1998 dala tato fúze vzniknout společnosti DaimlerChrysler. První problémy se objevily již na počátku. Při plánování tohoto spojení přikládal management Daimleru jen malou váhu tomu, že se jedná o přeshraniční fúzi, o spojení dvou odlišných kultur. I když se jednalo o přátelské spojení, manažeři Chrysleru na střední úrovni nebyli zajedno s vedením, které je přesvědčovalo, že se jedná o spojení rovného s rovným. Celou operaci pokládali spíše za prodej Chrysleru cizincům a současně se obávali příchodu Němců s jejich rigidními manažerskými praktikami. Aby vyvrátil veškeré pochybnosti o spojení, prohlásil Jürgen Hubbert, člen představenstva odpovědný za divizi automobilů

v Daimleru, že jsou spokojeni s vývojem fúze a mají jasnou představu: jedna společnost, jedna vize, jeden výkonný ředitel a dvě kultury. Zisk z druhého čtvrtletí 1999 ve výši \$ 1,7 mld., který dokonce předčil očekávání, dával za pravdu vedení. Nicméně v té době již kurz akcií DaimlerChrysler nezadržitelně klesal, když mezi burzovními analytiky jednoznačně převládla skepse o vyhlídkách tohoto spojení. Souhlasím s tím, že je vývoj na burze cenných papírů všeobecně pokládán za jakýsi „barometr“ budoucích možností určité firmy. Burzovní odborníci byli v tomto případě nekompromisní – od doby uskutečnění fúze na konci roku 1998 do roku 2000 klesla cena akcií o více než 40 %.

Chrysler nastartoval pozdě svůj program, jehož cílem je ušetřit \$ 2 mld. Zisky z roku 2000 byly poloviční a v roce 2001 je dokonce ztráta kolem \$ 2 mld. (po započítání nákladů na restrukturalizaci) a zatím neúplné výsledky roku 2002 neukazují žádné zlepšení. Do čela americké části společnosti dosadil DaimlerChrysler Jürgena Schremppa, aby napravil obrovské ztráty v USA. Vypadá to, že o práci v amerických továrnách Chrysleru přijde neuvěřitelných 26000 zaměstnanců. Nejdůležitější je však získat zpět důvěru investorů, vždyť dnes má DaimlerChrysler menší tržní hodnotu než měl Daimler-Benz před fúzí v roce 1998. Neúspěch spojení těchto dvou firem je neoddiskutovatelný, naštěstí sáhlo vedení k razantním krokům, které by měly vést k podstatně lepším výsledkům americké divize. Cena za to je však vysoká. Krach fúze zapříčinily faktory, o kterých jsem se zmínil na začátku této kapitoly, a kterým se musí věnovat mimořádná pozornost, aby mělo spojení šanci na úspěch. V případě DaimlerChrysler se jedná především o:

- podcenění integrace dvou rozdílných kulturních prostředí,
- podcenění synergického efektu – ten měl plynout z možnosti sdílet a použít některé součásti do podobných vozů, ale co když je uvedení na trh každého z těchto vozů naplánováno na jindy?
- nedůvěra zaměstnanců ve spojení, především obavy z „cizího“ managementu.

Společnost DaimlerChrysler má nyní co napravovat, nesmí se bát integrovat obě společnosti a jejich rozdílnou organizační kulturu a odstranit obavy z poškození značky Mercedes spojením s pověstnými terénními „trucky“ Chrysleru.

2.5 ZÁVĚR K TEORII FÚZÍ A AKVIZIC

Tak, jako všechno kolem nás, mají i fúze a akvizice své klady a zápory. V předchozích kapitolách jsem se snažil ukázat motivy pro uskutečňování fúzí a akvizic, vyzdvihnout jejich možnosti a přínosy a zároveň poukázat na možné nedostatky a problémy s nimi spojené. Na závěr bych rád tuto problematiku doplnil **dvanácti pravidly pro úspěšnou fúzi** tak, jak byly publikovány v odborném časopise Handelsblatt 27. 4. 2000: Zwölf goldene Regeln für eine erfolgreiche Fusion.

1. Musí existovat zásadní kompatibilita strategií i produktů obou partnerů. Musejí ze sloučení profitovat, nelze zapomenout na harmonii podnikových kultur.
2. Nelze tolerovat únik informací před dokončením jednání. V takovém případě lze jen těžko připustit případné přerušení rozhovorů, protože by znamenalo ztrátu dobré pověsti managementu a obvykle i pokles tržní hodnoty firmy.
3. Vedení musí věnovat maximální pozornost průběhu projektu. Představenstvo musí rozhodovat o všech podstatných záležitostech a řídit celý průběh fúze. Musí mít rovněž přehled o stavu jednání a o případných problémech.
4. Do celého procesu musejí být zapojeni ti nejschopnější lidé, i když to znamená jejich přetížení.
5. Každý ze zainteresovaných lidí se musí zapojit a převzít konkrétní úkol. Nikdo nesmí být divákem.
6. Zúčastněné subjekty musejí již od prvopočátku jednání jasně a přesně formulovat vizi a poslání budoucího podniku. To pro všechny vytváří rámec a směr jednání.
7. Veškerá opatření během procesu je nutno uskutečnit rychle. Celý proces by měl být dokončen do 2 až 3 let. Prioritu mají mít opatření týkající se dlouhodobých cílů podniku. Nemá cenu se hned od počátku zaměřovat na ideální stav, na stoprocentní integraci.
8. Komplexnost organizace je třeba zvyšovat průběžně. Musí být jasně stanoveny priority a teprve během plnění jednotlivých kroků projektu je rozšiřovat nebo měnit.
9. Každý krok musí být přesně a pokud možno stručně popsán.

10. Obsah celého integračního procesu by měl být vždy transparentní, snahou je směřovat jej tak, aby se co nejrychleji dosahovalo synergického efektu.
11. Subjekty by se měly vyhnout byrokracii, fúze je dobrou příležitostí pro odstranění zastaralých organizačních struktur a pracovních postupů.
12. A nakonec při každém procesu fúze musí být vše zaměřeno na hlavní cíl. Zvýšit orientaci na trh a na zákazníky, je nutno bránit a vzájemně oddělovat značky obou slučujících se podniků a upevňovat jejich tržní pozici.

Výše uvedená pravidla mají být dodržována v průběhu procesu fúze, pro úspěšnost fúze je však podstatná již doba před jejím definitivním schválením. Proto bych tato pravidla ještě doplnil o zásadu pečlivého provedení analýzy cílové společnosti, tzv. **due diligence**. Této problematice budu věnovat samostatnou kapitolu v části týkající se společnosti Ferox, a. s.

3. SOUČASNÉ SVĚTOVÉ FÚZE

Současný vývoj na světových trzích není fúzím a akvizicím příliš nakloněn. Přibližně od roku 2000 se projevuje hospodářský pokles, který vyústil v tolik obávanou recesi. Problémy mají hlavní „tahouni“ světové ekonomiky, tedy USA, Japonsko i Německo. Potíže hlavních světových ekonomik byly navíc prohloubeny teroristickým útokem na USA z 11. září 2001, který zapříčinil ještě větší nejistotu a volatilitu na světových trzích. To vše je podtrženo krachem významných společností, jako např. druhého největšího obchodního řetězce K-mart (USA) nebo energetického gigantu Enron (taktéž USA), který se stal synonymem problémů současné ekonomiky.

Tváří v tvář těmto událostem zřejmě nepřekvapí, že počet ohlášených transakcí (fúzí a akvizic) v posledních 2 letech významně poklesl. Např. za rok 2001 činil tento pokles v USA 38 %, ohlášeno bylo celkem 6793 transakcí oproti 10990 transakcím v předešlém roce. Můžeme tedy hovořit o doznívající vlně fúzí a akvizic, jejíž vrchol byl dle mého názoru v roce 2000. I přes tato fakta však stále dochází k významným spojením pohybujících se v desítkách miliard USD (J.P. Morgan a Chase Manhattan, Comcast a AT&T Broadband).

V dalších subkapitolách se budu věnovat analýze jedné z nejvýznamnějších světových fúzí, a to spojení společností Vodafone a Mannesmann působících v odvětví telekomunikací.

3.1 FÚZE BRITSKÉ TELEKOMUNIKAČNÍ SPOLEČNOSTI VODAFONE PLC. A NĚMECKÉ SPOLEČNOSTI MANNESMANN AG

Cílem následujících kapitol je ukázat, jak výše uvedené teoretické postupy při transakcích typu fúze a akvizice fungují v praxi. Pro praktickou ukázkou světové fúze jsem si vybral spojení britské společnosti Vodafone a německého Mannesmannu. Jedná se o možná největší fúzi posledních let, jejíž hodnota přesahuje 180 miliard dolarů²³. To je ale jenom jeden z důvodů, proč jsem si vybral právě tuto obří transakci. K těm dalším patří především to, že na tomto příkladě je možné ukázat a zhodnotit teoretické postupy

²³ CNNfn - The Financial Network, <http://www.cnn.com>

z předešlé části této práce, uplatňuje se zde jak přátelská nabídka, tak pokus o nepřátelské převzetí včetně použití obrany proti převzetí a její překonání. Navíc se jedná o transakci, která proběhla na vrcholu vlny fúzí a akvizic v roce 2000. Vybral jsem ji záměrně také z toho důvodu, že od realizace uběhla určitá doba a tento časový odstup mi umožní lépe analyzovat nejen průběh celé operace, ale i vývoj společnosti v následujících obdobích.

Základní otázkou zůstává, jaký, pokud vůbec nějaký, má fúze přínos, a to jak pro přebírající společnost a pro cílovou společnost, tak i pro jejich okolí.

Tato fúze v sobě spojuje hned několik zajímavých momentů. Zaprvé je třeba si uvědomit hodnotu celé akce, ve které se jedná o zhruba 180 miliard dolarů. Dále je to způsob provedení - zpočátku spolu obě firmy spolupracovaly na bázi joint venture, poté přišla přátelská nabídka od Vodafone, po krachu jednání s německým managementem se tato nabídka změnila v nepřátelskou bitvu, kde po dlouhých jednáních nakonec management Mannesmannu doporučil svým akcionářům tuto fúzi.

3.1.1 POSTAVENÍ OBOU SPOLEČNOSTÍ PŘED FÚZÍ

Vodafone Plc. se po akvizici (na začátku roku 1999) amerického mobilního operátora AirTouch za 60 miliard dolarů stal jednou z největších telekomunikačních společností v oblasti mobilní komunikace. Před spojením²⁴ s Mannesmannem působila společnost Vodafone ve 24 zemích, přičemž kontrolu měla v 10 zemích a celkový počet zákazníků se pohyboval kolem 35 milionů. Společně s Mannesmann AG spolupracovala společnost Vodafone již od počátku 90. let, když obě firmy založily joint venture v Německu (D2) a poté i v Itálii (Omnitel). Nutno podotknout, že v obou případech měla dominantní postavení společnost Mannesmann. Ta však na druhou stranu v žádném případě neohrožovala dominanci Vodafone na Britských ostrovech. Teprve koupí britského mobilního operátora Orange za 30 miliard dolarů se dostala tato firma na britský trh. Vodafone uvádí, že i tato akvizice byla jedním z důvodů pro nabídku na koupi Mannesmannu.

²⁴ www.vodafone.com

3.1.2 ANALÝZA PRŮBĚHU FÚZE

Nejprve je třeba ukázat, za jakých okolností k této fúzi došlo a s jakými výsledky skončila. Poté, za využití potřebných údajů, přistoupím k rozboru situace obou firem s cílem zjistit, jaký je přínos této transakce. Rovněž zde uplatním výklad teoretických postupů z druhé kapitoly, jako je např. použití obrany proti převzetí hned v následujícím odstavci.

Celá transakce začala zveřejněním nabídky Mannesmannu na koupi britského mobilního operátora Orange. Tímto krokem nejenom že Mannesmann narušil dosud dominantní postavení Vodafone na Britských ostrovech, ale zároveň se jednalo o preventivní obranu proti převzetí, protože by Vodafone takovouto fúzí získal monopolní postavení na britském trhu a měl tak další problémy s antimonopolním úřadem (viz pojednání o ochraně hospodářské soutěže v souvislosti s koncentrací podniku v kapitole 2.1). Z mého pohledu však koupě Orange jako preventivní opatření nefungovalo, naopak, ještě více podnítilo snahu Vodafone o převzetí, jejímž cílem bylo odstranit nyní již přímého konkurenta v Británii. Zájem Vodafone vyústil 19. listopadu 1999 v oficiální nabídku vedení Mannesmannu na koupi jeho akcií.

Tato první nabídka obsahovala podmínky, které byly pro vedení Mannesmannu reprezentovaného Klausem Esserem nepřijatelné. Jednalo se o výměnný poměr akcií 53,7 akcie Vodafone za 1 akcii Mannesmannu. To při současném kurzu akcií Vodafone znamenalo následující:

Tabulka č. 3: Prvotní nabídka za 1 akcii Mannesmannu

Nabídka Vodafone za 1 akcii Mannesmannu k 18. listopadu 1999 v € (den před oznámením podmínek nabídky Vodafone na koupi Mannesmannu)	242,7
Nabídka Vodafone za 1 akcii Mannesmannu k 17. prosinci 1999 v € (den vypracování dokumentu pro akcionáře Mannesmannu o výhodách tohoto spojení)	266,4

Pramen: Dokument „The Official Offer“

Za takových podmínek by akcionáři Mannesmannu získali poměrně vysokou prémii nad cenu jejich akcií, nicméně vedení společnosti s tímto nesouhlasilo. Odmítavý postoj dokumentuje prohlášení CEO Klause Essera, že tato nabídka není adekvátní skutečné hodnotě společnosti. Esser kategoricky odmítl jakoukoliv nabídku, která by dávala akcionářům menší než 50% podíl na nové společnosti, současně Chris Gent, výkonný ředitel Vodafone, dával Mannesmannu maximálně 47,2% podíl na nové společnosti. Tak

vznikl konflikt mezi těmito dvěma představiteli společností, který vedl ke snaze převzít společnost nepřátelsky.

Již v dřívějších kapitolách jsem uvedl, že při fúzích získávají hlavně akcionáři přebírané společnosti, protože možnost spojení s obvykle větším rivalem dává dobré vyhlídky do budoucna. Burzovní analytici většinou dobře znají možnosti zúčastněných společností, jejich očekávání pak často odráží pohyb kurzů akcií. Akcie přebírající společnosti se většinou příliš nemění, spíše mírně klesají. Pokles může být i hlubší, pokud by fúze byla pokládána za nevhodnou.

Tvrzení, že nejvíce získávají akcionáři přebírané společnosti, v tomto případě Mannesmannu, dokazuje i můj následující propočet prémie - nabízená cena za akcii vysoce převyšuje skutečnou tržní cenu:

Tabulka č. 4: Prémie nad skutečnou cenu 1 akcie společnosti Mannesmann AG

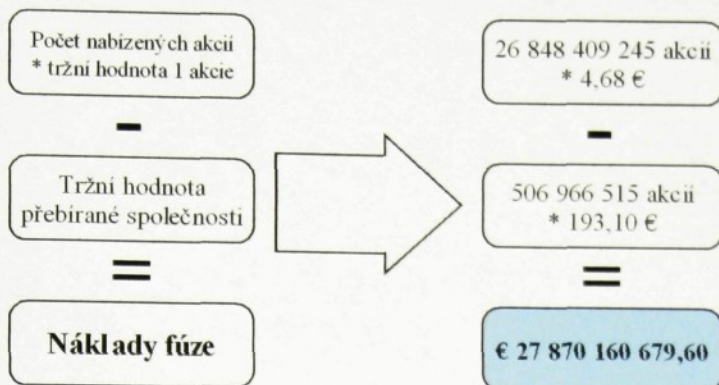
Datum	Cena za 1 akcii Mannesmannu v €	Prémie nad cenu 1 akcie M. podle ceny 283,5 pencí za akcii V. z 18. listopadu 1999 v %	Prémie nad cenu 1 akcie M. podle ceny 311,25 pencí za akcii V. z 17. prosince 1999 v %
20. října 1999 - den oznámení podmínek nabídky Mannesmannu pro koupi Orange	157,8	53,8	68,8
21. října 1999 - den po oznámení nabídky Mannesmannu na koupi Orange	144,8	67,6	84,0
19. listopadu 1999 - den oznámení záměru Vodafone koupit Mannesmann	193,1	25,7	38,0

Pramen: Vlastní vypracování s použitím dat z „The Official Offer“

Toto je učebnicový příklad, jak se napadená společnost snaží bránit, získat čas a doslova vyhnat nabídku „nájezdníka“ co nejvýše. Po odmítnutí nabídky ze strany vedení Mannesmannu učinil Vodafone oficiální nabídku akcionářům této společnosti. Nyní bych rád ukázal, jaké náklady na fúzi by vynaložil Vodafone v případě přijetí této nabídky. Jak je vidět z předchozí tabulky, spekulace o možné fúzi zvedly kurz Mannesmannu na € 193,1 a opticky se tak náklady na převzetí zvyšují. Za hlavní vliv na rostoucí kurz akcií Mannesmannu však nepovažuji jen dohady o možné fúzi se silným partnerem, ale také všeobecnou „býčí“ náladu jak v telekomunikačním sektoru tak i celkově na všech významných burzách na světě v té době.

Náklady fúze podle vzorce²⁵ pro výpočet nákladů fúze v tomto okamžiku tedy jsou:

Graf č. 1: Náklady fúze před oficiálním schválením



Výše uvedený výpočet vychází z následujících údajů:

Tabulka č. 5: Údaje pro výpočet nákladů fúze

Cena 1 akcie společnosti Vodafone Plc. k 29. listopadu 1999 na London Stock Exchange (LSE) v pencích	295,25
Kurz eura (EUR) k britské libře (GBP)	0,63
Cena 1 akcie společnosti Vodafone Plc. k 29. listopadu 1999 na London Stock Exchange (LSE) v eurech	4,68
Cena 1 akcie společnosti Mannesmann AG k 29. listopadu 1999 na Deutsche Börse v eurech	193,10
Počet nabízených akcií společnosti Vodafone Plc.	26 848 409 245,00
Počet akcií společnosti Mannesmann AG	506 966 515,00
Počet nabízených akcií * tržní hodnota 1 akcie Vodafone Plc.	125 765 394 726,10
Tržní hodnota cílové společnosti	97 895 234 046,50
Náklady fúze (v €)	27 870 160 679,60

Použité údaje pocházejí přímo od výše zmíněných institucí, tj. Vodafone Plc., Mannesmann AG, London Stock Exchange a Deutsche Börse. Přepočítací měnový kurz není měnovým kurzem pro nákup nebo prodej daných měn, ale jedná se o kurz určený

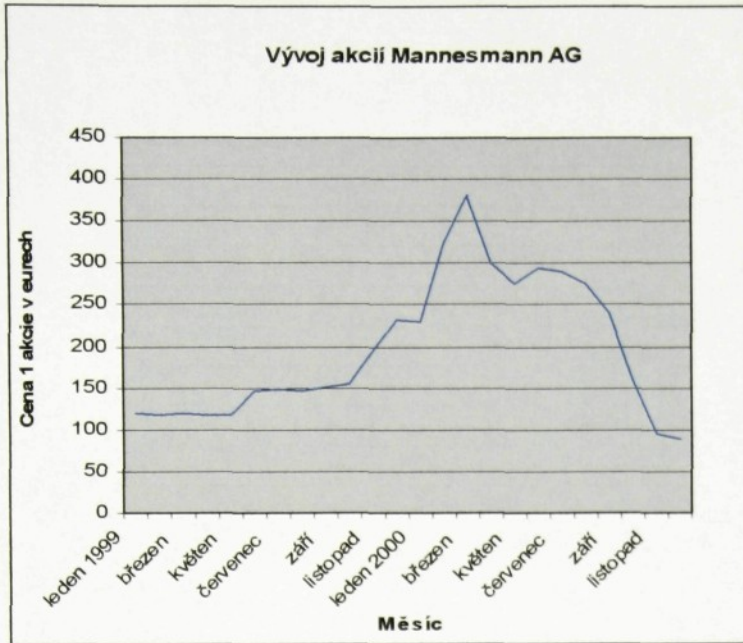
²⁵ BREALEY, R. A., MYERS, S. C.: *Teorie a praxe firemních financí*, Praha: Victoria Publishing, 1992, str. 870

pouze pro statistické a analytické účely. Měnové kurzy různých finančních institucí se mohou lišit.

Tento výpočet však ukazuje pouze tzv. zdánlivé náklady fúze. Tyto náklady totiž odpovídají situaci těsně před oficiálním oznámením nabídky na převzetí Mannesmannu a nereflktují tedy změny v kurzech akcií vyvolané právě touto nabídkou. Proto se také akvizitor vždy ze všech sil snaží utajit informace o plánovaném spojení. Jak jsem uvedl výše, kurz akcií před oznámením nabídky Mannesmannu poměrně výrazně vzrostl hlavně díky silnému růstu na všech světových burzách. Ten dále pokračoval, navíc obrana před převzetím vedla Vodafone k učinění nové vylepšené nabídky přímo akcionářům Mannesmannu. Ten současně použil obranu „bílý rytíř“, bílým rytířem je zde francouzská Vivendi. Soustředěná obrana Mannesmannu se dále snažila uměle zvýšit cenu jejích akcií vydáním dokumentu, ve kterém ohodnotila společnost na € 350 za akcii, přitom ještě 6 týdnů před tím vydal Mannesmann na akvizici Orange 117 milionů akcií po € 157,8. Taková forma obrany je podle mne velice účinná, nevýhodou ale je, že závisí hlavně na přesvědčení akcionářů, že učiněná nabídka neodpovídá ceně společnosti. V případě, že se vedení podaří přesvědčit akcionáře, mohou nastat dvě možnosti: buď nabídku nepřijmou a akvizitor se stáhne - to znamená, že obrana byla úspěšná a vedení zvítězilo, nebo ji přijmou až v momentě, kdy je nabídka dostatečně vysoká a akcionáři tak dostanou tučnou prémii - obrana byla sice neúspěšná, ale zato si přijdou akcionáři na „své“. Mannesmann sice s obranou bílý rytíř neuspěl, po týdnu intenzivního vyjednávání nakonec společnost Vivendi uzavřela dohodu o spolupráci v oblasti internetu s Vodafone, ale zato se podařilo přesvědčit akcionáře, aby nabídku odmítli.

Vývoj kurzu akcií Mannesmannu uvádím v následujícím grafu. Je z něj patrné, že právě v době vyjednávání obou společností (od listopadu 1999 do února 2000) šla tržní cena akcií strmě vzhůru, svého maxima dosáhla v březnu 2000 (€ 382,5).

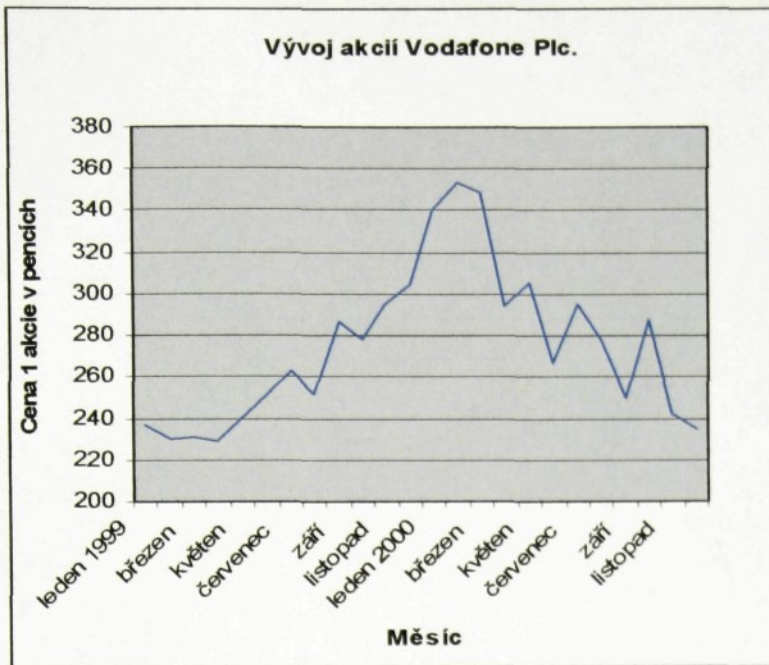
Graf č. 2: Kurz akcie Mannesmann v horizontu 2 let



Pramen: Vlastní vypracování s využitím historických cen akcií

I když se kurz akcií přebírající společnosti obvykle příliš nemění a většinou spíše mírně klesá, akcie Vodafone reflektovaly výborné finanční výsledky a všeobecný optimismus investorů v telekomunikační sektor. A tak, i s mírnými výkyvy, kurz akcií Vodafone neustále rostl. Je obtížné říci, zda na rostoucí kurz mělo také vliv vyjednávání o fúzi. Dobré vyhlídky spojené společností podněcovaly zájem investorů, ale na druhou stranu nejistý výsledek a vysoká cena zamýšlené transakce mohly oslabit přesvědčení, že bude fúze úspěšná. Rovněž zde existovala hrozba, že regulační orgány Evropské Unie fúzi nepovolí. Pohyb kurzu akcií Vodafone uvádím v následujícím grafu.

Graf č. 3: Kurz akcie Vodafone Plc. v horizontu 2 let

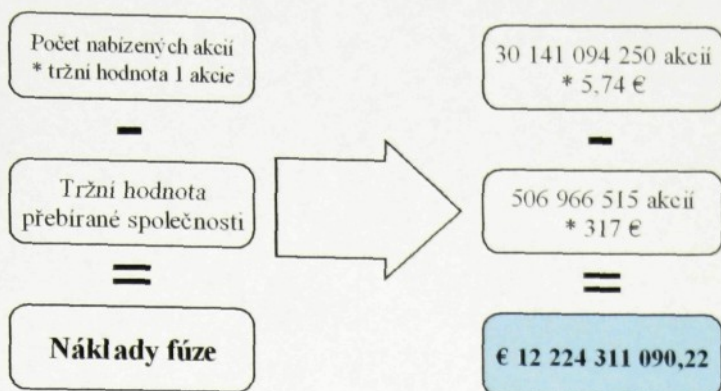


Pramen: Vlastní vypracování s využitím historických cen akcií

Po odmítnutí jak ze strany vedení, tak později ze strany akcionářů šel Vodafone se svou nabídkou postupně výš až k € 350 za akcii Mannesmannu. To už byla hodnota pohybující se kolem hranice, jež si Klaus Esser vytyčil za cíl pro svou společnost. Jako hlavní odpůrce fúze nakonec Esser ustoupil a 3. února schválilo představenstvo Mannesmannu doporučení pro své akcionáře, aby hlasovali pro fúzi. Spojení obou společností bylo odsouhlaseno akcionáři a 12. dubna dala celé této obří transakci zelenou i Evropská komise. Jedinou podmínkou byl prodej mobilního operátora Orange - k tomu došlo záhy, Orange koupila France Telecom za zhruba € 40 miliard.

V tuto chvíli už mohu vyjádřit odhadované náklady fúze přesněji, s použitím kurzů akcií ovlivněných projednáváním a nakonec i uskutečněním transakce. Vycházím z téhož vztahu jako u výpočtu „zdanlivých“ nákladů, ceny akcií však nyní reflektují skutečnost ke dni uzavření a schválení fúze.

Graf č. 4: Náklady fúze v den oficiálního schválení fúze



A stejně jako v předešlém případě výpočtu zdánlivých nákladů fúze před oficiálním schválením fúze, uvádím i zde údaje pro výpočet, které reflektují jak změny v kurzech akcií tak i v přepočítacím poměru měnového kurzu euro - libra.

Tabulka č. 6: Údaje pro výpočet nákladů fúze

Cena 1 akcie společnosti Vodafone Plc. k 3. únoru 2000 na London Stock Exchange (LSE) v pencích	354,00
Kurz eura (EUR) k britské libře (GBP)	0,62
Cena 1 akcie společnosti Vodafone Plc. k 3. únoru 2000 na London Stock Exchange (LSE) v eurech	5,74
Cena 1 akcie společnosti Mannesmann AG k 3. únoru 1999 na Deutsche Börse v eurech	317,00
Počet nabízených akcií společností Vodafone Plc.	30 141 094 250,00
Počet akcií společnosti Mannesmann AG	506 966 515,00
Počet nabízených akcií * tržní hodnota 1 akcie Vodafone Plc.	172 932 696 345,22
Tržní hodnota cílové společnosti	160 708 385 255,00
Náklady fúze (v €)	12 224 311 090,22

Jak je vidět, jsou tyto náklady o více než € 15 mld. nižší oproti původním zdánlivým nákladům. Příčinu je třeba hledat v silně rostoucí ceně akcií obou zúčastněných společností. Hlavně u Mannesmannu šel kurz prudce vzhůru právě v době dojednávání fúze, Vodafone tak sice zaplatil za akcie vysokou prémii (hlavně v poměru k počáteční

nabídce), ale zároveň získal společnost s výrazně vyšší (o 64 % - jedná se o nárůst pro dané období, dále se cena akcií opět výrazně měnila, takže průměrný nárůst by nebyl tak markantní) tržní hodnotou než na začátku vyjednávání. Každý ze zúčastněných byl nakonec nucen ustoupit, konečný výsledek považuji za vítězství pro obě strany.

Z počáteční nabídky € 242,7 při výměnném poměru 53,7 akcií za 1 akcii Mannesmannu a podílu na spojené firmě ve výši 47,2 % se nakonec cena za akcii vyšplhala na € 350 a na 49,5% podíl na spojené firmě. Výkonný ředitel Vodafone Chris Gent musel výrazně slevit ze svých požadavků, když prohlašoval, že větší než 47,2% podíl pro akcionáře Mannesmannu nepřichází v úvahu. Stejně tak hlavní představitel Mannesmannu Klaus Esser ustoupil ze svého původního stanoviska, když kategoricky odmítal jakýkoliv podíl na spojené společnosti, který by byl menší než 50 %. Nakonec byl donucen akcionáři a s fúzí souhlasil. Vodafone se zaručil, že spojení nepovede k propouštění zaměstnanců, sídlem Mannesmannu zůstane centrála v Düsseldorfu, součástí společnosti bude i nadále divize pevných linek provozovaných dříve Mannesmannem a Klaus Esser zůstane ještě 5 měsíců ve vedení společnosti, aby pomohl s její integrací a přispěl tak k úspěšnosti celé operace.

Odpůrcem tohoto spojení byl od počátku nejen Klaus Esser, ale také německý kancléř Gerhard Schröder, který prohlašoval, že nepřátelská převzetí ničí podnikovou kulturu a poškozují jak cílovou společnost, tak také ve střednědobém horizontu „nájezdníka“.

3.1.3 PŘÍNOSY ZE SPOJENÍ VODAFONE A MANNESMANN

Protože jsem již propočítal odhadované náklady fúze, je třeba srovnat je s přínosem, se zisky ze spojení společností. Co se přínosů týká, nesdílím názor Gerhada Schrödera. Nedá se přeci obecně říci, že fúze (mám na mysli nepřátelské) poškozují obě společnosti. Jeho prohlášení bylo pravděpodobně ovlivněno národní hrdostí - nebylo zvykem, aby prosperující německou společnost koupili cizinci. Podle některých průzkumů je sice až 70 % všech fúzí neúspěšných, to ale přičítám spíše nedotažení celého akvizičního procesu do konce (tak, jak jsem jej popsal v kapitole 2.3.1 pojednávající o průběhu podnikatelských fúzí) a hlavně podcenění kulturní integrace. Neúspěch je tedy hlavně záležitostí špatného vedení, chybné analýzy při uskutečňování akvizičního procesu a tímto nevyužití

nabízeného potenciálu. Příkladů neúspěšných fúzí je celá řada, např. spojení DaimlerChrysler, které mělo oběma automobilkám pomoci obstát v tvrdé konkurenci vedlo k vnitřním rozporům a hlubokým ztrátám.

Ačkoliv od této transakce uběhla už určitá doba, dají se zisky a přínosy těžko spočítat přesně, k tomu by byl zapotřebí delší časový horizont a navíc se jedná o transakci astronomických výšin. Nelze je tedy zatím plně srovnat se skutečností a proto se bude jednat spíše o odhad.

Vytvoření skutečně globálního mobilního operátora, jakým Vodafone Group určitě je, umožňuje využít náskok v technologiích a zvyšovat tak uživatelské pohodlí zákazníků. Zvláště v telekomunikačním sektoru, který je charakteristický vysokými nároky na inovace, je nezbytným předpokladem existence společnosti neustálý vývoj nových technologií, což si žádá ohromné investice. Samotný Mannesmann již dříve investoval s cílem prorazit na co možná nejvíce trzích, přesto se mu to podařilo pouze ve 4 zemích, jeho rating byl snížen. Nižší hodnocení vede nevyhnutelně k horšímu přístupu k úvěrům a tedy k vyšším nákladům. Uchování nezávislosti by bylo do budoucna jen těžko uskutečnitelné, a neobešlo by se bez nutnosti získání nových investorů. Naproti tomu Vodafone prorazil po celém světě a spojení s Mannesmannem umožní oběma společnostem rychleji zavádět nové technologie s nižšími náklady. V konečném důsledku získává hlavně zákazník.

Obě společnosti mají nyní nejlepší startovní pozici v zavádění technologií třetí generace, přenosu dat a internetu. Získání licencí UMTS otevírá další možnosti ale zároveň také nutnost dalších investic. Nové služby²⁶ zahrnují rychlejší přenos dat přes existující síť GSM, zdokonalení síťového softwaru a zvýšení rychlosti datového přenosu pomocí technologie EDGE, což je mezistupeň mezi GSM a technologiemi třetí generace. Cílem je umožnit přenos hlasu, textu a nyní navíc také obrazu v patřičné kvalitě. Novou oblastí služeb je e-commerce, Vodafone se podílí na provozování internetových portálů, zavádí elektronické pokladniční systémy ulehčující placení kreditními, debetními i ostatními čipovými kartami, poskytuje mobilní bankovní služby.

Avšak jen těžko by mohla Vodafone Group zajistit vše sama. Proto spolupracuje s mnoha partnery po celém světě. Sun Microsystems poskytuje hardware, operační systém,

²⁶<http://www.vodafone.com>

platformu pro odesílání zpráv nebo zakomponování Javy do mobilních přístrojů. IBM spolupracuje na systémové integraci s cílem zakomponovat součásti jednotlivých partnerů do funkčního celku. Infospace je součástí služby poskytující zákazníkům např. zprávy, předpověď počasí, kulturní programy nebo horoskopy v jednotném souboru. Spolupráce s Charles Schwab umožňuje poskytovat údaje o akciových trzích a obchodních příležitostech, zatímco Sabre/Travelocity podává informace o cestování včetně objednávky určitého cestovního plánu. Konkrétní zařízení pak dodávají především Nokia a SonyEricsson. Zajišťují přístup k internetovým službám pomocí WAP a tzv. smartphones. S těmito partnery se Vodafone připravuje na spuštění globální internetové platformy a portálu se špičkovým systémem přenosu mobilních dat.

Tímto výčtem nových možností a příležitostí se snažím ukázat, jak všeobjímající aktivity se snaží Vodafone realizovat. Vůdcem ve svém oboru se stal díky svému celosvětovému přístupu, náskoku v technologiích a vysoké výkonnosti vedoucí k dosahování stanovených cílů. V těchto třech oblastech nemůže Mannesmann sám dosáhnout takové úrovně jako Vodafone Group. V klíčovém oboru R&D (výzkum a vývoj) sdílí kombinovaná skupina rizika a náklady a nakonec sklízí větší užitky. Přínosy z celé transakce nemusejí být nutně jen peněžní, jedná se např. i o efektivnější využívání zkušeností obou firem a rychlejší zavádění nových služeb. Je velmi obtížné přesně určit zisky z operace vedoucí k převzetí společnosti Mannesmann, protože její úspěšnost se ukáže ve střednědobém a hlavně dlouhodobém horizontu.

Přínosy ze synergického efektu plynou ze 3 nejdůležitějších oblastí:

1. vytvoření největší celosvětové mobilní sítě,
2. rozšířením a předáváním manažerských znalostí a dovedností,
3. vstupem do odvětví informačních technologií, reklamy, marketingu, atd.

V číselném vyjádření se jedná o přibližně £ 500 mil. v roce 2003 a £ 600 mil. v roce 2004. Zisky pocházejí z 20 - 25 % z dodatečných tržeb, ze 40 % z úspory nákladů a ostatní pocházejí z úspor investičních výdajů, především na vybudování sítí umožňujících využívání technologií třetí generace.

Tabulka č. 7: Přínosy ze synergického efektu

Rok	2003	2004
Dodatečné tržby	20 %	25 %
Úspory nákladů	40 %	40 %
Úspory kapitálových výdajů	40 %	35 %
Přínosy ze synergie	£ 500 mil	£ 600 mil

Pramen: Dokument „Better Together“

Synergie nezahrnují potenciální zisky, které získají akcionáři spuštěním celosvětové platformy pro mobilní data a internet.

Vodafone Group nyní působí v 25 zemích na 4 kontinentech. Údaje o Vodafone před a po spojení s Mannesmann uvádím v následující tabulce:

Tabulka č. 8: Kombinovaná skupina Vodafone & Mannesmann

	Vodafone	Mannesmann*	Vodafone & Mannesmann**
Počet zemí, ve kterých působí	24	7	25
Počet kontrolovaných zemí	12	4	15
Zákazníci (v mil.)	87	28	110
Velikost populace na trzích, kde působí (v mil.)	620	163	712

Pramen: Vlastní vypracování s pomocí dat z dokumentu „Better Together“

* včetně Orange

** bez Orange

Tržní orientace společnosti je zaměřena na 3 regiony, zde působí ve 25 zemích. Jedná se o domovský region ve Spojeném Království, kde je vedoucí společností co do počtu zákazníků již od roku 1986, druhý region zastřešuje Evropu, Střední Východ a Afriku a do posledního regionu patří Spojené Státy, Asie a oblast Pacifiku. Ve 13 kontrolovaných zemích je Vodafone Group jedničkou na trhu, v ostatních zemích má menší tržní podíl nebo je její přítomnost realizována prostřednictvím kooperace s partnerskými společnostmi.

Výše uvedená charakteristika jen dokresluje, co fúzí společnost získala. Pokud vezmu v úvahu pouze čísla, pohybuje se přínos ze synergického efektu do roku 2004

kolem € 2 mld. To v porovnání s více než € 14 mld. odhadovaných nákladů fúze nevypadá příliš lichotivě. Hodnotit fúzi z tohoto hlediska by ale bylo krátkozraké. Je třeba brát v úvahu, že ke zhodnocení vložených prostředků bude konkrétně v případě spojování podniků zapotřebí dlouhodobého procesu. Výhodou obou společností je jejich dřívější úzká spolupráce, která by měla celý integrační proces usnadnit. Mnohé přínosy lze jen těžko vyjádřit číselně, Vodafone Group má dle mého názoru ty nejlepší předpoklady úspěšně uplatnit svou globální strategii na světových trzích. Počáteční cena byla vysoká, mimo konkrétních nákladů na fúzi přibudou také administrativní náklady - ty se odhadují na přibližně \$ 50 mil. Převážně je spolky hlavní poradenské firmy spolupracující s Vodafone - Goldman Sachs International a Warburg Dillon Read a také nákladné prezentace, které měly za cíl přesvědčit akcionáře o výhodnosti spojení. I přes tyto vysoké náklady jsem přesvědčen, že je fúze pro obě společnosti významným přínosem a také příslibem do budoucna. Podstatnou roli hraje i fakt, že odvětvím působnosti jsou telekomunikace, které v současnosti procházejí doslova revolucí, v současném informačním světě mají výborné vyhlídky a jsou nedílnou součástí tzv. „nové ekonomiky“.

Navíc se Vodafone snaží upevňovat svou pozici, v současné době jedná o převzetí portugalské telekomunikační společnosti Telecel a také vytvořil novou alianci s T-mobile, Telefoniou a Orange, která bude zajišťovat nové možnosti v platebním styku a elektronickém bankovníctví.

4. VLNA FÚZÍ A AKVIZIC V ČR

4.1 VÝVOJ ZAHRANIČNÍCH INVESTIC V ČR A V ZEMÍCH STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPY

Vlna fúzí a akvizic se nevyhnula ani ČR, i u nás a v zemích střední a východní Evropy dosáhla svého vrcholu v roce 2000, kopíruje tedy vývoj v západní Evropě a USA. V současné době je však třeba vyrovnat se s poklesem. V roce 2001 a 2002 jsme zaznamenali v České republice mírný pokles přímých zahraničních investic, který jen potvrzuje domněnku o kopírování vývoje ve vyspělých ekonomikách. Přehled zahraničních investic v období 1998 až 2001 znázorňuje následující tabulka:

Tabulka č. 9: Přímé zahraniční investice do zemí střední a východní Evropy (v mil. \$)

Země	1998	1999	2000	2001
Polsko	6 365	7 270	9 342	8 830
Česká republika	3 718	6 324	4 986	4 916
Ruská federace	2 761	3 309	2 714	2 540
Maďarsko	2 036	1 944	1 643	2 414
Chorvatsko	1 014	1 635	1 127	1 442
Rumunsko	2 031	1 041	1 025	1 137
Ukrajina	743	496	595	772
Bulharsko	537	819	1 002	689
Litva	926	486	379	446
Lotyšsko	357	348	408	201
Stř. a vých. Evropa celkem	20 488	23 672	23 221	23 387

Pramen: UNCTAD, World Investment Report 2003

Současně s poklesem přímých zahraničních investic dochází také k poklesu fúzí a akvizic, ten je však mnohem razantnější. Co do počtu uskutečněných transakcí činil v České republice, Polsku a Maďarsku v roce 2001 oproti předchozímu roku 32 %, tržní hodnota fúzí a akvizic ve výše uvedených zemích činila 8,6 mld. USD. Pokud provedu srovnání, celosvětový pokles činil 27 %, v Evropě je tato hodnota o něco nižší - 22 %. Pokles celkové hodnoty transakcí o 49 % z 16,8 mld. USD v roce 2000 na 8,6 mld. USD v roce 2001 odpovídá 52 % poklesu celkové hodnoty transakcí v Evropě v roce 2001²⁷.

Z výše uvedené výčtu čísel je zřejmé, současné ekonomické klima fúzím a akvizicím nepřeje. Vždyť v období od roku 1997 až do vrcholu v roce 2000 se pohyboval meziroční nárůst v ČR, Polsku a Maďarsku kolem 30 - 60 %. Příčinu tohoto poklesu však

²⁷ Studie PricewaterhouseCoopers - Fúze a akvizice ve střední a východní Evropě

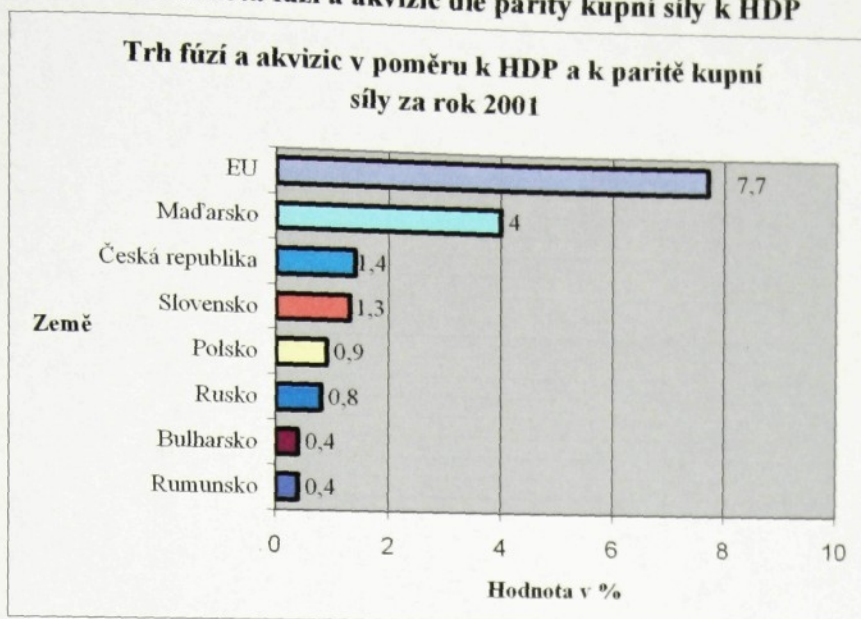
nepřikládám pouze nepříznivému celosvětovému hospodářskému vývoji, ale také dozrávání trhů fúzí a akvizic ve sledované oblasti. Zahraniční investoři už totiž nekupují v podstatě jakoukoliv společnost jen proto, aby si vybudovali pozice na trzích v oblasti střední a východní Evropy.

Odhadovat budoucí vývoj na trzích fúzí a akvizic za střední a východní Evropu jako celek je velmi obtížné. Jednotlivé země prodělávají odlišný vývoj, hlavně co se týká politické stability a s tím související dokončování privatizace, která hraje důležitou roli při rozhodování investorů. Dokonce i mezi nejvyspělejšími zeměmi ve sledované oblasti (ČR, Polsko a Maďarsko) začínají být výraznější rozdíly než v minulosti.

Maďarsko má nejsilnější růst HDP a také hodnota fúzí a akvizic dle parity kupní síly je zde nejvyšší - představuje 4 % HDP. Naproti tomu **ČR a Polsko** zaostává - tržní hodnota transakcí v České republice představovala podle ukazatele parity kupní síly 1,4 % HDP a v Polsku 0,9 % HDP. Nesmíme však zapomenout na fakt, že ČR přitahuje mnoho investic na zelené louce, které se neberou jako čisté fúze a akvizice a nejsou tedy v tomto hodnocení zahrnuty. Polsko má značný potenciál pro růst na trhu fúzí a akvizic.

V průměru se ve sledovaných zemích ukazatel hodnoty fúzí a akvizic dle parity kupní síly vzhledem k HDP pohybuje kolem 1 %, což naznačuje značný prostor pro růst a pro dosažení míry EU, kde přesahuje 7 %. Mezi sledovanými zeměmi mimo výše uvedených figurují dále Rusko, Rumunsko, Bulharsko a Slovensko. Hodnoty v jednotlivých zemích ukazuje následující graf:

Graf č. 5: Hodnota fúzí a akvizic dle parity kupní síly k HDP



Pramen: Studie PricewaterhouseCoopers - Fúze a akvizice ve střední a východní Evropě

Pokud budu brát v úvahu počet transakcí, odehrává se jich nejvíce v Rusku (237 transakcí) a dále v ČR, Polsku a Maďarsku - celkem 528 za rok 2001, nevíce (207) v Polsku. Dohromady se za rok 2001 v těchto čtyřech ekonomikách uskutečnilo 91 % ze všech transakcí ve sledovaných zemích oblasti střední a východní Evropy.

Slovenský trh fúzí a akvizic představuje podle ukazatele parity kupní síly 1,3 % HDP, což je údaj srovnatelný s Českou republikou. Slovensko dalo jednoznačně najevo své odhodlání uskutečnit privatizaci a zajistit transparentnost trhu, což by mělo stimulovat fúze a akvizice. **V Bulharsku a v Rumunsku** jsou trhy fúzí a akvizic zatím v počátečních fázích vývoje. Jejich zaostávání je hlavně důsledkem pomalejšího tempa privatizace a nižšího ekonomického růstu, než je tomu v České republice, Maďarsku a Polsku. **V Rusku** začíná růst důvěra investorů, uskutečnilo většinu fúzí a akvizic ve sledovaném regionu, což není vzhledem k bezkonkurenční velikosti jeho trhu překvapující. Rusko realizovalo 237 transakcí ve střední a východní Evropě, což představuje podíl 28 %. Hodnota ruského trhu fúzí a akvizic představuje zatím podle ukazatele parity kupní síly 0,8 % HDP. Vzhledem k rozbíhajícím se ekonomickým reformám lze však říci, že Rusko má v následujících letech velmi dobrý potenciál k dalšímu výraznému růstu.

Přestože došlo k poklesu investic směřujících do sledované oblasti, mají o ni zahraniční investoři nadále zájem. K zemím, které investují prostřednictvím fúzí a akvizic do států střední a východní Evropy jsou na předních místech Německo, USA, Francie, Holandsko a Rakousko.

Je zřejmé, že vstup do Evropské unie bude i nadále výrazně usměrňovat aktivity v oblasti fúzí a akvizic ve střední a východní Evropě. Změny v legislativě zaměřené na liberalizaci trhu by měly uspíšit privatizaci a restrukturalizaci, což povede k osamostatňování a odprodeji částí společností. Blížící se členství v EU vytváří potenciál pro růst fúzí a akvizic. Platí to zejména pro země, které jsou dále na východ a jež až doposud zůstávaly v přípravách na vstup do EU pozadu. Vstup do EU je pro sledovaný region rozhodující pro jeho budoucnost a mohl by mít zásadní dopad na aktivity v oblasti fúzí a akvizic.

4.2 FEROX, a. s.

4.2.1 HISTORIE FEROXU

Vlnou fúzí a akvizic prošel také Ferox, a. s. Děčín, který je právním nástupcem státního podniku Ferox Děčín.

Historie²⁸ podniku Ferox sahá až do roku 1939, kdy začala příprava staveniště továrny určené pro potřeby speciální válečné výroby. V roce 1951 byla společnost začleněna jako závod Podmokly do Škodových závodů Hradec Králové n. p. a od 1. 1. 1952 byl nynější Ferox samostatným subjektem. V roce 1965, po reorganizaci československého průmyslu, se stal Ferox členem brněnské společnosti Chepos. S účinností od 1. 7. 1969 došlo ke změně názvu podniku na FEROX, výroba chemických a potravinářských zařízení, n. p. Děčín.

V roce 1990 se stal Ferox akciovou společností, jejíž majoritu získala v privatizaci v říjnu 1992 americká společnost Air Products and Chemicals Inc. spadající pod společnost PRODAIR Corporation, Delaware, USA. V roce 1998 však společnost Air Products prodala svůj podíl ve Feroxu společnosti MVE Holdings Inc., která si v té době držela

²⁸ Ferox Info č.4, červenec - srpen 1995

pozici předního světového výrobce zařízení pro distribuci a skladování technických plynů. Tím ale změny ve vlastnictví tohoto podniku nekončí. V dubnu 1999 byla totiž celá společnost MVE Holdings Inc., samozřejmě včetně Feroxu, koupena jinou americkou společností, a to společností Chart Industries Inc. Tak se stal Ferox součástí největšího světového dodavatele standardních i na zakázku vyráběných kryogenních zařízení určených pro skladování a přepravu technických plynů.

V následujícím textu rozdělím období od začátku 90. let z hlediska vlastníků Feroxu na 3 etapy. V těchto etapách se budu věnovat otázkám spojeným s přínosy a negativy, které s sebou vlastnické změny přinesly. Nejdůležitější částí pak bude vypracování postupu due diligence, kterou pokládám za základní kámen úspěchu každé fúze nebo akvizice.

4.2.2 VÝVOJ FEROXU PO PŘEVZETÍ SPOLEČNOSTÍ AIR PRODUCTS

V **první etapě** došlo k privatizaci Feroxu, majoritní podíl zde v roce 1992 získala společnost Air Products. A co mělo být hlavním přínosem pro obě společnosti? Air Products chtěl tímto krokem obsadit evropský trh a upevnit si tak svou pozici předního výrobce zařízení pro technické plyny. Současně s koupí Feroxu získala společnost také kontrakt na novou kyslíkárnu v Litvínově, největší a nejmodernější ve střední Evropě v té době. Přínosem pro Ferox měla být především existence silného strategického partnera, díky kterému by se Ferox prosadil na nových trzích a obstál v mezinárodní konkurenci.

Již před privatizací spolupracoval Ferox s Air Products na bázi joint venture²⁹, obě společnosti totiž v roce 1991 založily firmu Ferox-Air Products spol. s r. o. Tato firma byla založena pro obchodování s technickými plyny, Air Products držel 51% podíl a Ferox zbylých 49 %. Hlavním důvodem pro založení společného podniku byla snaha Air Products prosadit se rychle s pomocí Feroxu na nových trzích s technickými plyny. Firmu řídila evropská divize Air Products ve Velké Británii. Protože se ale Ferox zaměřoval spíše na výrobu zařízení pro technické plyny než na obchodování s nimi, nemělo smysl v tomto podniku pokračovat. V roce 1993 prodal Ferox svůj 49% podíl společnosti Air Products. V té době byl už Ferox zprivatizován a majoritní podíl získala právě tato firma.

²⁹ Šouta, Z.: Ústní sdělení, Ferox, a. s., Děčín, 13. 4. 2001

Bohužel se Ferox dostal během působení Air Products do hluboké ztráty. Propad byl zapříčiněn hlavně ztrátou trhů, což nutně vedlo k nižším tržbám. Ferox byl v té době zaměřen převážně na výrobu zařízení pro chemický a potravinářský průmysl. Ze ztráty trhů však nelze vinit jen Air Products, protože to byl problém, který postihl většinu našich podniků po roce 1989. **Přesto však přinesl do Feroxu nový vlastník následující pozitiva:**

1. Tím prvním bylo nastartování restrukturalizace. Ta byla pro budoucí úspěch podniku nezbytně nutná, v jejím rámci došlo k důležitým opatřením:
 - ⇒ k postupnému snižování počtu pracovníků v podniku,
 - ⇒ odstranění nepotřebných budov, zařízení a dalšího vybavení,
 - ⇒ přehodnocení výrobního programu vedlo k opuštění výroby chemických zařízení,
 - ⇒ firmě Balcke-Dürr prodal Ferox zařízení na výrobu vzduchových chladičů a také jí pronajal část svých budov. Ferox se tak vzdal výroby vzduchových chladičů, a to hlavně kvůli neschopnosti získat si své místo na trhu, jehož požadavky na výrobu se dramaticky změnily.
2. Dalším pozitivem byla pro Ferox také možnost výměny informací a zkušeností s Air Products. Díky stážím ve Velké Británii docházelo ke zvyšování kvalifikace, možnosti poznat jak funguje takový podnik v zahraničí a využívání nových zkušeností, např. v oblasti týmové práce, která do té doby u nás prakticky nefungovala.
3. Konečně třetím pozitivem plynoucím ze spolupráce s Air Products bylo také zavedení integrovaného řídicího systému CFS (computer financial system) ve Feroxu. Díky němu došlo k integraci jednotlivých systémů používaných již dříve ve Feroxu, což vedlo k vyšší efektivitě. CFS pokrývá oblast předvýrobních etap, řízení výroby, i účetnictví. Air Products jej používá ve výrobním závodě ve Velké Británii, stejně tak i ve Feroxu se používá dodnes.

Z hlediska finančních výsledků nebylo působení Air Products ve Feroxu příliš úspěšné. Vrcholem byl rok 1996, kdy Ferox dosáhl ztráty 134 mil. Kč. Z dlouhodobého hlediska jsou však dle mého názoru provedené změny nezbytností, bez kterých by mohl

podnik jen těžko úspěšně fungovat i v budoucnu. Jedná se především o provedení restrukturalizace, která je hlavním přínosem pro Ferox. Změny se nejvíce dotkly zaměstnanosti, od roku 1993 do roku 1997 klesl počet zaměstnanců o 55 %. Změny ve struktuře společnosti byly vykoupeny hlubokými ztrátami, ale je složité odhadnout, co by se dělo, kdyby ke změně vlastníka nedošlo. Vývoj podniku po převzetí společností Air Products dokumentuje následující přehled, tržby jsou v běžných cenách:

Tabulka č. 10: Vývoj ve Feroxu po převzetí společností Air Products

Rok	1993	1994	1995	1996	1997
Počet zaměstnanců	1 134	792	690	547	513
Výdaje na investice do stálých aktiv (v tis. Kč)	-	-	-63 830	-20 899	-23 200
Tržby za prodej výrobků a služeb (v tis. Kč)	555 986	392 226	547 442	511 616	554 037
Hospodářský výsledek (v tis. Kč)	-52 765	-91 414	8 677	-134 503	23 225

Pramen: Výroční zprávy Ferox, a. s.

Po rozporuplném spojení s Air Products přichází **druhá etapa** vývoje Feroxu a tou je prodej podílu americké společnosti MVE Holdings - jednomu z největších světových výrobců zařízení na distribuci technických plynů. Ještě před tímto prodejem se ale vedení Feroxu pokusilo o management buy out³⁰.

Obavy a nejistota vyplývající z možnosti prodeje majoritního podílu někomu dalšímu vedly management Feroxu k založení společnosti FEMBO, s. r. o. Prostřednictvím této firmy chtělo vedení odkoupit majoritní podíl od Air Products, přednost ale dostalo MVE. Proč tento pokus dopadl nezdarem je zřejmé. Air Products volil raději silného strategického partnera z USA, který mohl nabídnout lepší podmínky než vedení Feroxu, jež by celou transakci financovalo dluhem. Novým vlastníkem Feroxu se tak stala společnost MVE.

Důležitý je fakt, že na základě kontraktu s MVE zůstává Air Products zákazníkem Feroxu. Vzhledem k stále rostoucí konkurenci na trhu bylo pro Ferox životně důležité stát se pevnou součástí skupiny podniků MVE. Správný krok k tomu učinilo vedení Feroxu již v roce 1996, důsledná restrukturalizace a orientace výroby na zařízení pro technické plyny vedla k příznivým ekonomickým výsledkům v roce 1997 (viz. tabulka č. 8).

Jak jsem naznačil v předchozím odstavci, byla spolupráce s MVE přínosem pro obě strany. Ferox se stal partnerem pro evropský trh, díky novým technologiím od MVE dále

³⁰ Šouta, Z.: Ústní sdělení, Ferox, a. s. Děčín, 13. 4. 2003

snížoval náklady, docházelo k výměně informací a zkušeností a k zvyšování kvality výrobků. Tato etapa spolupráce ale netrvala příliš dlouho. Společnost MVE Holdings, včetně Feroxu, koupila v roce 1999 v rámci své akviziční politiky americká společnost Chart Industries (nyní Chart International Holdings, Inc.). Tím vstupuje Ferox do **třetí etapy**, důsledky tohoto spojení pro obě firmy rozeberu dále.

4.2.3 VÝVOJ FEROXU PO FÚZI CHART A MVE

Spojení Chart a MVE vytvořilo skutečně celosvětovou skupinu - její výrobní jednotky se nacházejí na čtyřech kontinentech - v Severní Americe, Evropě, Austrálii a Asii. Toto spojení tak dává vzniknout největšímu výrobcí zařízení pro technické plyny (Chart je co do počtu zaměstnanců a velikosti obratu asi o 10 % větší než MVE). Akviziční politika vede přirozeně k nějakému cíli, v tomto případě je to cíl prozaický a pro dnešní dobu tolik typický - jedná se o horizontální fúzi jejímž přínosem má být především upevnění pozice na trhu a čerpat ze synergického efektu. Díky expanzi získat nové odběratele a s novými výrobními kapacitami efektivněji uspokojovat jejich požadavky. Ale jak se říká, nic není zadarmo. Výrobní programy obou společností se zčásti překrývaly, což vedlo k existenci nadměrných kapacit a tedy i k organizačním problémům. K efektivnímu fungování takto rozsáhlé společnosti je vždy nutné provést určité změny, v tomto případě je to především reorganizace. Ferox je výrobní jednotka, která má v Evropě podporovat a doplňovat činnost divizí v USA, zajišťovat výrobu podle evropských norem, využívat výhodné polohy a možnosti Feroxu pro dopravu rozměrných nákladů apod.

Nyní přistoupím k tomu, jak se se změnami vypořádal Ferox.

Ferox jako součást Evropské divize už nemusel projít žádnými zásadními změnami. Koupě MVE by mu mohla uškodit jen v případě, že by byl odsunut na „druhou kolej“ a motivem Chartu pro jeho koupi by byla jen spekulace s cílem jej dál prodat. Naštěstí Ferox již za působení MVE ukázal, že má potenciál, a že je třeba s ním počítat. Integrace do skupiny podniků Chart je tak významným přínosem. Díky spolupráci v rámci společnosti čerpá ze synergického efektu - Ferox se podílí i na tom, co se zde přímo nevyrábí. Např. určitý výrobek se vyrábí v USA, zkompletuje se však ve Feroxu, upraví se podle evropských norem a Ferox vyfakturuje dceřinné společnosti zajišťující obchod přidanou hodnotu. Kompletace výrobku je tak levnější, což vede zároveň k vyšším ziskům.

Pod vedením Chartu došlo k rozšíření portfolia výrobků ve Feroxu. Důvodem jsou především požadavky zákazníků, kteří dávají přednost jednomu dodavateli schopnému pokrýt celou šířku jejich potřeb a poskytnout jim tak kompletní servis.

Hlavní přínosy ze spojení

Hlavním přínosem pro Ferox je globální charakter Chartu. Feroxu se s pomocí Chartu otevřely nové trhy, vždyť 95 % veškeré produkce jde mimo ČR. Ferox nyní vyváží mimo jiné do Afriky, na Střední Východ, do Asie, např. na Filipíny, do Indonésie, Singapuru aj. Zde působí společně s výrobní jednotkou v New Prague - zakázky si dělí podle toho, zda má výroba probíhat podle amerických nebo podle evropských norem. Ferox také získal nové zákazníky na trhu s technickými plyny, jehož hodnota se pohybuje kolem \$ 34 mld. Mezi ně patří Air Liquide, British Oxygen Company nebo Praxair.

Ačkoliv jsou celkové přínosy z fúze jen obtížně vyčíslitelné, mohu je vyjádřit jako podíl nových zákazníků získaných díky fúzi s Chart Ind. na celkových tržbách za výrobky a služby. Za rozhodné období pro toto vyjádření uvažuji rok 1999 a rok 2000, které mají bezprostřední vazbu na uskutečněné spojení.

V roce 1999 obchodoval Ferox s 9 zákazníky (včetně MVE), které získal díky Chartu. Z celkových tržeb za prodej výrobků a služeb, které v roce 1999 činily Kč 662 194 838,-, tito noví zákazníci tvořili Kč 135 583 991,-, což představuje 20,47 % z celkových tržeb. Už to je velmi slušný podíl, nicméně v roce 2000 tento nárůst pokračoval a Ferox již obchoduje s 28 zákazníky, které získal díky globálním kontraktům Chartu. Tito noví zákazníci tak Feroxu přinesli Kč 238 370 564,-, což představuje 34,092 % na celkových tržbách za prodej výrobků a služeb. Z tohoto hlediska nelze převzetí Feroxu společností Chart Ind. hodnotit jinak než pozitivně, pro Ferox jednoznačně převažují přínosy nad náklady spojenými s integrací do skupiny podniků Chart. Podíl nových zákazníků na celkových tržbách za rok 2000 ukazuje následující graf:

Graf č. 6: Podíl nových zákazníků Feroxu na celkových tržbách



Pramen: Vlastní vypracování s pomocí dat z dokumentu „Financial results - history“

Nyní mohu srovnat situaci Feroxu po převzetí společností MVE v únoru 1998 a následně společností Chart Ind. v roce 1999 se situací, kdy byl ještě většinovým vlastníkem Air Products. Jaké byly výsledky do roku 1997 jsem demonstroval v tabulce č. 8. Na tuto tabulku nyní navážu, abych ukázal posun v dalších etapách vývoje Feroxu. Podrobnější údaje uvádím v přílohách 2, 3, a 4, tržby jsou opět v běžných cenách.

Tabulka č. 11: Vývoj ve Feroxu jako součásti skupiny MVE a následně Chart Ind.

Rok	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Počet zaměstnanců	513	481	460	432	458	446
Výdaje na investice do stálých aktiv (v tis. Kč)	-23 200	-23 657	-30 712	-56 489	-54 924	-22 012
Tržby za prodej výrobků a služeb (v tis. Kč)	554 037	709 582	681 528	716 783	896 918	692 702
Hospodářský výsledek (v tis. Kč)	23 225	35 140	95 681	56 641	58 894	15 426

Pramen: Výroční zprávy Ferox, a. s.

Vedení Feroxu dokázalo využít možností vyplývajících z globálního charakteru MVE a Chartu, jak dokazují výše uvedené výsledky. Spojení s firmou Air Products nedopadlo příliš úspěšně, tento většinový akcionář nesplnil to, co sliboval před privatizací. Ferox byl zaměřen hlavně na výrobu zařízení pro chemický a potravinářský průmysl a v důsledku rozpadu východních trhů ztrácel svá odbytiště, což se negativně podepsalo na hospodářském výsledku. Zájem Air Products na převzetí Feroxu hodnotím jako převzetí, jehož motivem byla spíše spekulace než zájem v rozvoj Feroxu. Air Products se díky divizi technických plynů Feroxu snažil prosadit na trhu se zařízeními na distribuci technických

plynů a jeho hlavním zájmem byl kontrakt na stavbu kyslíkárny v Litvínově. Na druhou stranu je třeba také vidět, že pod jeho vedením získal Ferox nové zkušenosti, zavedl západní styl podnikové kultury a prosadil integrovaný počítačový systém CFS, získal certifikát jakosti ISO 9000 a dal podnět k restrukturalizaci podniku. Otázkou však zůstává, zda muselo dojít k tak výrazným finančním ztrátám. Odpověď je složitá, vždyť podobné problémy měla na začátku 90. let většina podniků u nás. Nakonec se zdá, že i zde platí rčení, že všechno zlé je pro něco dobré. Nespokojenost akcionářů s finanční situací podniku dala podnět k prodeji majoritního podílu společnosti MVE, začínají se projevovat výsledky restrukturalizace a po fúzi MVE s Chart Ind. získal Ferox další nové zákazníky.

Ferox je tedy v současné době konsolidovanou společností a dobrými vyhlídkami do budoucna. To se však nedá říci o Chartu, zvyšující se zadlužení má za následek nejistotu ohledně budoucího fungování společnosti. Věřitelé nyní jednájí o tom, zda Chart i nadále podpoří a získají tak alespoň část svých pohledávek zpět, nebo zda bude společnost rozprodána. Nabízí se otázka, zda špatné výsledky Chartu nejsou zapříčiněny neuváženou investiční politikou. Chart totiž v rámci své akviziční politiky investoval nejen do Feroxu, ale i do dalších společností. Další otázkou je, zda bylo nutné vynaložit na akvizice tolik finančních prostředků v tak krátkém čase, jestli by nebylo lepší postupovat pomaleji. Dle mého názoru je třeba jednat sice rozvážně, ale zároveň rychle, protože příležitost nečeká.

Finanční výsledky Chartu za poslední dobu hovoří o tom, že nedůslednost v provádění transakcí typu fúze a akvizice, je příčinou vysokého zadlužení. Tento závěr jen potvrzuje studie uvádějící, že až 50 % fúzí a akvizic je neúspěšných. Z tohoto důvodu jsem si kladl za cíl této práce nejen odpovědět na to, jaké mají zmiňované transakce pro a proti, zda mají své opodstatnění, ale také jsem chtěl přispět k problematice úspěšnosti fúzí. Po konzultaci se zástupci Feroxu, kteří mají s fúzemi a akvizicemi zkušenosti (viz. vývoj Feroxu), jsem se rozhodl vypracovat postup klíčového faktoru pro úspěch fúze nebo akvizice - due diligence.

4.2.4 DUE DILIGENCE JAKO ZÁKLADNÍ KÁMEN ÚSPĚCHU FÚZÍ A AKVIZIC

V souvislosti s fúzemi a akvizicemi se stále častěji objevuje pojem due diligence. O co se vlastně jedná? Obvykle se tento pojem překládá jako hloubková kontrola nebo také daňová kontrola. Celý proces due diligence je však mnohem širší než jen kontrola

podkladů pro daňovou kontrolu. Obecně lze říci, že se jedná o proces šetření a kontroly řady aspektů ve firmě a hlavně ujištění, že věci jsou ve skutečnosti takové jak vypadají navenek. Cílem due diligence je tedy zjistit co možná nejvíce o našem objektu zájmu ještě před tím než provedeme plánovanou transakci. Due diligence je důležitá právě v situacích, kdy se jedna firma zajímá o druhou a plánuje její převzetí. Šetření ve firmě, která je objektem zájmu, může odhalit důležité skutečnosti, které mohou mít rozhodující vliv na uskutečnění případně neuskutečnění plánované fúze nebo akvizice.

Ferox během svého vývoje od počátku 90. let několikrát změnil vlastníka a stal se tak předmětem zájmu šetření due diligence. S postupem času se role Feroxu změnila, když Ferox projevil zájem o švédskou společnost AGA, resp. o její část s podobným výrobním programem. Role Feroxu se tedy změnila z objektu zájmu ve společnost projevující zájem o jinou firmu s nutností vypracovat vlastní due diligence. I když nakonec z plánované akvizice sešlo, stále zde zůstává úkol vypracovat praktický návod, který by obsahoval postup provedení due diligence pro možné využití v budoucnu. Neboť každá firma se jednou může dostat do situace, kdy bude potřebovat provést due diligence a ne vždy bude vhodné využít specializovaných konzultantských společností.

Protože se ve své diplomové práci zabývám převážně fúzemi a akvizicemi a due diligence je prováděna nejčastěji právě ve spojení s těmito transakcemi, rozhodl jsem se vypracovat takovýto návod pro provádění due diligence. Měl by zahrnovat praktické postupy a doporučení využitelné pro případ zájmu o koupi jiné firmy bez nutnosti vynakládat čas sestavováním vlastních postupů.

Podnětem pro vypracování návodu k due diligence mi byly hlavně konzultace zástupců společnosti Ferox, a. s. - Ing. Miroslava Němce (finanční ředitel a místopředseda představenstva) a Ing. Zdeňka Šouty (hlavní účetní). Ti společně s dalšími zaměstnanci Feroxu museli několikrát během minulých let poskytovat podklady pro due diligence z pozice cílové společnosti a rovněž se podíleli na přípravě due diligence z pozice kupující společnosti. Dalším podnětem mi byl také nedostatek literatury na toto téma. V našich podmínkách lze sehnat literaturu zabývající se postupy daňové kontroly nebo oceňování podniku, nikde jsem však nenašel domácí prameny zabývající se celým procesem due diligence.

Hlavním problémem je nepřehledné množství dat, kdy trvá určitou dobu, než se zde zorientujete. Zde je pár tipů, kde je vhodné začít:

- ⇒ **obchodní rejstřík**,
- ⇒ **oficiální www stránky** cílové firmy,
- ⇒ **Hoovers** - nabízí zpravodajství a odkazy na Dow Jones Publications Library,
- ⇒ **Moody's Investor Services** - rating a informace finančního rázu,
- ⇒ **www.ihned.cz** - vyhledávání článků vydaných v hospodářských novinách a dalších periodikách,
- ⇒ **www.business.com** - celá řada informací o firmách z různých oborů, vyhledávání dle témat a okruhů - např. M & A,
- ⇒ **CNNfn** - The Financial Network televize CNN - řada článků a tiskových zpráv,
- ⇒ **Newslink** - portál poskytující odkazy na noviny a periodika,
- ⇒ **Yahoo Business** - zde lze mimo jiné najít historické denní přehledy vývoje akcií jednotlivých firem a mnoho dalších.

Po výše uvedených obecných doporučeních bych nyní rád přistoupil k sestavení praktického postupu a doporučení pro proces due diligence. Předpokládám nyní, že firma projevuje vážný zájem o cílovou firmu a bude si muset vyžádat příslušné dokumenty. Tento postup vychází z reálných požadavků a ze studia několika zpráv due diligence zpracovaných pro Ferox.

4.2.4.2 Úvod

Jako každý jiný dokument, i zpráva o due diligence by měla mít úvod. Doporučuji hned v úvodu jasně vymezit následující:

- **oblast zpracování** (může se jednat např. pouze o daňovou due diligence),
- **důvod pro zpracování a cíl zpracování**. Důvodem je v tomto případě snaha o zjištění skutečností podstatných pro rozhodování o provedení fúze či akvizice. Cílem pak je analýza dokumentů poskytnutých našim klientem k provedení

hodnocení organizační struktury, smluvních vztahů, aktiv a pasiv a dalších podstatných náležitostí, jak bude uvedeno dále.

- **časové vymezení** období pro zpracování due diligence, které bude závazné pro obě strany. To je důležité pro včasné obdržení požadovaných dat a také pro stanovení termínu, kdy se mají setkat zástupci obou stran k uskutečnění rozhovoru a vyjasnění podstatných záležitostí týkajících se transakce.
- **sestavit tým pracovníků**, kteří budou pověřeni prováděním veškerého šetření. Je nutné vymezit pravomoci a povinnosti jednotlivých členů týmu tak, aby odpovědné osoby pracovaly skutečně jako tým, tedy aby nedocházelo k zbytečným prostojeům a časovým ztrátám.
- **rozpočet** pro due diligence. Pochopitelně zde musí být vymezena otázka peněz, tedy vypracování předpokládaného rozpočtu nákladů spojených s šetřením, např. cestovní náklady, konzultace apod.

Náklady due diligence také pochopitelně závisí na povaze uvažované transakce a také na tom, jestli si najmeme specializovanou firmu zabývající se fúze a akvizicemi nebo usoudíme, že na due diligence máme schopné odborníky ve firmě, a že si tedy vystačíme sami. Fúze a akvizicemi se zabývají poradenské firmy, jejichž pořadí a objem obchodů za 1. čtvrtletí 2002 uvádím v následující tabulce, údaje jsou v mil. USD:

Tabulka č. 12: Největší poradenské firmy zabývající se fúze a akvizicemi dle hodnoty obchodů za 1. čtvrtletí 2002, v mil USD

Pořadí	Společnost	Počet obchodů	Hodnota obchodů	Tržní podíl (%)
1.	Goldman Sachs	56	82189,4	32,5
2.	Morgan Stanley	61	73482,7	29
3.	Merill Lynch	52	60143,1	23,8
4.	J. P. Morgan	66	52372,2	20,7
5.	Credit Suisse First Boston	70	49241,5	19,5
6.	Lehman Brothers	37	37211,5	14,7
7.	Citigroup/Solomon Smith Barnley	45	33426,0	13,2
8.	UBS Warburg	27	22634,3	8,9
9.	Deutsche Bank AG	38	18672,2	7,4
10.	Rotschild	23	16345,8	6,5

Pramen: Thomson Financial Securities Data

4.2.4.3 Analýza dokumentů

Po úvodu by měla navazovat část, kterou jsem nazval *analýza dokumentů*. Zde je vhodné nejprve vymezit oblasti, kterých se dokumenty týkají a poté postupovat dle příslušných oblastí - kapitol. Jednotlivé body si pochopitelně upraví daná společnost sama pro svou potřebu, někde může samostatná kapitola přejít jako subkapitola pod jinou kapitolu a naopak. Mnou navrhovaná struktura hlavní části due diligence vypadá následovně:

Dokumenty týkající se následujících oblastí:

1. Obecný přehled, založení společnosti, oblast podnikání
2. Informace finančního charakteru
3. Obchodní kontrakty - nákupy a prodeje, konkurence
4. Analýza nákladů
5. Hmotné vlastnictví
6. Nehmotné vlastnictví
7. Klíčové osoby v podniku
8. Personalistika
9. Management kvality
10. Vztah k vládním institucím
11. Životní prostředí
12. Pojištění
13. Právní otázky
14. Ostatní

Nyní tedy budu postupovat podle jednotlivých oblastí:

1. Obecný přehled

Tato kapitola by měla obsahovat náležitosti, které nám přiblíží cílovou společnost, tzn. kdy byla založena, za jakých okolností a s jakou právní formou. Může se jednat např. o nástupce státního podniku (jak bude v našich podmínkách u větších podniků asi obvyklé) s tím, že by zde neměly chybět údaje o původním základním jmění, stejně tak počet akcií, jejich složení a strukturu akcionářů (kdo drží jaký balík akcií - např. kolik % má majoritní

vlastník, kolik lidí v řídicích orgánech, kolik ostatní zaměstnanci, příp. kolik zůstává ve státním vlastnictví apod.). Rovněž je nutné přiblížit složení řídicích orgánů a seznam jejich členů (např. valná hromada, představenstvo, dozorčí rada) a uvést jejich práva a povinnosti, protože tyto skutečnosti se mohou v různých zemích lišit. Pokud jsou k dispozici, mohou být rovněž vyžádány zápisy z jednotlivých valných hromad, ty vám napoví leccos o historii minulých rozhodnutí podniku.

Nedílnou součástí je detailní organizační struktura s informacemi o zaměstnancích, podrobné informace o složení zaměstnanců, kvalifikace apod. budou uvedeny v samostatné kapitole 8 - Personalistika, případně v kapitole 7 - Klíčové osobnosti. Nepodceňujte podrobné organizační schéma a informace o klíčových osobnostech, pomůže vám vytipovat vhodné osoby pro rozhovor ohledně plánované transakce.

V neposlední řadě by měla být v obecném přehledu vymezena oblast činnosti podniku, výrobní program, vyjmenování hlavních aktivit, vedlejší a přidružené činnosti.

2. Informace finančního charakteru

Základem pro due diligence v této oblasti je finanční analýza. Proto je důležité získat data z veškeré účetní evidence - jako hlavní podklady zde slouží rozvaha, výkaz zisku a ztráty, výkaz cash flow a všechny účty. Rovněž zde budeme potřebovat údaje z:

- vnitropodnikového a nákladového účetnictví,
- personálního oddělení, např. produktivita práce, počet pracovníků - struktura, kvalifikace, uvádí se na počty přepočtených pracovníků,
- data z vnějšku - odvětvové průměry, hodnocení bonity firem (např. Česká ratingová agentura), srovnání s konkurencí, příp. vývoj na burze cenných papírů.

Všechny finanční údaje musí být uvedeny za určité časové období, obvykle za 5 let, vhodný je také výhled na následující rok od vedení cílové firmy. Mimo výše uvedených údajů jsou pro due diligence ve finanční oblasti důležité následující údaje:

- účetní standardy, použité účetní metody (oceňování majetku, rezervy, amortizace atd.)
- stárnutí majetku, pohledávek a závazků

- hospodaření s majetkem a jeho struktura - suroviny, rozpracovaná výroba, hotové výrobky, seznam zastaralého majetku
- zástavy a záruky
- pojištění, leasing
- daně, daňová politika a druhy daní
- úvěry a úvěrová politika - jaké úvěry firma čerpá (např. revolvingový, hypoteční), v jakém objemu a u které banky, důležité jsou podmínky úvěru - úroková sazba, termíny splácení úvěru a úroků, jakým způsobem je úvěr zajištěn (hypotéka)

Příklad, jak by mohl vypadat přehled majetku získaného leasingem, uvádím v následující tabulce, jedná se o finanční leasing Feroxu:

Tabulka č. 13: Přehled finančního leasingu (v tis. Kč, včetně DPH)

Předmět leasingu	Počet ks	Od roku	Doba nájmu	Cena	Nesplaceno
Osobní automobily	9	2000	36 měsíců	5,914	825
Osobní automobily	7	2001	36 měsíců	3,686	1,652
Osobní automobily	2	2002	36 měsíců	1,019	752
Užitkový automobil	1	2000	36 měsíců	1,083	246
Užitkový automobil	1	2001	36 měsíců	859	190
Kopírka	1	2001	36 měsíců	2,057	852

Pramen: Výroční zpráva Feroxu 2002

Při výpočtu ukazatelů (absolutních, rozdílových, poměrových, soustav ukazatelů a dalších) finanční analýzy je důležité brát na zřetel slabé stránky účetních výkazů. Tak např. mezi největší slabiny rozvahy patří:

- používání historických cen - hodnota majetku je ve skutečnosti jiná než v rozvaze (požíváním pořizovací ceny),
- pro některé položky musí být použit odhad - např. u nedobytných pohledávek,
- nebere s v úvahu zhodnocení aktiv - nemají pak adekvátní hodnotu,
- nezahrnuje položky s tzv. vnitřní finanční hodnotou - není zde zahrnuta hodnota lidského kapitálu, kvalita managementu, goodwill apod.

Stejně tak účet zisku a ztráty zahrnuje některé problémové aspekty:

- čistý zisk není skutečný hotovostní příjem,

- výkaz je sestaven na tzv. akruálním (kumulativním) principu a ne na hotovostním principu, tj. nepracuje s příjmy a výdaji,
- odpisy představují náklady aniž by znamenaly odliv peněz.

Z těchto důvodů je stále aktuálnější používání výkazu cash flow, který nám zachycuje skutečný příliv a odliv peněžní prostředků. Výkaz cash flow Feroxu uvádím v příloze č. 2.

V souvislosti s analýzou účetních dokumentů lze poměrně snadno dospět k nesprávné interpretaci poskytnutých údajů. Vždy vyžadujeme vývoj finančních údajů v čase, včetně výhledu do budoucna, ve spojitosti s tím je však nutné připojit, dle jakých účetních standardů byl daný účetní výkaz sestaven. Z tohoto hlediska musíme věnovat pozornost srovnatelnosti podkladů, a to jak odvětvové, tak teritoriální. V různých zemích se používají rozdílné účetní metody, např. při účtování leasingu nebo oceňování. Ve zprávě by tyto okolnosti měly být uvedeny, např.: „Účetní výkazy za rok 1999 a 2000 nejsou přímo srovnatelné, protože došlo ke změně v účetních postupech. Podrobnosti o této změně a jejích finančních dopadech jsou uvedeny v následujícím rozboru.“

Vysokou důležitost také přikládám přehledu bankovních úvěrů a poskytnutých záruk. Veškeré detaily mohou mít nezanedbatelný dopad na rozhodování o koupi cílové společnosti. Tak např. údaje o čerpaných úvěrech by měly obsahovat nejen výši úrokové sazby, ale také zda je fixovaná nebo pružná, v případě pružné úrokové sazby nás zajímá, za jakých okolností dojde k jejímu pohybu. Úroková sazba může být stanovena např. takto: diskontní sazba České národní banky plus 5 % p. a., se čtvrtletní splatností.

Dále zjišťujeme jaké je zajištění úvěru a jaké jsou případné sankce za prodlení v platbě splátek. S tím souvisí i podmínky odstoupení od úvěrové smlouvy, např. při opoždění více než 2 splátek za sebou apod.

Plusem pro kupující firmu bývá daňová úspora, kdy je ztráta jedné firmy zdrojem daňových úspor firmy ziskové (převod ztráty z minulých let lze uplatnit až po dobu 7 let), viz. následující zjednodušený příklad:

Tabulka č. 14: Příklad daňové úspory

	Firma A	Firma B	A + B
Zisk před zdaněním	400	-200	200
Daň 31 %	124	0	62
Čistý zisk	276	-200	138

Pramen: MAŘÍK M., DĚDIČ J.: *Akvizice a oceňování podniků*, Praha: VŠE, 1996

U příkladu kompenzace a umořování daňových ztrát je však musím dodat, že tato možnost silně závisí na daňové legislativě toho kterého státu. To, co je možné při akvizici v tuzemsku, nemusí být přípustné při akvizici v zahraničí. Navíc také záleží na tom, zda dochází pouze k zakoupení podílu a do budoucna vlastnictví dceřiné společnosti, nebo dojde ke sloučení, případně splnutí firem.

3. Obchodní kontrakty - nákupy a prodeje, konkurence

Další součástí mého postupu due diligence jsou podklady a informace o nákupech, prodejích a konkurenci.

PRODEJE

Co se týká prodejů, je potřeba zhodnotit vývoj v minulosti a rovněž plán prodejů na příští období. Zajímá nás objem prodejů, nárůst, případně pokles v minulých obdobích a také struktura odběratelů včetně jejich podílu na celkových prodejích. Stále je nutné brát v potaz možnosti prodejů cílové firmy při případném začlenění do nové skupiny podniků. A naopak pokud již je cílová firma součástí většího uskupení, jaký bude mít odtržení vliv na její obchodní kontrakty a konkurenční pozici.

Zpravidla k akvizici dochází u společností s obdobným nebo doplňujícím se programem. Z hlediska prodeje to znamená analýzu silných a slabých stránek jednotlivých výrobních skupin, budou se výrobky obou společností doplňovat nebo vzájemně vyřazovat? V případě due diligence prováděného týmem Feroxu v cílové společnosti AGA byly srovnávány vlastnosti výrobků kvůli rozhodnutí, které výrobky se budou dělat ve Feroxu a které ve Švédsku³¹.

³¹ Němec, M.: Ústní sdělení, Ferox, a. s. Děčín, 11. 4. 2003

V této oblasti due diligence provádíme kontrolu zajištěnosti prodeje, jaké má v současnosti firma objednávků a zda má uzavřené kontrakty i na příští období. Ověřujeme tzv. **backlog** (současnou zakázkovou náplň), jako úskalí se zde však objevuje odhad budoucích prodejů, zvláště pak na delší období. Otázkou je, do jaké míry můžeme věřit marketingovým průzkumům, zvláště v současné době překotného vývoje, nejistoty na finančních trzích a rychle se měnících podmínek na trhu.

V souvislosti s prodeji a procesem schvalování obchodních kontraktů se také musíme ptát, jaký je vztah firmy k zákazníkům, jak si cílová firma stojí v očích svých zákazníků, zda nedošlo v poslední době k nějakým konfliktům nebo dokonce soudním sporům. Důležitá je analýza chování podniku na stížnosti zákazníků. Předmětem zkoumání má být jak jsou stížnosti evidovány, komunikovány se zákazníky, jaká je jejich struktura, rychlost a nákladovost nápravy apod. Např. k zajištění efektivního fungování vyřizování reklamací je ve Feroxu vytvářena rezerva na garanční opravy, jejíž plnění je určeno na základě znalosti průměrného procenta reklamací s přihlédnutím k probíhajícím reklamačním řízením. Výše rezervy je na konci roku posouzena odborným útvarem řízení jakosti.

V oblasti obchodních kontraktů můžeme při akvizičním procesu narazit ještě na jedno úskalí. Jedná se o psychologický faktor, kdy zákazníci nemají důvěru k cílové firmě, neboť se obávají o její budoucnost. Nevědí totiž, co se s firmou stane po provedení akvizice a logicky nechtějí mít rozpracované objednávky u firmy, o které si nemohou být jisti ani její existenci.

NÁKUPY

Pokud se týká informací o nákupech, předmětem našeho zájmu je opět zhodnocení nákupní politiky jako celku, přehled hlavních dodavatelů včetně struktury a objemu nákupů. Současně je nutné přezkoumat hlavní nákupní kontrakty, jejich podmínky a zajištění do budoucna. Důležitý je systém dodávek z časového hlediska, zda firma používá např. zásobování just in time, just in case nebo jiné. Navíc bychom měli vyžadovat podklady pro srovnání cen surovin u obou zúčastněných firem a také je na místě otázka hospodaření s nepotřebným materiálem.

Všechny výše uvedené skutečnosti by nám měly pomoci zodpovědět následující otázky:

- ⇒ Jaké je zajištění nákupů a prodejů firmy do budoucna?
- ⇒ Má v současné době firma, o kterou se zajímáme, nasmlouvány ve svých dlouhodobých kontraktech nějaké zvýhodněné podmínky (např. platební podmínky, rabaty apod.)?
- ⇒ Pokud má cílová firma možnost zvýhodněných nákupů, neztratí tyto výhody pokud přestane být součástí dosavadní skupiny podniků?
- ⇒ Získá cílová firma nějaké výhodné podmínky v oblasti nákupů a prodejů v souvislosti se začleněním do nové skupiny podniků?

KONKURENCE

Součástí oblasti týkající se obchodních informací je podkapitola věnující se rozboru konkurence, může však rovněž vystupovat jako samostatná kapitola.

Při analýze konkurenčního prostředí můžeme použít známý Porterův model 5 sil (existující konkurence, hrozba vstupu nové konkurence v oboru, hrozba od výrobců blízkých substitutů, vyjednávací síla dodavatelů a odběratelů).

Naším záměrem je zjistit co nejvíce o tom, kdo jsou hlavní konkurenti cílové firmy, jaké jsou jejich strategie a cíle, v čem jsou jejich přednosti a jakou podobu může mít jejich reakce na akvizici cílové firmy. V souvislosti s akvizicí uvažované firmy se i kupující firma může dostat do oblasti, kde bude muset čelit novým konkurenčním hrozbám.

Na druhou stranu firmy často kupují jiné firmy - své konkurenty, proto se může snadno stát (a často to bývá jedním z hlavních důvodů převzetí jiné firmy), že naopak po provedení akvizice dojde k oslabení pozic ostatních hlavních konkurentů. To vyplývá ze zapojení firmy do větší skupiny podniků, např. Ferox se po převzetí společností Chart dostal do celosvětové skupiny podniků zabývajících se výrobou kryogenních a jiných zařízení, v tomto oboru je Chart světovou jedničkou.

4. Analýza nákladů

Při analýze nákladů budeme nejprve vycházet z krátkého popisu hlavních výrobků. Na to by mělo navazovat vymezení účetní politiky a následně struktura nákladů. Strukturu

nákladů je vhodné uvést v přehledné tabulce, kde budou uvedeny fixní náklady, variabilní náklady, průměrné náklady atd., viz následující příklad:

Tabulka č. 15: Příklad struktury nákladů

Objem výroby v ks	Celkové N	Fixní N	Variabilní N	Ø fixní náklady	Ø celkové N	Ø variabilní N	Mezní N
0	200	200	-	-	-	-	-
1	208	200	8	200	208	8	8
2	216	200	16	100	108	8	8
3	224	200	24	167	74,7	8	8
10	275	200	75	20	27,5	7,5	7,3
15	314	200	114	13	20,9	7,6	7,8
18	340	200	140	11	18,9	7,8	8,7

Pramen: SYNEK, M.: *Nauka o podniku*, Praha: VŠE, 1997, str. 103

Toto je samozřejmě pouze zjednodušený přehled, kde uvažujeme náklady na celkový objem výroby. Při podrobné analýze je nutné navíc rozčlenit náklady dle jednotlivých typů výrobků, abychom měli přehled, jak se který produkt podílí svými náklady na celkových nákladech a jaká je jejich struktura.

Při podrobné analýze nákladů dle jednotlivých produktů nesmějí chybět údaje nejen o materiálových nákladech, ale také o nákladech na práci, o přesčasových nákladech, režijních nákladech, nákladech na kontrolu atd.

Musíme klást důraz jak na rozlišení nákladů z časového hlediska na fixní a variabilní, tak také na náklady, které vyžadují a nevyžadují peněžní toky. Např. jak už jsem se zmínil ve 2. kapitole u slabin některých výkazů, odpisy představují náklad aniž by znamenaly odliv peněžních prostředků.

V analýze srovnání nákladů bych rád upozornil na problematiku srovnatelnosti nákladů podobných výrobků. Je totiž velmi snadné nesprávně interpretovat předložené údaje. Jedná se o nejdůležitější, ale také nejsložitější část due diligence, protože synergického efektu akvizice dosáhneme rozdělením prodejů, nákupů a výroby tak, aby bylo dosaženo maximální ziskovosti jako celku. Obtížnost analýzy nákladů uvedu na následujícím příkladě.

Ve Feroxu byly takto porovnávány parametry a náklady standardních zásobníků. Při analýze potřebujeme údaje nejen v Kč, ale také v časových jednotkách³² - např. počet

³² Šouta, Z.: Ústní sdělení, Ferox, a. s. Děčín, 25. 4. 2003

hodin dělníka při obrábění, sváření, kompletaci, engineeringu apod. Na první pohled má jedna firma podstatně nižší počet hodin vynaložených na výrobu určitého výrobku. Ptáme se, kde je příčina, pracují skutečně o tolik efektivněji? Odpověď získáme hlubším zkoumáním, nemusí se vůbec jednat o vyšší efektivnost, ale o to, že srovnáváme nesrovnatelné. I v případě obdobných výrobků totiž firmy uplatňují rozdílný přístup k subdodávkám - zatímco jedna firma si některé součásti výrobku nechává dodávat, druhá si tu samou součást vyrábí sama. A tady se objeví rozdíl ve vynaložených hodinách práce, který však ještě neznamená, že jedna firma pracuje lépe než druhá.

V neposlední řadě se mohou objevit další specifické otázky týkající se nákladů v cílové firmě, např. zda není firma zavázána k dlouhodobému placení operativních nájmu apod.?

5. Hmotné vlastnictví

Vlastnictví movitých a nemovitých věcí si vyžádáme na seznamu (stroje a zařízení, budovy, stavby, atd.) společně s oceněním jednotlivých položek. Vlastnictví nemovitostí lze zjistit v katastru nemovitostí a co je důležité, zjistíme zde i břemenem zatížený majetek - např. hypotéka jako zástava k úvěru - porovnáme s poskytnutými údaji v oblasti finančních informací - bankovních úvěrů. Zjistíme zde i podmínky hypotéky, např. že nelze zatížený majetek pronajímat nebo s ním jinak nakládat bez souhlasu banky poskytující úvěr. Tím se dostávám k další části oblasti hmotného vlastnictví - leasingu. Tedy komu a co cílová firma pronajímá formou leasingu nebo naopak jaký majetek od koho má v nájmu. Může zde být i odpovědnost nájemce za různé ekologické škody způsobené provozem najatého majetku.

6. Nehmotné vlastnictví

Pro ocenění podniku je podstatné zjistit, jaké má nehmotné vlastnictví, tedy seznam



patentů, vlastnictví obchodní známky (např. název a logo Ferox v barevném i černobílém provedení) nebo licenci. Uvědomme si, že používání ochranné známky může být časově omezeno a je třeba je obnovovat. Případné neobnovení může mít pochopitelně vliv na budoucí prodeje firmy. Pokud je podnik součástí větší skupiny podniků, může využívat licence,

za které však odvádí obvykle vysoké poplatky (např. Ferox platí za používání licencí Chartu). Nemalé problémy mohou také přinést spory ohledně autorských práv. Stává se, že bývalí zaměstnanci žalují firmu ohledně autorství vynálezů, které vytvořili ještě jako pracovníci firmy. Žalované částky mohou být nemalé, proto se musíme zajímat hlavně o pravděpodobnost úspěchu těchto nároků a také o možné důsledky v případě prohraného sporu, např. ztráta možnosti využívat dané patenty.

7. Klíčové osoby v podniku

Mezi klíčové osoby obvykle patří lidé ve vedení, s těmi je také vedeno jednání o akvizici. Bylo by však chybou zabývat se pouze vedením, podstatné je identifikovat zaměstnance, kteří jsou nositeli myšlenky, technologie. Může se jednat o hlavního designera, konstruktéra nebo člověka v obchodním oddělení, který má důležité kontakty. Je tedy na místě pro kupující firmu nejdůležitější otázka: Zůstanou zde tito lidé i v případě, že bude firma prodána jiné firmě? Jaké máme možnosti zajistit si tyto osoby i pro budoucí chod podniku? Doporučuji věnovat se zvláště důsledně těmto otázkám, protože odchodem klíčových osobností může být celá investice zmařena.

Velmi diskutovanou otázkou, zvláště v poslední době, je také možná existence zlatých padáků, takové opatření může významně snížit zájem o cílovou firmu, vždyť také patří k možným formám obrany proti převzetí, jak jsem se již zmínil v kapitole 2.3.3 Taktiky a obrana.

8. Personalistika

Na kapitolu klíčových osobností volně navazuje oblast personalistiky. Pracovní síla je klíčovým faktorem úspěchu každé firmy, doporučuji ptát se na následující otázky:

- jakým způsobem a za jakých podmínek jsou uzavírány pracovní smlouvy,
- délka pracovního týdne, délka dovolené a podmínky jejího čerpání,
- existence odborů, kolik % zaměstnanců je takto organizováno, jaká je jejich pozice a vyjednávací síla,
- možnosti zaměstnaneckých půjček ze zaměstnaneckého fondu, podmínky úvěru,
- angažovanost firmy ve sponzorství,
- bonusy klíčovými osobnostem vyplácené za setrvání v podniku, zlaté padáky,

- platby pracovníkům postiženým nemocí z povolání,
- úrazovost a objem přesčasů,
- výhody pro zaměstnance - osobní účet, třináctý plat, dovolená nad rámec zákoníku práce apod.

Všechny výše uvedené otázky směřují k jedinému, pro nás jako kupující firmu důležité skutečnosti - kolik všechny poskytované výhody firmu stojí, jestli zde nefigurují nějaké zbytečné náklady a zda mají zamýšlený efekt.

9. Management kvality

Jakým způsobem zajišťuje cílová firma kvalitu svých výrobků zjistíme nejlépe přímo hodnocením jejich výrobků, kdy sestavený tým due diligence navštíví přímo výrobu. Ještě důležitější však mohou být ohlasy zákazníků, protože ti mají zkušenosti s dlouhodobým používáním produktů firmy.

Dále musíme získat seznam různých osvědčení o kvalitě a hlavně používaných certifikátů kvality. Měli bychom vyhodnotit následující skutečnosti:

- plán kontrol na určité období (pokud takový existuje),
- systém sledování reklamací a stížností zákazníků,
- analýzu pracovního zatížení (z nadměrného pracovního zatížení může pocházet řada chyb a nedostatků),
- dodržování bezpečnostních předpisů a předpisů týkajících se životního prostředí za několik let zpět atd.

10. Vztah k vládním institucím

Revidujeme také dokumenty představující styk se státními institucemi, centrálními i obecními orgány. Může se jednat např. o korespondenci s finančním úřadem, rozhodnutí příslušného úřadu o udělení povolení k distribuci plynu, elektřiny, dokumenty týkající se založení společnosti nebo dokumenty týkající se životního prostředí. Většina této dokumentace již byla vyžádána a analyzována v jiných kapitolách.

11. Životní prostředí

Oblast životního prostředí je velmi důležité vzhledem ke vztahům k veřejnosti a také ke státním orgánům (regulace znečištění). V různých státech mohou být různé normy týkající se znečišťování životního prostředí, ve všech civilizovaných zemích však mají firmy povinnost chovat se tak, aby se vyhnuly nebo zamezily poškozování životního prostředí. Proto nás zajímá, jaké cílová firma používá materiály, zda neprodukuje nebezpečné odpady, zda neporušuje ekologické normy a není tak ve sporu se státními regulačními orgány. Sankce za takové porušení mohou nepříznivě ovlivnit náklady vynaložené na akvizici, je nutné do budoucna počítat s odstraňováním ekologických škod. U průmyslových podniků jako je např. Ferox bývá obvykle hlavním problémem kontaminace půdy a také znečišťování ovzduší. Současně mohou také firmy získat státní pomoc na odstraňování těchto škod.

12. Pojištění

Každá firma má různé druhy pojištění, pro kupující firmu je důležité, co všechno má cílová firma pojištěno, s jakou pojišťovnou a jaká je roční výše splátek za jednotlivé typy pojištění. Měly by tedy být uvedeny jednotlivé druhy pojištění (např. zákonná odpovědnost za škodu, pojištění proti požáru, krádeži, povodním apod.), čeho se týká případné krytí a hlavně musíme mít přehled o tom, do jaké výše je nasmlouváno krytí majetku a co pojištění nekryje.

13. Právní otázky

Již v předchozích kapitolách byly časté otázky týkající se problematiky sporů v různých oblastech. Nelze se spokojit pouze s vyjmenováním soudních sporů vedených proti cílové společnosti nebo sporů, které vede vůči jiným firmám. Pro kupující firmu musí být rozhodné jaké sumy peněz se žaloby týkají a jaká je možná ztráta. Současně je třeba oslovit odborníky ohledně jejich názoru na možnosti úspěchu nebo neúspěchu v jednotlivých sporech. Ptáme se na důvody vedení sporů, např. autorská práva nebo nesplacení pohledávek či závazků (podle toho, v jakém je firma postavení).

14. Ostatní

Do této oblasti lze zahrnout vše, co přímo nenáleží do předchozích kapitol. Příkladem mohou být služby poskytnuté jiné firmě ve skupině nebo naopak služby poskytované jinou firmou cílové společnosti. Může se jednat např. o:

- konzultace (zjistit, o co jde - např. audit, finanční konzultace, technické, bezpečnostní atd.)
- založení, rozvoj a správa informačního systému,
- půjčka nebo leasing.

Pro firmu, která se zajímá o možnosti koupě jiné firmy je opět nejdůležitější odhalit reálnou cenu, kterou cílová firma za tyto služby platí a zda je bude muset platit i v budoucnu, po případném převzetí.

4.2.4.4 Seznam dokumentů pro due diligence

V předchozí kapitole jsem podrobně rozepsal postup due diligence. Před tím, než zástupci zúčastněných firem začnou projednávat jednotlivé body mnou uvedené osnovy, je žádoucí, aby se na jednání dostatečně připravily. Především cílová firma již musí mít připravené podklady, které si od nich zájemce vyžádal. To by měl zájemce učinit v dostatečném předstihu, zasláním přehledného seznamu. Z tohoto důvodu bych rád takový seznam na závěr sestavil, ušetří to čas ostatním lidem, kteří mohou využít můj postup due diligence. Protože se většina fúzí a akvizic realizuje se zahraničními společnostmi, uvádím seznam v angličtině.

General Information, Establishment, Scope of Business

- scope of business
- detailed organization chart
- composition of shareholders
- deed of foundation
- corporate structure, members of Board of Directors, Supervisory Board, General Director

Financial Information

- balance sheet, profit and loss statement, statement of cash flows
- accounting policy review (evaluation of inventories, provisions, depreciation etc.)
- aging of inventories, receivables, payables
- structure of inventories:
 - a) raw material
 - b) work in process
 - c) finished Goods
 - d) list of obsolete inventories
 - loans
 - liens and pledges
 - bank and other guarantees
 - insurance
- Fixed Assets:
 - a) structure
 - b) aging
 - c) ownership (bought, leased, rented)
 - d) rental policy, property management
- taxes (policy, sorts of taxes, periods of tax payments)

Business Contracts - Purchases, Sales; Competition

Purchasing Information

- purchasing policy
- major suppliers, volume of purchases
- review of main purchase contracts
- timing of supplies
- raw material price comparison
- obsolete material management

Sales Information

- process of contract confirmation
- product lines evaluation
- new orders
- backlog
- history and plan
- customer complaint management

Competition

- competition analysis, possible threats

Costs Analysis

- short description of main products
- costs structure, accounting policy
- product costs analysis (material, labor, inspection, overhead)
- man-hours routing for main products (manufacturing, engineering)
- overtime costs
- manufacturing overheads
- reasons of low margins

Real Property

- information from the Cadastre
- list of real property, encumbrances on real property
- mortgage agreements
- lease agreements

Intellectual Property

- list of intangibles
- list of trade names and trademarks
- patents and copyrights, licenses
- list of used licensed and unlicensed software

Key People

- key people review
- golden parachutes

Human Resources

- detailed organization chart
- employees skill structure
- aging of employees by depts.
- employees wage and salary review by departments
- carrier plan review, benefits

- trade union and collective agreement
- golden parachutes
- safety performance
- overtime review, monthly workload

Quality Management

- quality assurance
- quality approvals and certification review
- quality inspection plan
- extend of rework review

Governmental and Regulatory

- government institutions related documents

Environmental

- environmental compliance review

Insurance

- insurance contracts

Legal and Litigation

- list of legal proceedings

Affiliate Transactions

- list of other matters related to the proposed transaction

4.2.4.5 Závěr due diligence

Výsledkem zkoumání všech dokumentů týkajících se předchozích kapitol musí být přehled nákladů, které bude muset kupující firma vynaložit a které stojí v pozadí celé transakce. V tomto návodu jsem ukázal, že takových „skrytých“ nákladů může být celá řada, ať již se jedná o zlaté padáky, nutnost odstranit ekologické škody, ze smluv vyplývající povinnost platit za prodlužování licencí nebo náklady na ukončení některých operací. To, co na začátku vypadalo jako výhodná koupě, se může na konci procesu due diligence jevit opačně.

Due diligence má za cíl odhalit co možná nejvíce podrobností o firmě, a to komplexně, ze všech možných aspektů. Na základě pečlivého zkoumání uvedených oblastí si udělá tým zodpovědný za akvizici vlastní obrázek a měl by se tak vyhnout nepříjemným překvapením v budoucnu. Může se totiž stát, že zástupci cílové firmy záměrně některé údaje zkreslí. Dojde pak k nadhodnocení nebo podhodnocení, podle toho, zda je vedení cílového podniku nakloněno nebo je odpůrcem plánované transakce.

Někdy se pojem due diligence zaměňuje s daňovou kontrolou, ta by měla být součástí due diligence, seznam dokumentů nutných ke zpracování daňové kontroly na příkladu Feroxu uvádím v příloze č. 5.

Na závěr bych ještě rád dodal: „**Nebojte se přerušit celou transakci.**“ Akvizitor má jistě mnoho důvodů, proč se zajímá právě o potenciální objekt koupě. Důvodů může být celá řada, vyložil jsem je v kapitole 2.2 Motivy pro uskutečnění fúze nebo akvizice. Součástí procesu due diligence by mělo být testování cílové společnosti **proti** důvodům uskutečnění akvizice a pokud jeho výsledky neprokáží naplnění důvodů **pro** koupi, mělo by být od transakce upuštěno. Někdy jsou nejlepší transakce ty, které neuzavřeme a nejlépe vynaložené prostředky mohou být takové, které nás od akvizice odradí.

ZÁVĚR

Co říci na závěr? Koncentrace a kooperace podniků není sice v obchodním světě nic nového, ale v současnosti je v souvislosti s propojováním světových trhů velmi často skloňovaným pojmem. Rostoucí oblíba např. strategických aliancí a vlna fúzí a akvizic mne vedla k tomu, abych se tímto tématem zabýval ve své práci. Bohužel je to téma tak široké, že jsem se nemohl podrobně věnovat všem oblastem, které s koncentrací a kooperací podniků souvisejí. Snažil jsem se ukázat, jaké mají podniky možnosti v oblasti kooperace, k některým formám jsem také připojil praktický příklad z oblasti světových firem. Hlavní část jsem ale věnoval koncentraci, především fúzím a akvizicím a procesu due diligence.

Nejprve bylo nutné vyložit, jak se na koncentraci a kooperaci dívá teorie a vymezit základní pojmy, které jsem dále často používal. Teoretický základ jsem stručně doplnil o právní otázky související s tímto tématem a některé pojmy (např. u kooperace) jsem se snažil doplnit i o praktické ukázky. Mým hlavním cílem bylo odpovědět na otázky přínosů nebo nežádoucích dopadů fúzí a akvizic na obchodní firmy, poukázat na jejich vhodnost nebo nevhodnost. Z těchto poznatků jsem dále čerpal při návrhu postupu, jak by měla fúze nebo akvizice probíhat, aby byla úspěšná. Značnou pozornost si při transakcích tohoto typu zaslouží due diligence, neboť jeho pečlivé zpracování má zásadní vliv na konečný úspěch spojení podniků.

Pro větší přehlednost a snadnější pochopení jsem si vybral několik příkladů. Na fúzi Daimler a Chrysler jsem poukázal na hlavní nedostatky a hlavně na to, jak by se nemělo při procesu fúze postupovat. Z tohoto příkladu by si měly vzít ponaučení firmy, které se chtějí pustit do přeshraniční fúze nebo akvizice. Avšak i když zde došlo k řadě chyb, domnívám se, že nic ještě není ztraceno a pokud vedení rychle uskuteční plánované změny, má spojení DaimlerChrysler z dlouhodobé hlediska poměrně dobré vyhlídky.

Jako příklad „megafúze“ jsem si vybral spojení telekomunikačních společností Vodafone AirTouch a Mannesmann. Tady bylo mým hlavním záměrem přispět k problematice konfliktu mezi přínosy a obřími náklady na fúzi. Jedná se sice jen o odhad, přesto jsem ale porovnáním skutečných nákladů a předpokládaných přínosů učinil závěr, že dlouhodobě bude spojená firma dominantním hráčem na poli mobilní komunikace. I přes skutečně vysoké náklady na spojení obou společností má totiž Vodafone AirTouch

z čeho čerpat, zvětšující se trhy telekomunikací dávají nové možnosti díky rychlému rozvoji technologií. Využít beze zbytku je však může jen skutečně globální firma, k tomuto cíli udělal Vodafone AirTouch jistě ten správný krok.

Ve své práci jsem nechtěl zanedbat ani české tržní prostředí. Proto jsem si vybral podnik z mého okolí, který prošel díky vlně fúzí v 90. letech složitým vývojem a vystřídalo se zde hned několik vlastníků. Ferox, a. s. se po problémech se společností Air Products a hluboké ztrátě z roku 1996 dokázal dostat díky restrukturalizaci a novému vlastníku, společnosti Chart Ind., znovu do zisku. Nyní se musí koncentrovat na udržení dobře nastartovaného vývoje a pokusit se dále profitovat ze svého postavení, které jej řadí mezi celosvětovou skupinu podniků spojené společností Chart International Holdings, Inc. Zkušenosti Feroxu v oblasti fúzí a akvizic jsem se snažil zúročit při vypracování praktického návodu due diligence. Vycházel jsem při tom z požadavků kladených na cílovou firmu a současně jsem nastínil i možná úskalí, která musí zájemce o koupi jiné firmy překonat.

Přínosy fúzí a akvizic musejí převážit náklady s nimi spojené, aby byla transakce úspěšná. I když jich statisticky více skončí nezdarem, nelze říci, že jsou špatné. Sám jsem se přesvědčil, že i nepřátelská převzetí mají své opodstatnění. Na úplný závěr bych znovu rád zopakoval rčení, které dobře vystihuje nejen problematiku fúzí a akvizic, ale i kooperace a celé integrace podniků vůbec. Neexistuje špatná fúze, jen špatné vedení.

Seznam literatury

1. BREALEY, R. A., MYERS, S. C.: *Teorie a praxe firemních financí*, Praha: Victoria Publishing, 1992
2. LEVY, H., MARSHALL, S.: *Kapitálové investice a finanční rozhodování*, Praha: Grada, 1999
3. MAŘÍK, M.: *Koupe podniku jako součást podnikové strategie*, Praha: VŠE, 1997
4. MAŘÍK, M., DĚDIČ, J.: *Akvizice a oceňování podniků*, Praha: VŠE, 1992
5. MCLANEY, E. J.: *Business Finance for Decision Makers*, 2nd edition London: Pitman Publishing, 1994
6. SYNEK, M. a kol.: *Manažerská ekonomika*, Praha: Grada, 2001
7. SYNEK, M.: *Nauka o podniku*, Praha: VŠE, 1997
8. VALACH, J. a kol.: *Finanční řízení podniku*, Praha: Ekopress, 1999
9. WÖHE, G.: *Úvod do podnik. hospodářství*, Praha: C. H. Beck, 1995

Odborné časopisy:

10. Ekonom 2/2000
11. Handelsblatt, 27. 4. 2000
12. Moderní řízení 1/99, 5/2000, 7/2000, 12/2000
13. Právní rádce 6/1999
13. The Economist, July 29th 2000, March 3rd 2001

Internetové adresy:

14. www.cnn.com - CNNfn - Financial Network
15. www.thomsonfinancial.com - Thomson Financial Data
16. www.insead.fr.edu - Institut pro vzdělávání a výzkum
17. www.pwcglobal.com - PricewaterhouseCoopers
18. www.reuters.com - server zpravodajské agentury Reuters
19. www.unctad.org - United Nations Conference on Trade and Development
20. www.vodafone.com - Vodafone AirTouch

Ostatní:

21. Ferox Info č.4, červenec - srpen 1995

22. Chart Industries, Inc., Annual Report 2002
23. Němec, M.: Ústní sdělení, Ferox, a. s. Děčín, 11. 4. 2003
24. Studie PricewaterhouseCoopers - Fúze a akvizice ve střední a východní Evropě
25. Šouta, Z.: Ústní sdělení, Ferox, a. s., Děčín, 13. 4. 2001
26. Šouta, Z.: Ústní sdělení, Ferox, a. s., Děčín, 25. 4. 2003
27. Výroční zprávy Ferox, a. s.
28. World Investment Report 1999, 2003, UNCTAD

Seznam příloh

Příloha č. 1: Ukázka formuláře pro přijetí nabídky Vodafone AirTouch na koupi akcií společnosti Mannesmann AG

Počet stran: 1

Příloha č. 2: Přehled Cash Flow Feroxu, a. s., v období 1996 - 2002

Počet stran: 1

Příloha č. 3: Rozvaha Feroxu, a. s., v období 1996 - 2002

Počet stran: 1

Příloha č. 4: Výkaz zisku a ztráty Feroxu, a. s., v období 1996 - 2002

Počet stran: 1

Příloha č. 5: Seznam dokumentů nutných ke zpracování daňové kontroly

Počet stran: 3

FORM OF ACCEPTANCE

Vodafone AirTouch Plc
Offer to the Shareholders of Mannesmann AG

ACCOUNT HOLDER(S): _____

DEPOSIT ACCOUNT NUMBER: _____

BANK: _____

SORT CODE: _____

1 I/We the undersigned accept the Offer of Vodafone AirTouch of 23 December 1999 on the terms and conditions referred to in the Offer Document dated 23 December 1999 (the "Offer Document") in respect of:

* my total number of Mannesmann Shares, Securities Identification Number 656 030, booked to the above deposit account

or

* a number of _____** Mannesmann Shares, Securities Identification Number 656 030, booked to the above deposit account

*Please select as appropriate

**Please specify number of shares

and make these shares available for Vodafone AirTouch according to the terms and conditions referred to in the Offer Document.

2 All terms defined in the Offer Document shall have the same meaning in this Form of Acceptance.

Place/Date

Signature

Please use this Form of Acceptance only if you have not received an acceptance form prepared by your bank.



Příloha č. 2: Přehled Cash Flow Feroxu, a. s., v období 1996 - 2002

PŘEHLED O PENĚŽNÍCH TOCÍCH (Cash Flow) v tis.Kč		2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996
P.	Stav peněžních prostředků na začátku účetního období	60 764	34 293	47 831	20 981	11 963	6 045	21 159
	Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti (provozní činnost)							
Z.	Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	14 787	64 492	97 242	102 237	40 862	27 398	-129 106
A.1.	Úpravy o nepeněžní operace	6 269	2 962	20 091	55 699	14 795	85 189	91 212
A.1.1.	<i>Odpisy stálých aktiv</i>	27 499	26 440	24 244	25 916	26 660	29 212	29 927
A.1.2.	<i>Změna zůstatků opravných položek, rezerv a přechodných účtů</i>	-25 009	-28 234	-5 379	21 146	-18 570	24 307	33 188
A.1.3.	<i>Zisk(-) / Ztráta(+) z prodeje stálých aktiv</i>	-362	-2 818	-3 475	-2 013	-21 310	-3 847	-2 417
A.1.4.	<i>Výnosy z dividend a podílů na zisku</i>	-167	-461	-83	0	0	0	0
A.1.5.	<i>Vyúčtované nákladové(+) a výnosové(-) úroky</i>	4 308	8 035	4 784	10 650	28 015	35 517	30 514
A.*	Čistý peněžní tok před zdaněním a změnami pracovního kapitálu	21 056	67 454	117 333	157 936	55 657	112 587	-37 894
A.2.	Změna potřeby pracovního kapitálu	81 900	-11 622	-55 024	-68 988	11 898	9 310	41 127
A.2.1.	<i>Změna stavu pohledávek</i>	44 779	-28 203	-25 031	-6 941	-5 736	7 985	46 031
A.2.2.	<i>Změna stavu krátkodobých závazků</i>	34 530	15 516	115 908	-48 934	-63 968	56 292	-68 415
A.2.3.	<i>Změna stavu zásob</i>	2 591	1 065	-145 901	-13 113	81 602	-54 967	63 511
A.**	Čistý peněžní tok před zdaněním a mimořádnými položkami	102 956	55 832	62 309	88 948	67 555	121 897	3 233
A.3.	Výdaje z plateb úroků	-5 135	-8 172	-4 975	-10 939	-28 353	-36 469	-31 429
A.4.	Přijaté úroky	827	137	191	289	338	803	886
A.5.	Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost	-18 539	-40 767	-8 335	0	0	0	0
A.6.	Mimořádné účetní případy	-4 999	15 360	1 043	-484	-5 722	0	-5 397
A.***	Čistý peněžní tok z provozní činnosti	75 110	22 390	50 233	77 814	33 818	86 231	-32 707
	Peněžní toky z investiční činnosti							
B.1.	Výdaje spojené s pořízením dlouhodobých aktiv	-22 012	-54 924	-56 489	-30 712	-23 657	-23 200	-20 899
B.2.	Příjmy z prodeje dlouhodobých aktiv	734	3 622	9 783	8 243	43 326	1 009	4 368
B.3.	Půjčky a úvěry spřízněným osobám	-23 659	0	0	0	0	0	0
B.***	Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-44 937	-51 302	-46 706	-22 469	19 669	-22 191	-16 531
	Peněžní toky z finančních činností							
C.1.	Změna stavu dlouhodobých, popř. krátkodobých závazků	-67 735	55 427	-17 140	-29 549	-43 449	-58 196	33 835
C.2.	Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky	975	-505	-8	1 054	-1 020	74	289
C.2.1.	<i>Zvýšení základního kapitálu, event. rezervního fondu</i>	0	19	0	1 374	-1 376	0	0
C.2.2.	<i>Přímé platby na vrub/ve prospěch fondů</i>	975	-524	-8	-320	356	74	289
C.3.	Přijaté dividendy a podíly na zisku	167	461	83	0	0	0	0
C.***	Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	-66 593	55 383	-17 065	-28 495	-44 469	-58 122	34 124
F.	Čisté zvýšení/snížení peněžních prostředků	-36 420	26 471	-13 538	26 850	9 018	5 918	-15 114
R.	Stav peněžních prostředků na konci období	24 344	60 764	34 293	47 831	20 981	11 963	6 045

Příloha č. 3: Rozvaha Feroxu, a. s., v období 1996 - 2002

ROZVAHA
(v tis. Kč)

	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996
AKTIVA CELKEM	730 469	798 594	707 145	506 902	468 932	541 116	542 291
Pohledávky za upsaný vl. kapitál	0	0	0	0	0	0	0
Stálá aktiva	255 404	260 364	232 383	206 284	206 918	234 037	244 335
<i>dlohodobý nehmotný majetek</i>	1 423	2 690	2 175	2 928	4 101	6 154	6 445
<i>dlohodobý hmotný majetek</i>	253 181	257 674	230 208	203 356	202 817	226 483	236 490
<i>dlohodobý finanční majetek</i>	800	0	0	0	0	1 400	1 400
Oběžná aktiva	472 229	532 360	473 751	299 857	259 753	305 601	294 501
<i>zásoby</i>	306 733	309 324	307 389	147 988	140 675	201 277	185 110
<i>dlohodobé pohledávky</i>	4 360	4 526	4 476	5 638	6 981	7 968	9 267
<i>krátkodobé pohledávky</i>	136 792	157 746	127 593	98 400	91 116	84 393	94 079
<i>finanční majetek</i>	24 344	60 764	34 293	47 831	20 981	11 963	6 045
Ostatní aktiva	2 836	5 870	1 011	761	2 261	1 478	3 455
PASIVA CELKEM	730 469	798 594	707 145	506 902	468 932	541 116	542 291
Vlastní kapitál	403 945	387 545	329 155	272 540	175 805	141 685	118 386
<i>základní kapitál</i>	344 055	344 055	344 036	344 054	342 679	344 055	344 055
<i>kapitálové fondy</i>	0	0	8 409	8 409	8 409	8 409	8 409
<i>fondy tvořené ze zisku</i>	73 341	72 366	52 890	42 050	38 856	36 501	36 427
<i>hosp. výsledek minulých let</i>	-28 877	-87 770	-132 821	-217 654	-249 279	-270 505	-136 002
<i>hosp. výsledek účet. období</i>	15 426	58 894	56 641	95 681	35 140	23 225	-134 503
Cizí zdroje	318 460	388 142	338 058	200 201	267 268	371 039	398 223
<i>rezervy</i>	3 000	15 300	16 350	13 350	8 006	4 360	29 640
<i>odložený daňový závazek</i>	13 731	14 390	14 465	0	0	0	0
<i>krátkodobé závazky</i>	225 709	214 697	218 915	81 383	124 245	188 213	167 931
<i>bankovní úvěry</i>	76 020	143 755	88 328	105 468	135 017	178 466	200 652
<i>z toho: dlohodobé úvěry</i>	0	0	0	0	34 782	17 762	21 315
Ostatní pasiva	8 064	22 907	39 932	34 161	25 859	28 392	25 682

Příloha č. 4: Výkaz zisku a ztráty Feroxu, a. s., v období 1996 - 2002

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY
(v tis. Kč)

	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996
Výkony a prodej zboží	713 189	922 230	811 686	714 958	673 394	620 593	478 500
z toho: tržby za prodej vl. výr., služeb a zboží	692 702	896 918	716 783	681 528	709 582	554 037	511 616
Změna stavu zásob vl. výroby	7 216	17 053	94 150	27 309	-40 122	60 394	-33 116
Aktivace	13 271	8 259	753	6 121	3 934	6 162	0
Výkon. spotřeba a náklady na prodané zboží	540 042	681 392	559 954	430 175	472 705	396 160	402 327
Přidaná hodnota	173 147	240 838	251 732	284 783	200 689	224 433	76 173
<i>Osobní náklady</i>	140 472	159 327	133 790	129 099	129 110	117 802	118 995
<i>Odpisy investičního majetku</i>	27 499	26 440	24 244	25 916	26 660	29 212	29 927
<i>Zúčtování rezerv a opr. položek</i>	7 200	11 350	18 734	12 803	25 670	46 670	0
<i>Tvorba rezerv a opr. položek</i>	0	0	7 834	24 647	12 516	74 056	32 224
<i>Jiné provozní výnosy</i>	49 425	79 057	65 708	20 871	63 196	22 319	26 066
<i>Jiné provozní náklady</i>	44 426	58 803	63 175	21 438	37 359	14 940	13 060
Provozní hospodářský výsledek	17 375	86 675	107 131	117 357	83 910	57 412	-91 967
<i>Zúčtování rezerv do fin. výnosů</i>	6 000	0	0	500	1 500	2 865	0
<i>Tvorba rezerv na fin. náklady</i>	0	5 000	0	0	4 400	0	2 865
<i>Jiné finanční výnosy</i>	22 618	11 750	8 519	15 722	19 081	15 451	3 461
<i>Jiné finanční náklady</i>	30 547	44 912	59 697	37 414	59 229	48 330	37 735
Hospodářský výsledek z fin. operací	-1 929	-38 162	-51 178	-21 192	-43 048	-30 014	-37 139
Hospodářský výsledek za běžnou činnost	15 446	48 513	55 953	96 165	40 862	27 398	-129 106
<i>Mimořádné výnosy</i>	1 450	16 062	4 997	776	9 268	9 030	2 578
<i>Mimořádné náklady</i>	1 470	5 681	4 309	1 260	14 990	13 203	7 975
Mimořádný hospodářský výsledek	-20	10 381	688	-484	-5 722	-4 173	-5 397
Hospodářský výsledek za účetní období	15 426	58 894	56 641	95 681	35 140	23 225	-134 503

Seznam dokumentů nutných ke zpracování daňové kontroly (tzv. due diligence) - FEROX

1. Poslední výpisy z obchodního rejstříku
2. Organizační schéma
3. Výkazy zisku a ztrát a rozvahy ke konci kalendářního roku 1993 až 1996
4. Daňová přiznání a přílohy k daňovým přiznáním let 1993 až 1996
5. Odpisové plány (účetní i daňové), seznamy hmotného a nehmotného investičního majetku minimálně s následujícími informacemi:
 - zařazení HIM a NHIM do odpisové skupiny pro daňové účely
 - pořizovací cena
 - datum pořízení
 - den uvedení HIM (NHIM) do užívání
 - den vyřazení výpočet daňových a účetních odpisů
 - vyčíslení rozdílů mezi účetními a daňovými odpisy
6. Seznamy majetku nabytého bezúplatně od začátku roku 1995
7. Seznamy zmařených investic, seznam vyřazeného, prodaného a ztraceného hmotného majetku, u kterého byla od začátku roku 1995 uplatněna sleva na dani dle §34 zákona o dani z příjmů
8. Zprávy o finančních kontrolách jestliže byly uskutečněny v roce 1997, popř. v letech předcházejících, popř. dodatečné/opravné přiznání podané za předcházející zdaňovací období
9. Přehledy vstupních cen hmotného investičního majetku zařazeného do používání a u kterého lze uplatnit odčitatelnou položku od základu daně dle § 34 odst. 2-7 zákona o daních z příjmů. V přehledu neuvádějte pronajímáný hmotný majetek, hmotný majetek umístěný nebo používaný v zahraničí více než šest měsíců.
10. Seznamy (kopie) vnitropodnikových účetních směrnic
 - a) Směrnice o účetních knihách a jejich vedení, která by měla zahrnovat
 - Účtový rozvrh
 - Seznam číselných znaků a jiných symbolů a zkratk použitých v účetnictví

Podklady pro daňovou kontrolu (tzv. due diligence)
Strana 2

- b) Směrnice o oběhu a přezkušování účetních dokladů
 - c) Směrnice o inventarizaci majetku a závazků
 - d) Směrnice o oceňování majetku a závazků a o opravných položkách
 - e) Směrnice o odepisování investičního majetku
 - postupy a sazby odepisování majetku, doba odepisování majetku
 - vymezení drobného hmotného a nehmotného investičního majetku
 - f) Směrnice o druzích materiálu účtovaných přímo do spotřeby
 - g) Směrnice o rozpouštění nákladů souvisejících s pořizovací cenou zásob, popř. odchylek od skutečné ceny pořízení
 - h) Směrnice o normách přirozených úbytků zásob pro příslušné účetní období, včetně norem ztratného v maloobchodním prodeji
 - i) Směrnice o rezervách zákonné rezervy tvořené v souladu se zákona č. 593/1992 Sb.,
 - o rezervách pro zjištění základu daně z příjmů
 - ostatní rezervy
 - j) Ostatní směrnice vytvořené společnostmi např.
 - o cenových kalkulacích (např. ocenění nedokončené výroby)
 - o přechodných účtech aktiv a pasiv včetně časového rozlišení
 - o výši cestovních náhrad při služebních cestách
 - o paušalizaci náhrad
 - o účtování kurzových rozdílů a používání kurzů
 - o slevách poskytovaných odběratelů
13. Přehledy tvorby a čerpání rezerv a opravných položek vytvořených ve zdaňovacím období 1995 a 1996, které jsou předmětem daňové kontroly, včetně jejich výše (popř. způsobu výpočtu), účelu a způsobu čerpání.
14. Přehledy všech uskutečněných plateb, z nichž byla daň vybrána srážkou u zdroje, např. licenční poplatky, úroky, dividendy apod. Jestliže existují, prosíme o kopie smluv na jejichž základě se platby uskutečnily (popř. kopie oznámení o zaplacení srážkové daně zaslané finančnímu úřadu. Rovněž kopie formuláře(ů) Vyúčtování daně vybrané srážkou za rok 1997 a předcházející období podléhající daňové kontrole, která společnost podávala v souladu s §69 odst. 2 zákona o správě daní a poplatků.

Podklady pro daňovou kontrolu (tzv. due diligence)

Strana 3

15. Přehledy všech příjmů, z nichž byla vybrána daň srážkou u zdroje, např. dividendy, úroky, výnosy z vkladních listů, vkladových účtů, termínovaných vkladů, podíly na zisku v dceřinných společnostech, případně vypořádací podíly, podíly na likvidačním zůstatku apod., včetně popisu, jak jsou tyto účetní případy ošetřeny
16. Přehledy nepeněžních příjmů (např. podléhajících dani darovací či bartrové obchody)
17. Vyčíslení rozdílů mezi manky, škodami zaúčtovanými od počátku roku 1995 a náhradami od pojišťovny či jiných subjektů
18. Smlouvy uzavřené s osobami se sídlem v zahraničí, zejména smlouvy o poskytování prací a služeb, převodu a využití práv apod. (popis účtování o nákladech vyloučených na základě těchto smluv)
19. Specifikace výdajů a příjmů z mimořádných obchodních či podnikatelských transakcí, které se uskutečnily od začátku roku 1995 a 1996
20. Smlouvy o nájmu a pronájmu včetně smluv o finančním či operativním leasingu a způsob účtování (např. pronájem aut, nájemní smlouvy o nemovitosti apod.)
21. Přehledy "darů" (peněžních i nepeněžních) věnovaných na vyjmenované účely (viz §20 zákona o daních z příjmů) převyšující jednotlivě 2.000 Kč
22. Seznamy pracovníků (přepočtený stav) se změněnou pracovní schopností a s těžkým zdravotním postižením od začátku roku 1995
23. Přehledy operací, resp. oblastí, jejichž daňové implikace ve vás vzbuzují pochybnosti
24. Přehledy pohledávek, u nichž termín splatnosti nastal do r.1994
25. Přehledy vlastníků společnosti, jimž jsou vypláceny dividendy/podíly na zisku s udáním jejich výše a přehled majetkových účastí společností v jiných organizacích
26. Přehledy operací z cennými papíry
27. Seznamy akcií v jiných společnostech
28. Přiznání k DPH včetně podkladů