

Univerzita Karlova v Praze

Fakulta sociálních věd

Institut ekonomických studií

Diplomová práce

2007

Zuzana Drlíková

Univerzita Karlova v Praze
Fakulta sociálních věd

Institut ekonomických studií

DIPLOMOVÁ PRÁCE

Vývoj fúzí a akvizic v České republice

Vypracovala: Bc. Zuzana Drlíková

Vedoucí: Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc.

Akademický rok: 2006/2007

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci vypracovala samostatně a použila pouze uvedené prameny a literaturu.

V Praze dne 17.5.2007

Zuzana Drlíková

Poděkování

Ráda bych poděkovala Prof. Ing. Michalu Mejstříkovi, CSc. za vstřícnost a cenné připomínky, které mi poskytl při psaní mé diplomové práce.

ABSTRAKT

Fúze a akvizice, stejně tak jako další kapitálové transakce, jsou velice významné jak z hlediska ekonomického, tak z hlediska mocenského v rámci globalizace světové ekonomiky. Díky pádu určitých regulatorních a geografických bariér, růstu světové ekonomiky, globálnímu bankovnímu trhu a značnému objemu volného soukromého kapitálu došlo k nárůstu počtu a objemu M&A transakcí na celém světě.

Aktivita v oblasti fúzí a akvizic v posledních několika letech významně vzrostla také v České republice a především v souvislosti s nástupem počtu a objemu transakcí private equity fondů kopíruje trendy západní Evropy i USA.

Cílem této práce je analyzovat vývoj fúzí a akvizic u nás, nastínit hlavní faktory, které ovlivňují aktivitu v této oblasti a porovnat ji s dalšími státy Evropy. V práci jsou popsány hlavní trendy ve vývoji fúzí a akvizic u nás od roku 1990. Jednotlivé části detailně analyzují průběh a výsledky kupónové privatizace, další privatizační metody a vývoj aktivity fúzí a akvizic po roce 1998. Zvláštní pozornost je věnována také private equity fondům, jejich výraznému vstupu do M&A od roku 2000 a analýze hlavních souvislostí a faktorů, které podporují aktivitu private equity fondů v České republice a ve světě.

ABSTRACT

Mergers and acquisitions as well as other capital transactions are very important not only from the economic point of view but also from the perspective of transfer of control in the globalizing world economy. Due to the collapse of some of the regulatory and geographical barriers, growing economic performance, global banking services and high level of free private equity, we experienced a rise in volume and value of M&A transactions all over the world.

M&A activity has also grown significantly in the Czech Republic and is reflecting the trends of the Western Europe and USA, especially with respect to increase in volume and value of transactions carried out by private equity funds.

The aim of this thesis is to analyze the development of M&A activity in the Czech Republic, outline the main factors which influence the M&A activity and provide comparison with other European countries. The thesis describes the main trends in the M&A activity in the Czech Republic since 1990. Individual chapters analyze the course and results of the coupon privatization, other privatization methods and M&A activity after 1998 in the Czech Republic. Special focus is put on private equity funds and the

significant growth in their activities since 2000. The thesis analyzes the overall context and factors which encourage the activity of private equity funds in the Czech Republic and on the world markets.

OBSAH

1	Úvod.....	9
2	Fúze a akvizice.....	11
2.1	Základní pojmy	11
2.1.1	Fúze.....	12
2.1.1.1	Základní rozdělení a vysvětlení pojmů.....	12
2.1.2	Akvizice	14
2.1.2.1	Majetkové akvizice	15
2.1.2.2	Kapitálové akvizice.....	15
2.1.2.3	Vypořádání transakce.....	17
2.1.3	Převzetí a odkupy vlastnických podílů	18
2.1.3.1	Private Equity Fondy	19
2.2	Motivy uskutečňování fúzí a akvizic	23
2.3	Právní regulace procesů podnikových kombinací	29
2.3.1	Právní úprava akvizic.....	29
2.3.2	Právní úprava přeměn obchodních společností.....	31
2.3.2.1	Obecná ustanovení přeměn obchodních společností	32
2.3.2.2	Přeměny akciových společností.....	33
2.3.2.3	Přeměny společností s ručením omezeným	37
2.3.3	Úřad na ochranu hospodářské soutěže.....	38
2.4	Transakční proces	40
2.4.1	Proces akvizice.....	41
2.4.2	Proces divestice.....	43
3	Vývoj fúzí a akvizic v České republice	45
3.1	Privatizace v České republice	46
3.1.1	Malá privatizace (1990-1993).....	46
3.1.2	Velká privatizace	47
3.1.2.1	Kupónová privatizace	49
3.1.2.2	Role a problematika investičních privatizačních fondů.....	51
3.1.2.3	Emise na kapitálovém trhu.....	52
3.1.2.4	“Třetí vlna” kupónové privatizace	53
3.1.2.5	Přímé prodeje předem určenému nabyvateli.....	55

3.1.2.6	Veřejné dražby	55
3.1.2.7	Veřejné soutěže	55
3.1.2.8	Další způsoby převodu majetku	56
3.1.2.9	Účast zahraničních investorů	56
3.1.3	Privatizace po skončení kupónové privatizace (od roku 1995)	58
3.1.3.1	Prodeje na kapitálovém trhu	59
3.1.3.2	Privatizace standardními metodami	61
3.1.3.3	Privatizace strategických společností	63
3.1.3.4	Zbýlé státní podniky	69
3.2	Vývoj fúzí a akvizic v České republice 1998 – 2006	71
3.2.1	Obecné trendy ve vývoji M&A	71
3.2.2	Sektorová analýza	74
3.2.3	Přes-hraniční transakce	75
3.2.4	Private Equity Fondy	76
3.2.5	Vlastní srovnávací analýza	77
3.2.6	Faktory podporující aktivitu M&A v České republice	81
4	Vývoj fúzí a akvizic ve světě	83
4.1	Vývoj fúzí a akvizic v USA	83
4.2	Vývoj fúzí a akvizic v Evropě	88
4.2.1	Private Equity Fondy	90
4.2.2	Faktory podporující aktivitu M&A v Evropě	95
5	Závěr	97
	Seznam použité literatury	99
	Další zdroje	100
	Seznam tabulek	101
	Seznam grafů	101
	Teze diplomové práce	103

1 Úvod

Fúze a akvizice, stejně tak jako další kapitálové transakce, jsou velice významné jak z hlediska ekonomického, tak především z hlediska mocenského v rámci globalizace světové ekonomiky. Fúze a akvizice jsou především obrovským obchodem. Ve stále více rekordním množství se objevují v téměř každém odvětví. Díky pádu určitých regulatorních a geografických bariér, rostoucí výkonnosti světové ekonomiky, globálního bankovníctví a úrovně soukromého kapitálu (tzv. „private equity“) se můžeme setkat s nárůstem uskutečněných transakcí na celém světě.

Fúze a akvizice jsou pravděpodobně nejodpovědnější činností manažera či vlastníka společnosti. Dopady zvolených strategií jsou mnohdy enormní. S nárůstem aktivity však paradoxně přetrvává známá statistika, která tvrdí, že sedm z deseti akvizic končí neúspěchem, a to především neúspěchem kupujícího v dosažení svých cílů a očekávání. Cílem této práce však není analyzovat výkonnost a úspěšnost realizovaných transakcí, ale spíše nastínit historický vývoj, trendy posledního období a faktory, které je ovlivňují, za účelem porovnání oblasti fúzí a akvizic v České republice s ostatními státy Evropy.

Ve své diplomové práci budu popisovat vývoj fúzí a akvizic v České republice od roku 1990 do současnosti v porovnání s vývojem fúzí a akvizic v Evropě a USA. Kromě popisu vývoje vlastnických přeměn je cílem práce nastínit hlavní trendy v aktivitě v této oblasti a zároveň popsat nejvýznamnější faktory působící na aktivitu společností v oblasti fúzí a akvizic.

První část, kapitola 2, je věnována vysvětlení základních pojmů, vymezuje jednotlivé formy kapitálových transakcí a popisuje možné motivy uskutečnění fúzí a akvizic. Jedna z podkapitol se zabývá popisem regulatorního rámce procesů podnikových kombinací a zvláště vymezuje jak právní úpravu akvizic, tak přeměn obchodních společností. Následující podkapitola je věnována struktuře transakčního procesu, kde je popsán průběh akvizičního procesu v praxi.

Celá třetí kapitola je věnována popisu vývoje fúzí a akvizic v České republice. Vzhledem k historickému kontextu bylo nutné popsat průběh privatizace v České republice, která byla první etapou vývoje vzniku, přeměn nebo zániku obchodních společností v České republice. První podkapitola se zabývá popisem kupónové privatizace, další pak popisem privatizace po roce 1995, která probíhala s využitím

standardních metod. V těchto částech je kladen důraz na přehled procesu privatizace, její formy a analýzu zprivatizovaného majetku. Následující podkapitola detailně analyzuje vývoj fúzí a akvizic v České republice až do roku 2006. V této části je kladen důraz na hlavní trendy ve vývoji v této oblasti v České republice, zmíněn je také významný růst aktivity Private Equity fondů, který kopíruje dění ve světě. V této části práce jsou také shrnuty hlavní faktory, které ovlivňují výkonnost strategických i finančních investorů u nás.

Čtvrtá kapitola je rozdělena do dvou hlavních částí, kde první z nich popisuje vývoj fúzí a akvizic v USA, druhá část se pak zabývá analýzou vývoje fúzí a akvizic v Evropě. Jednotlivé podkapitoly se věnují popisu vývoje vln fúzí a akvizic v USA i v Evropě. Analýza fúzí a akvizic v Evropě je více rozvedena pro porovnání aktivity v této oblasti v České republice s ostatními evropskými zeměmi. Opět je zde věnována samostatná část analýze výrazného nástupu PE fondů, které s využitím lepší dostupnosti a různých možností financování svých aktivit vstupují do tzv. „mega“ transakcí, které patří mezi hlavní trend aktivity v oblasti M&A na celém světě.

2 Fúze a akvizice

2.1 Základní pojmy

Kapitálové (vlastnické) transakce zahrnují všechny situace, kdy se mění subjekty v roli obchodní společnosti nebo družstva, v roli vlastníků, tj. akcionářů, společníků nebo družstevníků, ale také v roli individuálního podnikatele. Při těchto transakcích vzniká podnikatelský subjekt, tj. společnost určité právní formy a její podnik. Zároveň se určité subjekty stávají vlastníky společnosti, jejím prostřednictvím ovládají podnik a podílejí se na jejím zisku. Společnost pak existuje a přeměňuje se právním spojením, rozdělením nebo změnou právní formy, získává vliv na jiné společnosti a jejím podniku, postupuje svůj vliv jinému podniku nebo kupuje a prodává podnik se všemi jeho čistými aktivy.

Na těchto transakcích se také zprostředkovaně přes svůj vliv podílí vlastníci, a tak z obchodního hlediska se tyto transakce projevují jako vznik, změna a zánik právních subjektů, které podnik provozují, tj. především obchodních společností a jejich vlastnické struktury.

Kapitálové transakce zahrnují:

- i) transakce mezi společnostmi a jejich vlastníky při vzniku trvání a zániku společnosti;
- ii) transakce mezi vlastníky současnými a budoucími (potenciálními) za doby existence společnosti;
- iii) transakce mezi společnostmi, jejichž předmětem jsou podniky;
- iv) transakce ovládnutí společnosti vlastníky a ovládnutí a řízení podniku společností.

Tyto transakce se vyznačují významnými důsledky pro vztahy mezi společností a vlastníkem, které jsou závazkovým vztahem, neboť vlastník je vázán vložit do společnosti majetek k provozování podniku a společnost naopak vydat cenné papíry nebo podíly na základním a vlastním kapitálu, které tak znamenají vydání práv k podílu na rozhodování, na zisku, práva na vypořádání při ukončení účasti při existenci nebo i zániku společnosti. Tyto vztahy jsou díky své významnosti regulovány právem

obchodních společností a dalšími regulacemi, které jsou s provozem a majetkovou podstatou podniku spojeny, jako např. účetní regulace.

Kapitálové transakce jsou transakcemi s právy vlastníka společnosti, s jeho mocenskou a ovládací silou, tj. podíly na rozhodování a vlivu nad společností. Vlastník vkládá do společnosti svůj majetek a oproti tomu získává práva reprezentovaná podíly na rozhodování. Vlastník ukončuje svou účast tím, že prodává svůj podíl, ať už obchodní či akciový, jinému zájemci a získává vypořádací podíl nebo při zániku společnosti podíl na likvidačním zůstatku.

Kapitálové transakce se vyznačují nejen tím, že vlastník ovládá stávající podnik, ale vedou k ovládnutí dalších podniků, tj. ke spojování nebo případně rozdělování podniků, a to získáváním, koupí ovládacích práv společníka nebo přímou koupí podniku s jeho čistými aktivy.

Mezi kapitálové transakce patří:

- i) založení a vznik společnosti;
- ii) fúze, tj. přeměny společností - zánik společnosti bez likvidace s právním nástupcem;
- iii) kapitálové akvizice, tj. změny vlastníků za existence společnosti, a to převodem vlastnických podílů nebo vypořádáním;
- iv) majetkové akvizice, tj. vklady podniku, prodeje podniků hrazené obchodními či akciovými podíly;
- v) zánik společnosti likvidací.

(Vomáčková, 2002)

2.1.1 Fúze

2.1.1.1 Základní rozdělení a vysvětlení pojmů

Fúze patří do oblasti právních přeměn obchodních společností a družstev. Přeměny obchodních společností jsou procesy, kdy alespoň jedna ze společností zaniká bez likvidace a její podnik s majetkem a závazky přechází na právního nástupce. Tím může být společnost, která již existuje nebo která bude nově vytvořena. Právní nástupce za převzatý podnik s majetkem a závazky předá vlastníkům zaniklé společnosti podíly či akcie na svém základním a vlastním kapitálu. Výsledkem přeměn obchodních

společností je snížení počtu právnických osob při spojování podniků nebo zvýšení počtu právnických osob při rozdělování jejich podniků.

Mezi přeměny obchodních společností podle českého práva tedy řadíme:

- i) fúze sloučením
 - ii) fúze splynutím
 - iii) převod jmění na společníka
 - iv) rozdělení společností¹
 - v) změna právní formy²
- (Vomáčková, 2002)

Fúze sloučením v českém prostředí nastává za situace, kdy se slučují dvě a více společností v jedinou, přičemž alespoň jedna ze slučovaných společností je zrušena bez likvidace a její jmění přechází na právního nástupce.

Fúze splynutím nastává za situace, kdy dochází k zániku bez likvidace dvou a více slučovaných společností, z nichž je vytvořena společnost nová.

Převod jmění na společníka nastává tehdy, když jmění zanikající společnosti přechází na společnost, která byla vlastníkem zanikající společnosti.

Rozdělení společností nastává buď rozdělením zanikající společnosti na alespoň dvě nové společnosti, nebo rozdělením sloučením, kdy oddělené části zanikající společnosti se slučují s již existujícími společnostmi, dále pak nově také rozdělením odštěpením se založením nových společností nebo odštěpením sloučením. Současně je možná kombinace rozdělení se založením nových společností a rozdělení sloučením, kdy z části zanikající společnosti vzniká společnost nová a z části oddělená společnost, která se slučuje s jinou již existující společností nebo kombinace dvou forem rozdělení odštěpením.

Rozdělení odštěpením bylo do českého práva doplněno v poslední novele Obchodního zákoníku, a to na základě harmonizace práva s právem evropských zemí.

¹ Viz § 69 odst. 1 až 4 zákona č. 513/1991 Sb. V platném znění, Obchodní zákoník. V případech i), ii) a iv) se jedná o společnosti se shodnou právní formou – viz §69a odst. 3 a § 69c odst. 3 Obchodního zákoníku.

² Změna právní formy není v zákoně definována přímo jako způsob přeměny společnosti v § 69 odst. 1 až 4 zákona č. 513/1991 Sb. V platném znění, Obchodní zákoník, jako body i) až iv), avšak je definována v § 69d Obchodního zákoníku. Do skupiny přeměn společností je zařazena spíše z důvodu historického vývoje právní úpravy fúzí.

Rozdělením odštěpením se rozdělovaná společnost neruší ani nezaniká, ale vyčleněná část jejího jmění přechází na existující (odštěpení sloučením) nebo nově založenou (odštěpení se založením nových společností) nástupnickou společnost. Společníci rozdělované společnosti se tak stávají společníky nástupnické společnosti, nestanoví-li zákon jinak.

Změna právní formy nastává při přeměně právní formy jedné společnosti. V tomto případě nezaniká žádná společnost ani nevzniká nová, nedochází ani k žádné transakci s podnikem. Tento druh přeměn společností však významně mění vztahy mezi společnostmi a vlastníky. Jde například o rozsah ručení za závazky společností³ nebo některá práva. Změna právní formy je v České republice regulována v Obchodním zákoníku a jeho novelou platnou od roku 2001 ji označuje za změnu vnitřních poměrů společnosti. V § 69d až § 69g popisuje, že při změně právní formy nezaniká právnická osoba, obchodní jmění nepřechází na právního nástupce, ale že původní společnost dále existuje. Právní účinky změny právní formy nastávají dnem zápisu změny do obchodního rejstříku.

Přeměny společností jsou tedy především procesem spojování nebo rozdělování podniků (výjimku tvoří přeměny právní formy). Jsou to procesy zcela odlišné od procesů vkladu, prodeje podniku, prodeje cenných papírů, tj. majetkových účastí. Tento fakt ovšem do jisté doby nebyl zobrazen v našem právním systému a právní úprava fúzí nebyla dostatečně regulována.

Pro úplnost je ještě nutno dodat, že slovo fúze („merger“) se v anglosaském světě používá jako označení pro fúze sloučením. Pro fúzi splynutím se používá pojem konsolidace („consolidation“), který však v českém jazyce má význam zcela odlišný.

2.1.2 Akvizice

Akvizice je proces, při kterém přechází vlastnické podíly či aktiva jedné společnosti na druhou. Akvizice se tak provádí především ve dvou základních typech. Prvním typem je akvizice majetková („asset deal“), při které dochází k převodu aktiv podniku,

³ Podle českého práva je dolní hranice výše ručení vlastníků za závazky společnosti určena vkladem do základního kapitálu, který u společností s ručením omezeným činí minimálně 200 tisíc korun, u akciové společnosti jsou to 2 miliony korun.

druhým typem je akvizice kapitálová („share deal“), při které dochází k převodu vlastnických podílů a tedy i podílů na hlasovacích právech společnosti. V případě obou těchto typů akvizic nedochází k zániku žádného z účastníků transakce, jako je tomu v případě fúze.

Akvírovaná, prodávaná společnost se často nazývá cílem („cílová společnost“, „target“ nebo „acquired firm“). Kupující společnost se nazývá anglickými výrazy „acquiring firm“, „bidder“. (Reed, Lajoux, 1995)

2.1.2.1 Majetkové akvizice

Majetkové akvizice jsou typem transakcí, při kterých dochází k převodu aktiv, majetku, případně závazků jedné společnosti na druhou. Kupující společnost tak získává majetek prodávajícího buď za peněžité nebo nepeněžité plnění. Tato transakce může probíhat jak na úrovni celého podniku, tj. koupě aktiv a závazků, tak i jeho části. Koupený podnik se tak sloučí s majetkem kupujícího, na kterého tak přechází jednotlivé položky aktiv a závazků spojených s těmito aktivy.

V České republice je tento typ transakce upraven v zákoně č. 513/1991, obchodním zákoníku v Díle III., Smlouvě o prodeji podniku.

2.1.2.2 Kapitálové akvizice

Kapitálové akvizice jsou typem transakcí, při kterých dochází k převodu vlastnického podílu nebo jiných kapitálových přeměn společnosti.

V této diplomové práci se budeme zabývat především kapitálovými akvizicemi, a proto jim věnujeme větší pozornost i při vysvětlení jejich podstaty, možných struktur, právní regulace a daňové souvislosti.

Účelem kapitálové akvizice bývá především získání podstatného nebo přímo rozhodujícího vlivu na kupované společnosti. Nabyvatel tak prostřednictvím svého vlivu kontroluje celý podnik společnosti, jejíž majoritní podíl získal. Pokud je nabyvatelem společnost, získává v rámci hospodaření kupovaného podniku finanční investici. Jejím prostřednictvím tak dochází ke spojování podniků ve vyšší ekonomický celek. Kupující

společnost tak má postavení mateřské společnosti, ovládaná společnost má postavení dceřiné.

Uskutečňování kapitálových akvizic může probíhat různými formami, a to nákupem akcií na burze cenných papírů, získání akcií při emisi na primárním a sekundárním kapitálovém trhu, ale také složitými transakcemi, z nichž kapitálová akvizice je až výsledkem kombinovaných typů transakcí.

2.1.2.2.1 Kapitálové akvizice na primárním kapitálovém trhu

Zvyšování základního kapitálu na primárním kapitálovém trhu můžeme zařadit jako určitý typ kapitálových akvizic především proto, že dochází ke změně vlastnické struktury, a to přistoupením nového akcionáře do společnosti. Na primární kapitálovém trhu lze uskutečnit dva typy kapitálových akvizic z hlediska jejich úhrady. Tu lze uskutečnit buď peněžitým vkladem nebo nepeněžitým vkladem, tzv. zpětnou kapitálovou akvizicí. Kupující - investor tak získává emitované akcie společnosti – emitenta akcií buď za peněžitý vklad nebo za nepeněžitý vklad (vklad podniku).

2.1.2.2.2 Kapitálové akvizice na sekundárním kapitálovém trhu

Tento typ akvizic označuje transakci, při které dochází k prodeji či koupi vlastnického podílu ve společnosti, jež neovlivní strukturu vlastního kapitálu. Dochází k převodu vlastnického podílu z původního majitele na nového nabyvatele. Tento typ akvizic se vyskytuje ve velké většině především v kontinentální Evropě.

Způsob úhrady kapitálových akvizic na sekundárním kapitálovém trhu může probíhat také dvojitým způsobem, a to buď peněžitým nebo nepeněžitým vypořádáním. V případě kapitálové akvizice na sekundárním kapitálovém trhu za peníze dochází k přesunu akcií akvírované společnosti od původního vlastníka, tj. prodávajícího. Při kapitálových akvizicích nepeněžitou výměnou dochází k přímému obchodu, tj. výměně nepeněžitého aktiva nebo i podniku za akcie akvírované společnosti od původního vlastníka, tj. prodávajícího.

2.1.2.2.3 Obchodování na burze cenných papírů

Tento typ transakce vyžaduje existenci vyspělých kapitálových trhů, zalistování společnosti na burze cenných papírů a dostatečnou informovanost k tomu, aby kupující získal dostatečně velký podíl na hlasovacích právech takto nabyté společnosti. V této souvislosti vznikla ale některá opatření, která upravují možnost nabytí příliš významných podílů. Tato opatření zahrnují zveřejnění nabytých podílů akcionáři, pokud podíl překročil určitou hranici (v České republice toto upravuje zákon č. 513/1991, obchodní zákoník v §183d odst. 1, kde je vymezena hranice 5 %, 10 %, 15 %, ...až 95 % podílu na hlasovacích právech jako hranice, po jejímž překročení je nutné oznámení společnosti, Komisi pro cenné papíry a Středisku cenných papírů).

2.1.2.3 Vypořádání transakce

Jak již bylo zmíněno u jednotlivých forem kapitálových akvizic, úhrada kupní ceny je možná několika způsoby. Jedná se o vypořádání kupní ceny peněžním nebo nepeněžním plněním, vlastními nebo cizími podíly či akciemi.

Úhrada kupní ceny formou peněžního plnění je objektivním způsobem pro ocenění cílové společnosti. Výhodou peněžního plnění je především nižší riziko pro prodávajícího, pro případ nedodržení podmínek transakce kupujícím, ale také nižší náklady spojené se zajištěním poradenských a právních služeb v rámci transakčního procesu. Peněžní plnění se hradí buď z vlastních zdrojů nebo s využitím cizích zdrojů ve formě bankovního úvěru nebo emise dluhopisů. Obě tyto varianty však již přináší téměř shodnou míru jistoty/rizika pro prodávajícího, neboť kupující předjednává výši a rozložení finančních zdrojů před dokončením transakce. Peněžní plnění jsou častá na trzích kontinentální Evropy narozdíl od USA, kde se mnohem více využívá nepeněžního plnění.

Úhrada kupní ceny formou nepeněžního plnění probíhá prostřednictvím vkladu vlastního majetku či části podniku kupujícího za obdržené akcie nebo obchodní podíly prodávajícího. Před vkladem majetku je nutné jeho ocenění provedené znalcem, což s sebou může nést zvýšení nákladů oproti variantě úhrady ceny peněžním plněním.

Kapitálové akvizice, při kterých dochází k vypořádání prostřednictvím vlastních akcií či podílů, jsou v České republice upraveny v Obchodním zákoníku. Úhradou za nabyté akcie či obchodní podíly jsou u tohoto typu transakcí majetkové cenné papíry emitované kupující společností. Tento způsob transakce se tak označuje jako „zpětná akvizice“. V praxi je často využívána kombinace úhrady kupní ceny penězi a cennými papíry.

Kapitálové akvizice hrazené prostřednictvím cizích cenných papírů jsou částečně ekvivalentem úhrady ceny penězi. Kupující totiž může tyto cenné papíry mít k dispozici předem a není tak nutný nákup cenných papírů na kapitálových trzích nebo je na kapitálovém trhu teprve musí pořídit, což pak prodlužuje celou transakci a narůstají tak dodatečné náklady s ní spojené.

2.1.3 Převzetí a odkupy vlastnických podílů

Pod pojmem převzetí („takeover“) rozumíme dva základní typy převzetí společnosti. Prvním typem je přátelské převzetí, které označuje transakci, při níž dochází ke koupi určité společnosti jinou společností, kdy kupující a prodávající vyjednávají o podmínkách převodu přátelsky. Tento typ transakce lze tedy považovat za běžnou akvizici. Oproti tomu v případě nepřátelského převzetí („hostile takeover“) dochází ke střetu kupujícího a managementu cílové společnosti, neboť záměrem kupujícího většinou je vyměnit stávající management ve společnosti a nahradit ho jiným. S tím ovšem nesouhlasí management cílové společnosti.

Odkupy („buyouts“) se označují transakce, při kterých skupina jednotlivců koupí z vlastních prostředků nebo prostředků vypůjčených („leveraged buyout“, „LBO“) vlastnický podíl od stávajícího majitele a přebírá tak na sebe vlastnickou kontrolu a kontrolu na hlasovacích právech společnosti. V případě, že tito jednotlivci jsou zároveň managementem akvírované společnosti, nazývá se někdy transakce „management buyout“ („MBO“).

Jako „leveraged buyout“ je tedy označována akvizice financovaná z velké části dluhem. Motivem k uskutečnění této akvizice bývá očekávání o budoucích peněžních tocích, které budou plynout kupujícímu po akvizici, a proto je uskutečnění této akvizice závislé na schopnosti společnosti generovat velké množství peněz ze stabilních a

předpokládaných aktivit. Manažeři většinou při tomto typu akvizice nezískávají velký podíl na vlastnických právech.

Jako „management buyout“ je naopak označována akvizice, která může být více konzervativně financována než v předchozím případě, avšak většina vlastnických práv po akvizici náleží managementu společnosti. Tento typ transakce často naznačuje budoucí růst ziskovosti vzhledem k motivaci managementu a nezávislosti na minulých omezeních vlastníků společnosti.

Charakteristickou odlišností odkupů od běžných akvizic je především to, že financování transakce je závislé na finanční situaci a možnostech cílové společnosti než na kupujícím, který většinou bývá jen prázdnou společností bez vlastního majetku a závazků. Akvírovaná společnost zajišťuje financování akvizice a vytváří hodnotu pro vlastníky. Celkové finanční zdroje získané na uskutečnění transakce jsou závislé na dluhové kapacitě a bohatství akvírované společnosti. Tato skutečnost tedy odlišuje odkupy od běžných akvizic, kde kupující společností bývá běžná společnost s vlastním podnikem, majetkem a závazky, fungující obchodní činností a zaměstnanci, která je odpovědná za získání finančních zdrojů na akvizici, ať už částečně z vlastních zdrojů nebo vypůjčením zdrojů cizích. (Sharp, 1994)

2.1.3.1 Private Equity Fondy

Jako Private Equity Fondy („PE fondy“) nebo také rizikový kapitál („Venture Capital“) označujeme firmy investující soukromý kapitál (tzv. „private equity“) do podniků, jejichž akcie nejsou obchodovány na burzách. Obvykle jde o investici na dobu tří až sedmi let, kdy poté PE fond majetkově vystoupí ze společnosti.

Rizikovým kapitálem („Venture Capital“) jsou na americkém trhu označovány především investice do začínajících nebo velice mladých společností, o kterých ještě není dostatečné povědomí na trhu, mají dobrý produktový základ a dobrý management. Tyto společnosti mají navíc schopnost generovat výnosy a zpracovaný zajímavý plán, který přinese zisk z budoucího prodeje.

Model investice PE fondu, finančního investora, spočívá v akvizici společnosti, do které určitou dobu investuje, aby ji bylo možné po několika letech se ziskem prodat. Jestliže tento investiční model rozložíme na více jednotlivých částí, pak lze pozorovat,

že finanční investoři výnos v rámci transakce realizují v podstatě prostřednictvím tří složek:

- finančním inženýrstvím („financial engineering“) s využitím pákových efektů („leverage“),
- operativním zvýšením hodnoty prostřednictvím růstu a zvýšením ziskovosti,
- atraktivními výnosy z prodeje investice („exit“).

Finanční investoři mohou své investice zhodnotit prostřednictvím lepší operativní strategie zaměřené na zvýšení hodnoty. V této oblasti musí zejména sledovat inovace v investičních strategiích. Jako příklad můžeme uvést cílené sledování tzv. „buy-and-build“ (nakup a buduj) strategií, partnerství se strategickými investory nebo i investice do restrukturalizačních případů.

Strategie finančních investorů se orientuje především na tři tématické okruhy:

- velikost transakce,
- strategická opatření (v době držení podílu),
- výraznější orientace na exit.

Finanční investoři kombinují zpravidla strategické prvky ze všech tematických okruhů, což jim zčásti umožňuje vytvořit si jasný a vymezený profil.

Finanční inženýrství

Finanční inženýrství je základem každé transakce finančních investorů, které popisuje, že financováním značného podílu kupní ceny s využitím cizího kapitálu lze docílit podstatně vyššího zúročení vlastního použitého kapitálu. V České republice jsou například banky ochotny půjčovat až 70 % hodnoty akvizice, v západních zemích a USA dokonce až 100 %.

Na finančním trhu existuje několik nástrojů k financování investic finančních investorů. Kromě standardního akvizičního financování banky nabízí i sekundární instrumenty jako mezikrok mezi „Junior debt“ (juniorním dluhem s nízkou prioritou, resp. Nezabezpečeným dluhem) a „Mezaninne“ (mezistupňovým kapitálem), umožňují ještě jemnější harmonizaci rizika a nákladů na financování.

Exitové strategie

Dalším prvkem investičního modelu finančních investorů je i zvolená exitová strategie. Mezi možnostmi exitů finančních investorů nepatří jen prodej strategickému

partnerovi tak, jak tomu bylo především v minulosti. V současné době se v souvislosti se vstupem a exity ze stále větších společností využívá i kotace na burze jako dodatečný exitový kanál. Je také běžné větší společnosti připravovat na exit v tzv. režimu dual track (dvojkolejnost). Investor souběžně chystá jak vstup na burzu tak i prodej strategickému partnerovi. V posledních letech se navíc vedle prodeje strategickým investorům rozvinul takzvaný „secondary buyout“, při němž finanční investor prodává svůj podíl jinému finančnímu investorovi. Tato varianta se využívá zejména tehdy, pokud není nablízku žádný logický kupující a současně se nabízí rychlé uzavření exitu.

Na základě velké likvidity na finančních trzích existují oprávněné názory, že strategičtí investoři nabízí více peněz než finanční investoři, neboť ti nerealizují takové synergie jako strategičtí partneři. V praxi však častokrát finanční investoři vkládají své prostředky do společnosti pod tlakem a stále více jsou ochotni převzít na sebe riziko vysoké nákupní ceny. To souvisí s tím, že finanční investoři pro své akvizice využívají cizí prostředky, a tak rozloží riziko akvizice mezi vyšší počet cizích investorů.

Strategie zaměřené na zvýšení hodnoty během investiční periody

Strategie zaměřené na zvýšení hodnoty jsou novým směrem vývoje na trhu, neboť dříve finančním investorům postačovalo ovládat strategie cizího financování a sledovat striktní orientaci exitu, aby dosáhli požadovaného zisku. V současné době je také více běžnější, že se finanční investoři podílejí na řízení společnosti ve smyslu diskuzí o různých operativních nebo strategických opatřeních s manažery společnosti a jejich motivace. Jako příklad můžeme uvést vytvoření working capital managementu (správa pracovního kapitálu) nebo růstové strategie uskutečňované prostřednictvím strategických konceptů buy and build.

Základní prvek operativního zvyšování hodnoty je systém pobídek pro management. U společností vlastněných PE Fondy uskutečňuje management opatření na zvýšení hodnoty často zřetelně přísněji než v koncernových společnostech. Zatímco manažeři koncernových podniků sledují často své vlastní cíle, jako například zachování svého vlivu a moci, je tento prvek v portfoliu PE Fondů eliminován, neboť management se bezprostředně účastní finančního úspěchu investice.

V praxi navíc můžeme sledovat, že již mnoho PE Fondů se začalo zaměřovat na určitá odvětví, aby přineslo know-how z oblasti managementu a financování a také fundované pochopení pro průmysl. Tak totiž mohou nahradit znalost nutnou z konkrétního oboru a diskutovat tak se strategickými investory na stejné úrovni.

Mezi typická kritéria pro rozhodování finančních investorů o investici patří:

- Dosažení 20 – 30% ročního výnosu
- Unikátní obor podnikání
- Dobrý management – omezená odpovědnost fondu ale s možností zasáhnout v případě neúspěchu
- Perspektiva rozvoje
- Možnost rychlého a exklusivního uzavření transakce
- Synergie – formou investic do určitých oborů a sektorů nebo specifických teritorií
- Konzervativní ochrana investic
- Důkladná prověrka společnosti („due diligence“) a výhodné podmínky ve smlouvě

Finanční investoři většinou požadují roční výnos ze společnosti mezi 20 – 30 %, který pokrývá jak zřizovací a provozní náklady fondu a odměny managementu, tak i náklady na uzavření transakcí a exit z investic. Původní management společnosti využívají k řízení společnosti a sami si ponechávají možnost vstupu do rozhodování v případě, že dojde k negativnímu vývoji. Jsou spíše konzervativními investory a kladou velký důraz na hloubkovou prověrku společnosti a s tím spojené podmínky v kupní smlouvě. Důležitou úlohu pro jejich rozhodování hraje obchodní a finanční plán společnosti, ze kterého musí být zřejmá jasně stanovená strategie dalšího růstu. Finanční investor poté hodnotí nejen výnosnost své investice na bázi vnitřní výnosové míry a modelu diskontovaných hotovostních toků, ale také ocenění na bázi „LBO“, kdy do ocenění společnosti zahrne akviziční financování spojené s transakcí.

Ke konci periody, ve které setrvávají ve společnosti finanční investoři analyzují potenciální možnosti exitu. Následně zorganizují buď prodejní proces strategickému investorovi nebo připraví společnost na vstup na kapitálový trh, tzv. IPO.

2.2 Motivy uskutečňování fúzí a akvizic

Společnost, která neexpanduje a konstantně se neadaptuje neustále se měnícímu prostředí je více či méně ohrožena ve své další existenci. Podmíněnost k růstu je v mnoha případech posílena povahou jednotlivců, kteří založí a vedou společnost. Velikost je srovnávána s pozicí na trhu, schopností ke stabilním výnosům, úsporám z rozsahu, schopností zaujmout dobrý management, šíří trhu a podobnými cíli. Pro společnosti nevlastněné managementem je cílem dosahovat především růstu dividend a výnosu na akcie.

Organický nebo také vnitřní růst je generován v rámci obchodní činnosti společnosti jako takové. Stabilně rostoucí tržby mohou být dosahovány například zlepšením pozice na trhu, prodeji, zefektivněním výroby a dalšími faktory. Schopnost produkovat dlouhodobě konsistentní organický růst reflektuje umění managementu navrhnout a implementovat dobré strategie společnosti. Možnosti dosáhnout tohoto růstu jsou však omezené. Například nové trhy nemusí být pro společnost dosažitelné vzhledem k nedostatku technologie, znalosti místního trhu, absence důvěryhodnosti značky. Současně ani vlastní zdroje nemusí být dostatečné k adekvátní reakci na nové možnosti či výzvy.

Fúze nebo akvizice společnosti s adekvátními schopnostmi, technologií nebo pozicí na trhu může být vhodným řešením k dosažení dalšího budoucího růstu. Akvizice mohou reprezentovat možnost rychlého vstupu na nový trh, získání nové produktové řady nebo zlepšení konkurenceschopnosti pomocí dosažení dostatečné velikosti či úspor z rozsahu. (Sharp, 1994)

Hlavními motivy pro uskutečňování fúzí a akvizic jsou především:

- i) provozní synergie;
- ii) finanční synergie a diverzifikace;
- iii) opatření vůči bankrotu;
- iv) nedostatek finančních zdrojů;
- v) přecenění cílové společnosti;
- vi) vlastní zájmy managementu kupujícího.

(Ogden, Jen, O Connor, 2003)

Abychom mohli přejít k vysvětlení jednotlivých motivů uskutečňování fúzí a akvizic, je nutné popsat tři základní typy fúzí:

- a) horizontální;
- b) vertikální;
- c) konglomerátní.

Horizontální fúze probíhá tam, kde se spojují společnosti, které si do této doby konkurovaly ve stejném odvětví nebo druhu obchodní činnosti. Hlavním motivem pro uskutečňování horizontální fúze je především vytvoření úspor z rozsahu nebo získání významnějšího postavení na trhu.

Vertikální fúze se vyskytuje u transakcí, které probíhají mezi společnostmi v odlišné fázi výrobního procesu v daném odvětví. Hlavním vysvětlením výskytu takových typů fúzí je stabilizace dodávek surovin a základních materiálů nutných ve výrobě a/nebo zabezpečení poptávky po finálních produktech.

Konglomerátní fúze vzniká u transakcí, při kterých se spojují dvě a více společností z různých odvětví. Tento typ fúze lze odůvodnit hůře než v prvních dvou případech. Hlavním motivem tohoto transakcí se uvádí motiv diversifikační.

Provozní synergie

Termín „synergie“ se vztahuje k jakémukoliv zdroji vzniku hodnoty a efektivity při uskutečnění fúze, a to sloučením aktiv, provozní činnosti, případně finanční struktury. Provozní synergie jsou získány, když fúze či akvizice končí zlepšením jakékoliv provozní části podniku: i) managementu, ii) osobních nákladů, iii) výroby a distribuce iv) získávání a přerozdělování zdrojů a/nebo v) postavení na trhu.

Mezi hlavní zdroje provozních synergií patří profit v marketingu díky úsporám v reklamě, distribuční síť a portfolia produktů, prospěch ze strategie, růstu efektivity, postavení na trhu, úspory z rozsahu a možnost další restrukturalizace (Euromoney, 2005)

Finanční synergie a diverzifikace

Finanční synergie je dosaženo při transakci, po jejímž dokončení získávají obě společnosti větší podíl na trhu, než jaký by dosahovaly, kdyby zůstaly odděleny. Dosažení tohoto typu synergií se vyžaduje především při uskutečňování

konglomerátních typů akvizic. Finanční synergie není možná za předpokladu ideálních kapitálových trhů.

Synergický efekt tedy umožňuje dosáhnout vyšší hodnoty nově vzniklé společnosti než by byl součet hodnot jednotlivých samostatně existujících společností. Jednoduchá definice synergického efektu tak může být popsána pomocí rovnice:

$$PV (A+B) > PV (A) + PV (B)$$

Typy synergií můžeme rozdělit například na:

- i) universální – dosahuje jí každý kupující, neboť je dosahována snížením administrativních nákladů, eliminací zcela zřejmých faktorů, které způsobují snížení hodnoty a například omezením plýtvání. Přírůstek hodnoty pak patří kupujícímu;
- ii) občasná – vyskytuje se pouze u některých typů transakcí a společností. Obvykle u transakcí v rámci jednoho sektoru nebo místního trhu. Přírůstek hodnoty se objevuje jak u kupujícího tak i u akvírované společnosti. Příkladem je ekonomie úspor z rozsahu nebo omezení úsilí o dosažení růstu tržeb;
- iii) výjimečná – objevující se u jen málo kupujících. Jedná se synergie plynoucí z kombinace geografické, sektorové a produkční linky.

Zdrojem přidané hodnoty jsou především přírůstky peněžních toků, tj. přírůstek výnosů, snížení nákladů nejen provozních, ale třeba i daňových. Zvýšení růstu výnosu může být výsledkem zlepšení pozice na trhu s možností lépe ovlivnit tvorbu cen nebo kooperace nově vzniklé společnosti v rámci produkční činnosti a marketingu. Snížit náklady může společnost prostřednictvím lepší pozice u dodavatelů nebo eliminace některých osobních nákladů díky spojení některých výrobních procesů nebo využití jen jednoho z řídicích nebo dozorčích orgánů, managementu, účetního oddělení apod. Daňové úspory může společnost dosáhnout snížením společného daňového základu a případně přeceněním majetku, které se projeví odepisováním.

Na kapitálovém trhu se přidaná hodnota očekávaná pozitivním synergickým efektem projeví růstem ceny akcií po oznámení o předpokládané fúzi či akvizici společností.

Opatření před bankrotem cílové společnosti

Dalším argumentem, který vysvětluje proč se uskutečňují určité typy transakcí, je důvod předcházení bankrotu cílové společnosti. Vlastníci takové společnosti se raději svolí k prodeji společnosti, než aby ji nechali zbankrotovat. Důvodem jsou dodatečné

náklady spojené s bankrotem, které by musela společnost vynaložit. Z praxe a statistik o uskutečňování fúzí a akvizic je zřejmé, že počet fúzí a akvizic jednoznačně převyšuje počet bankrotů a likvidací (Ogden, 2003).

Nedostatek finančních zdrojů

Dalším motivem pro uskutečňování fúzí a akvizic je problém informační asymetrie, který vede společnosti k preferenci financování investic z vlastních zdrojů oproti zdrojům cizím. Společnosti, které nemají dostatek vlastních zdrojů, ale zároveň čelí nedostatku ziskových investičních možností tak mohou svůj problém vyřešit fúzí se společností, která naopak disponuje s dostatečným množstvím vlastních zdrojů, ale nemá dostatek zajímavých investičních příležitostí.

Přecenění cílové společnosti

Dalším z konkrétních motivů pro uskutečnění fúze je omylem přeceněná hodnota cílové společnosti, a to především z pohledu možnosti vytvářet další hodnotu do budoucna tím, že společnost převezme kontrolu nad cílovou společností.

Zájmy managementu

Management společnosti, která disponuje dostatečným množstvím peněžních prostředků, ale malým množstvím zajímavých investičních příležitostí, má tendenci investovat do neefektivních nebo neziskových projektů. Spojením se společností, která má právě opačný problém, může dojít k vyvážení této záležitosti.

Odměny manažerů bývají navíc často odvozeny od výkonnosti společnosti jako například růstu tržeb nebo jejich objemu, růstu cen akcií apod. Cena akcií společnosti po oznámení očekávané fúze roste, a proto se v některých případech manažeři více uchylují k provádění fúzí a akvizic.

Dalším důvodem pro uskutečnění některých konglomerátních fúzí je cíl managementu snížit riziko spojené s pokračováním ve výkonu funkce. Je ve všeobecné známosti, že po akvizici společnosti jinou větší společností bývá právě management brzy nahrazen. Z tohoto důvodu má management tendenci k provádění vlastních akvizic a fúzí, aby jejich společnost byla dostatečně velká a silná a nemohla by tak být snadno pohlcena jinou. Při takovém typu fúzí manažeři preferují vlastní výhody a zájmy před zájmy udržení výhodné hodnoty společnosti pro akcionáře.

Tento problém je v úzké vazbě s problémy agentury („agency problems“), které se objevují v oblasti správy korporací a efektivního řízení podniků. Do jaké míry se manažeři uchylují k takovým činům závisí na míře kontroly managementu nad společnostmi. Z analýzy Amihuda a Leva z roku 1981 vyplývá, že ke konglomerátním fúzím dochází spíše u společností s rozptýleným vlastnictvím než u těch, kde je vlastnictví více koncentrováno mezi menším počtem vlastníků, kteří tak mají lepší dohled na chod společnosti.

Dalšími dvěma důvody, které doplňují hypotézu přecenění cílové společnosti, jsou důvody přeceňování vlastních schopností managementem, především přecenění umění řídit cílovou společnost po uskutečnění fúze a tendence ke sledování vlastních záměrů na úkor maximalizace hodnoty pro vlastníka. Všechny tyto skutečnosti vysvětlují, proč manažeři kupující společnosti mají tendenci přeceňovat cenu cílové společnosti a mají tendenci zaplatit za cílovou společnost více než je cena pro vlastníky kupující společnosti.

Jako další motiv uskutečňování fúzí se objevuje **motiv daňový**. K takové fúzi dochází mezi dvěma společnostmi, kde byla jedna zatížena velkým daňovým základem a druhá naopak vykazovala velkou daňovou ztrátou. Spojením takových společností dochází k optimalizaci daňového základu a ke snížení daňových nákladů až v několika letech, a to v závislosti na aktuální právní úpravě odepisování daňových ztrát. V České republice je možnost uplatnění daňových ztrát zkrácena ze 7 na 5 let následujících bezprostředně po období, ve kterém daňová ztráta vznikla.

Motivy k nepřátelskému převzetí

Ekonomická literatura diskutuje čtyři hlavní motivy pro nepřátelské převzetí společnosti:

- i) selhání managementu cílové společnosti;
- ii) busting up a neefektivní diversifikace společnosti;
- iii) přecenění cílové společnosti;
- iv) šoky v odvětví.

i) V tomto ohledu bylo provedeno několik analýz, které ale představovaly odlišné výsledky. Přes tvrzení Jensenovy Hypotézy volných hotovostních toků z roku 1986, ve které tvrdí, že manažeři mají tendenci pře-investování, často s negativní čistou současnou hodnotou projektu, na úkor výplaty nadbytečných peněžních prostředků

v podobě dividend akcionářům, Servaes v roce 2004 nenašel žádnou takovou spojitost s nadměrným investičním programem v době před fúzí u společností, které byly předmětem nepřátelského převzetí.

ii) Tento typ převzetí se týká společností, jejichž management za účelem udržení vlastních funkcí a redukce pravděpodobnosti selhání vytvořil nepřehlednou a neefektivní organizační strukturu společnosti. Ta je pak touto formou „očištěna“ od neefektivních aktiv a divizí jejich prodejem a ponecháním pouze klíčových činností („core businesses“).

iv) Negativní poptávkové šoky mohou zapříčinit rozvoj převzetí v daném odvětví jako prostředek redukce přebytečné kapacity v odvětví.

2.3 Právní regulace procesů podnikových kombinací

Základní právní úpravou těchto procesů je v České republice Obchodní zákoník a zákon o cenných papírech. V současné době jsou významnou součástí našeho právního prostředí regulující tyto procesy také Mezinárodní účetní standardy („International Accounting Standards“), v jejichž rámci byl v roce 1983 přijat standard věnovaný tzv. podnikovým kombinacím – IAS 22 Podnikové kombinace. Tento standard byl několikrát upravován, z čehož plyne důležitost tohoto standardu pro uskutečňování a správnost účetních postupů akvizic. Tento standard je normou pro mezinárodní účetní harmonizaci obsahující základní účetní přístupy k procesům spojování podniků. Podnikovou kombinaci vysvětluje standard jako „spojování samostatných podniků v jeden ekonomický celek, v němž jeden podnik spojuje nebo získává kontrolu nad čistými aktivy a hospodařením druhého podniku“. Standard rozlišuje tři základní způsoby spojování podniků:

- i) kapitálová akvizice – spojování koupí, akvizicí ekvity, tj. podílu na vlastním kapitálu kupované společnosti, jejíž podstatou je získání podstatného nebo rozhodujícího vlivu v dceřiné nebo přidružené společnosti;
- ii) majetková akvizice – spojování koupí, akvizicí podniku, jeho čistých aktiv, tj. souhrnu majetku a závazků. Podstatou je získání souboru aktiv a závazků fungujícího podniku, tj. hodnotově čistých aktiv podniku;
- iii) fúze – spojování založením nové společnosti, převodem čistých aktiv jednoho nebo více kombinujících podniků a zrušení jedné nebo více společností. Jde o procesy právního spojování („legal merger“).

2.3.1 Právní úprava akvizic

Výše zmiňovaný Standard IAS 22 Podnikové kombinace je významný právě tím, že uvádí dva základní koncepty chápání procesů podnikových kombinací. V české právní úpravě však tento koncept zcela chybí. Obchodní zákoník sice sleduje věcnou podstatu jevů, ale vždy především z vlastnického hlediska a některé hlubší pohledy na věcnou podstatu spojovacích procesů opomíjí. Jde především o zániky společností bez likvidace, tj. procesy přeměn obchodních společností a družstev.

Právní regulace kapitálových akvizic prošla postupným vývojem obchodního práva, práva podnikatelských seskupení a soutěžního práva. V České republice jsou tak uvedené procesy regulovány v několika právních normách. Kapitálové akvizice uskutečňované prostřednictvím nákupu majetkových cenných papírů za peníze je upravována především v zákoně č. 591/1992 Sb., o cenných papírech v platném znění (smlouva o převodu cenného papíru). Pokud majetková účast nemá podobu cenného papíru, ale jen obchodního podílu, je tento proces upraven v Obchodním zákoníku smlouvou o převodu obchodního podílu, tj. v § 115. Vznik společnosti, vklad majetku i zvyšování základního kapitálu jsou upraveny v Obchodním zákoníku v § 59, § 202 až 210. Kapitálová akvizice může být i důsledkem směny, kterou upravuje Občanský zákoník v § 611. Prodej podniku, a tím vznik zpětné akvizice upravuje také Obchodní zákoník v § 476 až § 488. Kapitálové akvizice a s nimi spojené účetnictví je upraveno v zákonu o účetnictví, jež upravuje sestavování konsolidovaných účetních závěrek.

Kapitálové akvizice nemají v českých daňových zákonech zvláštní úpravu. Jedná se zde o procesy nabývání majetkových cenných papírů, o držbu těchto účastí jako nástroje k ovládnutí a zdroje finančních výnosů a příjmů a jejich prodej. Příjmy vyvolané držbou nebo prodejem majetkových účastí jsou součástí daně z příjmů, a to v různých souvislostech – s vklady majetku, získávání podílů nebo akcií, převody obchodních podílů, s vypořádacím podílem. Jako důsledek kapitálové akvizice má akcionář nárok na výplatu dividendy, společník nárok na podíl na zisku, pokud stanovy nebo valná hromada tyto výplaty schválí. Tyto podíly na zisku pak podléhají většinou srážkové dani podle § 36 zákona o daních z příjmů (u společností s ručením omezeným a akciových společností).

Převod obchodního podílu na jiného společníka upravený v § 115 Obchodního zákoníku je možný se souhlasem valné hromady, nestanoví-li společenská smlouva jinak. Společenská smlouva také podmiňuje převod obchodního podílu na jinou osobu sám o sobě nebo se souhlasem valné hromady. V případě, že společnost vlastní jediný společník, je obchodní podíl vždy převoditelný na třetí osoby. Smlouva o převodu obchodního podílu musí mít písemnou formu s úředně ověřenými podpisy za všechny strany.

2.3.2 Právní úprava přeměn obchodních společností

Právní úprava fúzí v Obchodním zákoníku prošla několika etapami změn. Do roku 1996 neměly fúze žádnou zvláštní normativní úpravu. V zákoně byl pouze definován proces zrušení obchodní společnosti bez likvidace, ale oceňování majetku nebo vkladů v nástupnické společnosti nebylo řešeno. V novele Obchodního zákoníku z roku 1996 bylo toto řešení popsáno, a to v § 69a a §220a. Jedná se o povinnost znaleckého ocenění majetku a závazků zrušených společností a ověření znalcem, zda výše vkladů do právního nástupce je vhodná a odůvodněná. Vzhledem k nedůslednosti v definování jednotlivých pojmů jako ocenění nebo vklad byly fúze sloučením, splynutím a rozdělení společností vnímány jako procesy podobné vkladu podniku. To vedlo k problematickému postupu v řešení přeměn právních forem.

Novou koncepci právní úpravy nastínila směrnice Evropské unie, a to především 3. Směrnice EU z roku 1978 k fúzím, 4. Směrnice EU z roku 1978 k účetní závěrce a 7. Směrnice EU z roku 1983 ke konsolidované účetní závěrce. Novelizovaný Obchodní zákoník ve znění zákona č. 370/2000 Sb., platný od 1.1.2001 upravoval přeměny obchodních společností a družstev jako samostatné procesy. Nepovažoval tyto procesy za procesy obdobné ke vkladům podniků, u přeměn společností s ručením omezeným a akciových společností požadoval znalecká ocenění obchodního jmění zúčastněných společností jako celku a porovnával ze znaleckého ocenění vzešlou hodnotu čistého obchodního majetku s výší vkladu do základního kapitálu a s výší vlastního kapitálu právního nástupce. Výše základního kapitálu právního nástupce, odpovídající zaniklé společnosti nesmí být vyšší než znalecky určená hodnota čistého obchodního majetku zaniklé společnosti. Hodnota čistého obchodního majetku určená znalcem se promítne do účetnictví pouze tehdy, pokud tak nestanoví zvláštní zákon, tj. zákon o účetnictví. Novela zákona o účetnictví však vstoupila v platnost až počátkem roku 2002, a tak v roce 2001 stále platil zákon, který nespécifikoval oceňování majetku, závazků, vlastního kapitálu ani majetkové podstaty podniku. To vedlo k situaci, že znalecké posudky se nepromítaly do účetnictví společnosti. Od počátku roku 2002 tuto problematickou situaci řešila zmiňovaná novela zákona o účetnictví ve znění zákona č. 353/2001 Sb., která popisuje přístupy k oceňování ve finančním účetnictví. Tato novela namísto oceňování k datu účetní závěrky v historických cenách stanovila oceňování k datu účetní závěrky v případech vyjmenovaných v § 27 v tzv. reálné hodnotě, které

odpovídá „fair value“ podle Mezinárodních účetních standardů. Oceňování reálnou hodnotou se ukládá u konkrétních cenných papírů, derivátů, finančních umístění, části majetku a závazků zajištěných deriváty a výslovně u majetku a závazků v případech přeměn obchodních společností nebo družstev s výjimkou změny právní formy.

2.3.2.1 Obecná ustanovení přeměn obchodních společností

V České republice je tedy základní právní úprava zmíněných přeměn obchodních společností popsána v Obchodním zákoníku, ve kterém jsou přeměny obecně popsány v § 69, § 69a až § 69h, konkrétně fúze akciových společností je popsána v Oddíle 9 § 220a až §220o, zrušení akciové společnosti s převodem jmění na akcionáře v Oddíle 10 § 220p a rozdělení akciové společnosti v Oddíle 11 § 220r až § 220zb⁴. Změna právní formy z akciové společnosti na jinou je pak upravena v Oddíle 12 § 220 zc. Zánik společnosti s ručením omezeným s přechodem obchodního jmění na právního nástupce v Díle IV Oddíle 6 v § 153a až § 153e⁵. Právní úprava pro zrušení veřejných obchodních společností bez likvidace je stanovena v Díle II Oddíle 5 § 92a až § 92e tohoto zákona a zrušení komanditní společnosti bez likvidace v Díle III Oddíle 5 a 6 § 104a až § 104e tohoto zákona.

V první obecné části jsou definovány jednotlivé části způsobů přeměn. Přeměnami obchodních společností nazývá obchodní zákoník případy, kdy je společnost zrušena a s výjimkou změny právní formy a rozdělení odštěpením též zaniká. Při jednotlivých způsobech přeměn však nedochází k likvidaci. Jedná se o případy univerzálního právního nástupnictví po zaniklé právnické osobě a majetek i společníci přecházejí na právního nástupce původní společnosti. V § 69 je také zdůrazněn fakt, že i společnost, která vstoupila do likvidace nebo na jejíž majetek byl prohlášen konkurz, může vstoupit do procesu fúze nebo převodu jmění na společníka, jestliže orgán, který učinil příslušné rozhodnutí o likvidaci či konkursu, učiní potřebné rozhodnutí o zrušení likvidace, konkursu nebo procesu vyrovnání. Proces přeměny lze zrušit do vydání rozhodnutí, kterým se povoluje zápis přeměny do obchodního rejstříku.

⁴ § 220zb je nově doplněn. Upravuje rozdělení odštěpením.

⁵ Fúze společností s ručením omezeným je upravena v § 153a, fúze společnosti s ručením omezeným s akciovou společností pak v §153b, zrušení společnosti s převodem jmění na společníka v § 153c, rozdělení společnosti v § 153d a změna právní formy v § 153e.

V § 69a stanovuje základní charakteristiku právního rámce fúzí a v odst. 6 nařizuje ocenění jmění zanikající společnosti znalcem jmenovaným soudem (platí pro akciové společnosti a společnosti s ručením omezeným)⁶.

Převod jmění na společníka definovaný v § 69b nastává při zrušení společnosti a převzetí jejího jmění včetně práv a povinností z pracovněprávních vztahů jedním společníkem, který ovšem má sídlo či bydliště v České republice (tj. může být právnickou, ale i fyzickou osobou) a který má na společnosti podíl zásadního rozsahu, tj. jedná se o hlavního společníka.

V případě rozdělení byl doplněn odstavec upravující rozdělení odštěpením a také ocenění jmění v případě tohoto procesu. Při rozdělení odštěpením akciové společnosti nebo společnosti s ručením omezeným musí nechat rozdělovaná společnost ocenit posudkem znalce pouze odštěpovanou část svého jmění, má-li tato část přejít na nástupnickou společnost. Pokud přechází odštěpovaná část na více nástupnických společností, ocení se v posudku znalce odštěpovaná část jmění pro každou jednotlivou nástupnickou společnost samostatně.

2.3.2.2 Přeměny akciových společností

Úprava přeměn akciové společnosti je základem pro regulaci přeměn obchodních společností jiných právních forem. Řešení a proces fúze akciových společností je konkrétně definován v Díle V, Oddíle 9, § 220a až §220o (Sloučení akciových společností v § 220a až § 220m, splynutí akciových společností v §220n a fúze akciové společnosti se společností s ručením omezeným v § 220o).

Základním právním úkonem, z něhož oba způsoby fúze akciové společnosti vycházejí je smlouva o fúzi, která je popsána hned v prvním ustanovení, v § 220a. Reguluje, které otázky musí být dohodnuty, aby fúze mohla proběhnout bez problémů. Zákon vyžaduje, aby smlouva o fúzi byla písemná, měla formu notářského zápisu a aby návrh smlouvy o fúzi obsahoval všechny údaje uvedené v odst. 3 § 220a a aby byl

⁶ Pro jmenování, odměňování a obsah posudku znalce platí ustanovení § 59 odst. 3 a 4 s tím, že tímto znalcem může být i osoba, která je pro tuto společnost jmenována jako znalec pro fúzi (§ 220c odst. 1, který popisuje přezkoumání sloučení znalcem).

schválen valnými hromadami všech zúčastněných společností⁷ s výjimkou případů, kdy to zákon nevyžaduje⁸. Pokud by nedošlo ke schválení návrhu smlouvy, je smlouva o fúzi neplatná. Účinnost smlouvy o fúzi je podmíněna souhlasem státního orgánu (například Úřadu pro ochranu hospodářské soutěže).

Kromě návrhu smlouvy o fúzi jsou až na určité výjimky nutné zprávy představenstev a dozorčích rad zúčastněných společností (§ 220b). Fúze je tak významnou transakcí, že podle § 220c je vyžadováno přezkoumání sloučení znalcem. Návrh smlouvy o fúzi přezkoumávají znalci fúze jmenovaní představenstvem se souhlasem dozorčí rady. Znalec musí zpracovat písemnou zprávu („znaleckou zprávu o fúzi“), která posoudí a zdůvodní výměnný poměr akcií, problémy při jeho určování a vyjádří se ke vhodnosti a zdůvodnitelnosti poměru výměny. Znalecká zpráva o fúzi musí být předána představenstvům a dozorčím radám a zároveň předložena k nahlédnutí účastníkům valné hromady, jež bude rozhodovat o sloučení. Podle § 220d musí akcionáři zúčastněných společností získat relevantní informace o sloučení alespoň jeden měsíc před konáním valné hromady, a to předložením k nahlédnutí v sídlech zúčastněných společností a ve sbírce listin. Jedná se především o informace: návrh smlouvy o fúzi, účetní závěrky zúčastněných společností za poslední tři roky, zprávy auditora o jejich ověření, konečné účetní závěrky⁹ všech zúčastněných společností, zahajovací rozvaha nástupnické společnosti a zprávy auditora o jejich ověření, mezitímní účetní závěrka a zpráva auditora o jejím ověření, zprávy představenstev a dozorčích rad, zpráva znalce o fúzi a posudek znalce o ceně jmění, pokud není součástí znalecké zprávy o fúzi.

Na základě předložených informací o fúzi akcionáři schválí či zamítnou návrh smlouvy o fúzi. Usnesení valné hromady nástupnické společnosti o sloučení musí obsahovat předepsané informace podle § 220e odst. 5. Zvláštní pozornost musí věnovat výši základního kapitálu, počtu a druhu akcií nástupnické společnosti. Důležitým ustanovením je také § 220f, který popisuje sloučení s vydáním akcií pro akcionáře zanikající společnosti. Pro akcionáře nástupnické společnosti lze vydat pouze tolik

⁷ Zúčastněnými společnostmi rozumíme při fúzi sloučením zanikající i nástupnickou společnost, při fúzi splynutím pouze zanikající společnosti (viz § 69a odst. 5).

⁸ Například v případě, že může rozhodovat jen představenstvo v případě uvedeném v § 220e odst. 12

⁹ Konečná účetní závěrka se sestavuje jako řádná nebo mimořádná ke dni, který předchází rozhodnému dni fúze (§ 220d odst. 3). Pokud je rozhodný den prvním dnem účetního období, jedná se o řádnou účetní závěrku.

nových akcií, jejichž součet v nominále nepřesahuje výši čistého obchodního majetku stanoveného podle posudku znalce pro ocenění jmění.

Pro schválení návrhu smlouvy o fúzi valnou hromadou musí být podle § 220i podán návrh na zápis fúze do obchodního rejstříku, který má předepsané náležitosti.

Splynutí akciových společností je popsáno v § 220n analogicky jako fúze sloučením. Zároveň součástí smlouvy o splynutí musí být projev vůle založit nástupnickou společnost a návrh jejich stanov.

Podle § 220o se řídí fúze akciové společnosti se společností s ručením omezeným. V tomto případě uděluje zákon výjimku z pravidla, že sloučit se nebo splynout mohou pouze společnosti totožné právní formy. Zanikající společnost s ručením omezeným se bude řídit postupem upraveným pro společnosti s ručením omezeným, nástupnická nebo zanikající akciová společnost bude postupovat podle pravidel platných pro fúzi akciových společností.

Toto ustanovení tedy dovoluje sloučení nebo splynutí společnosti s ručením omezeným s akciovou společností do nástupnické akciové společnosti, jestliže budou společníkům společnosti s ručením omezeným vyměněny obchodní podíly za akcie nástupnické společnosti a toto vymezení bude obsaženo v návrhu smlouvy o fúzi. Všichni společníci musí vyslovit souhlas k fúzi.

Zrušení akciové společnosti s převodem jmění na akcionáře je upraveno v § 220p Obchodního zákoníku. Tento proces může nastat pouze v případě, že dojde k rozhodnutí valné hromady o zrušení společnosti bez likvidace a že jmění zaniklé společnosti převezme jeden akcionář, jestliže je tento akcionář majitelem akcií, jejichž jmenovitá hodnota přesahuje 90 % základního kapitálu. Takový akcionář se nazývá hlavním akcionářem. Hlavní akcionář musí minoritním akcionářům poskytnout přiměřené vypořádání v penězích, které je doloženo znalcem. V tomto případě se vyhotovuje smlouva o převzetí jmění hlavním akcionářem, která musí být uzavřena mezi společností a hlavním akcionářem. Lhůta vypořádání v penězích nesmí být delší než dva měsíce ode dne zápisu převodu jmění na hlavního akcionáře v obchodním rejstříku. V případě, že se hlavním akcionářem je akciová společnost, je nutný souhlas jeho valné hromady, stejně tak valné hromady s.r.o. u společnosti s ručením omezeným a souhlas členské schůze v případě, že hlavním akcionářem je družstvo.

Rozdělení akciové společnosti se založením nových právnických osob je regulováno v Oddíle 11 v § 220r až § 220 zb. Na rozdíl od fúzi akciových společností nemůže být jejich rozdělení, při kterém vznikají nové právnické osoby, založeno na smlouvě, neboť

účastníkem rozdělení je vždy pouze jediná strana. K rozdělení je nutný projekt rozdělení, který schvaluje valná hromada zanikající společnosti. Projekt musí obsahovat náležitosti popsané v § 220r. Představenstvo zanikající společnosti je povinno zpracovat podrobnou písemnou zprávu („Zprávu o rozdělení“), v níž je povinno objasnit z ekonomického a právního hlediska důsledky rozdělení, odůvodnit výměnný poměr akcií, výši případných doplatků a opatření ve prospěch majitelů jednotlivých druhů cenných papírů vydávaných společností. Zpráva musí obsahovat také informace o ocenění jmění rozdělované společnosti znalcem, označení rejstříkového soudu, kde je uložen znalecký posudek a popis obtíží, které se vyskytly při oceňování pro stanovení výměnného poměru akcií. Při nerovnoměrném výměnném poměru musí být projekt prozkoumán dvěma znalci jmenovanými soudem („Znalci pro rozdělení“), kteří zpracují o výsledku přezkoumání písemnou zprávu („Znalecká zpráva o rozdělení“).

Dozorčí rada zanikající společnosti přezkoumá zamýšlené rozdělení na podkladě projektu, zprávy o rozdělení a zprávy znalců o rozdělení a musí o tom sepsat písemnou zprávu („zpráva o přezkoumání rozdělení“). Zpráva o rozdělení ani zpráva o přezkoumání rozdělení se nevyžadují, pokud k tomu v náležité formě udělili souhlas všichni akcionáři.

Pokud má představenstvo k dispozici všechny výše uvedené dokumenty, musí splnit informační povinnosti k akcionářům rozdělované společnosti, ale i ke třetím osobám, zejména věřitelům. Představenstvo musí alespoň jeden měsíc přede dnem konání valné hromady, která bude rozhodovat o rozdělení, uložit do sbírky listin projekt po případném přezkoumání dozorčí radou, zveřejnit oznámení o tomto uložení a upozornit na práva akcionářů a věřitelů. V sídle zúčastněných společností musí být kromě projektu k nahlédnutí také účetní závěrky společnosti za poslední tři roky, zprávy auditora o jejich ověření, konečná účetní závěrka společnosti, zahajovací rozvaha nástupnické společnosti a zprávy auditora o jejich ověření, mezitímní účetní závěrka a zpráva auditora o jejím ověření, jestliže byla konečná účetní závěrka sestavena z údajů ke dni, od něhož ke dni vyhotovení projektu rozdělení uplynulo více jak šest měsíců, zprávy o rozdělení, znalecká zpráva o rozdělení a zpráva o přezkoumání rozdělení, dále také posudek znalce, jímž ocenil jmění zanikající společnosti. Rozhodnutí valné hromady o rozdělení musí mít formu notářského zápisu, jehož přílohu tvoří projekt a návrh usnesení valné hromady. Účinky rozdělení pak nastávají ke dni zápisu do obchodního rejstříku.

Rozdělení akciové společnosti sloučením vyžaduje obdobný postup jako rozdělení akciové společnosti se založením nových právnických osob. Jediným rozdílem je, že nástupnické společnosti nevznikají jako samostatné právnické osoby, ale jsou slučovány s již existujícími akciovými nebo společnostmi s ručením omezeným. Místo projektu se zpracovává smlouva o rozdělení a převzetí obchodního jmění („Smlouva o rozdělení“), která musí obsahovat i případný návrh stanov nebo společenských smluv nástupnických společností. Při slučování akciových společností (společností s ručením omezeným) se postupuje podle pravidel pro fúze akciových společností (společností s ručením omezeným) popsanych v Obchodním zákoníku. Při rozdělení sloučením se také vyžaduje zpráva znalců o rozdělení, pokud se ho účastní akciová společnost. Konečnou účetní závěrku jako řádnou nebo mimořádnou závěrku navíc kromě zanikající společnosti musí sestavovat i nástupnické společnosti, s nimiž se útvary vzniklé rozdělením budou slučovat. Zahajovací rozvahu musí sestavovat všechny nástupnické společnosti.

Novela Obchodního zákoníku platná od roku 2006 navíc také připouští rozdělení akciových společností odštěpením. Úprava tohoto procesu je v rámci speciálních ustanovení o akciových společnostech se téměř neodchýlí od obecných pravidel platných pro rozdělení odštěpením.

Změna právní formy akciové společnosti je upravena v § 220zc, který se odvolává na příslušná obecná ustanovení změn právních forem obchodních společností.

2.3.2.3 Přeměny společností s ručením omezeným

Systematicky jsou přeměny společností s ručením omezeným upraveny v rámci úpravy této formy obchodní společnosti, avšak s častými odkazy na právní úpravu platnou pro akciové společnosti.

V případě fúzí společností s ručením omezeným zákon vymezuje dvě základní možnosti uskutečnění fúzí, a to sloučením společností s ručením omezeným a nebo splynutím společností s ručením omezeným. Dále povoluje sloučení nebo splynutí společnosti s ručením omezeným s akciovou společností do nástupnické společnosti s ručením omezeným (§ 153b), pokud akcionářům budou vyměněny akciové podíly za obchodní podíly na nástupnické společnosti. Akcionáři, kteří nesouhlasili s fúzí mají právo na peněžité vyrovnání, pokud se zúčastnili valné hromady, která o fúzi rozhodla.

Společnost s ručením omezeným se také může sloučit nebo splynout s akciovou společností do nástupnické akciové společnosti, pokud budou společníkům společnosti s ručením omezeným vyměněny obchodní podíly za akciové podíly nástupnické akciové společnosti. U zanikající společnosti s ručením omezeným se k fúzi vyžadují souhlasy všech společníků a navíc smlouva o fúzi musí obsahovat údaj o podobě, formě, druhu a jmenovité hodnotě výměnných akcií.

2.3.3 Úřad na ochranu hospodářské soutěže

Úřad na ochranu hospodářské soutěže ("ÚOHS") je ústředním orgánem státní správy na podporu a ochranu hospodářské soutěže proti jejímu nedovolenému omezování. Působnost úřadu je obsažena v zákoně č. 273/1996 Sb., o působnosti Úřadu na ochranu hospodářské soutěže. Ochrana hospodářské soutěže je pak ošetřena v několika dalších zákonech České republiky a po vstupu České republiky do Evropské Unie („EU“) také v legislativě EU.

V České republice je základním legislativním rámcem konkrétně zákon č. 143/2001 Sb., o ochraně hospodářské soutěže. Vyhláška ÚOHS č. 368/2001 Sb. stanoví náležitosti návrhu na povolení spojení soutěžitelů.

Na evropské úrovni je základní úpravou ochrany hospodářské soutěže Smlouva o založení Evropského společenství („Smlouva“) („ES“), kde jsou zakotvena pravidla hospodářské soutěže, dále pak Nařízení Rady ES č. 1/2003 o provádění pravidel hospodářské soutěže stanovených v člancích 81 a 82 Smlouvy a Nařízení Rady ES č. 139/2004 o kontrole spojování podniků. V komunitárním právu existují další blokové výjimky, jako například Nařízení Komise o některých kategoriích vertikálních dohod nebo horizontální spolupráce, Nařízení Komise pro ošetření dohod v oblasti pojišťovnictví nebo dopravy.

V těchto regulatorních rámcích jsou vymezena základní pravidla, podle kterých musí soutěžitelé postupovat v případě jejich slučování a vznikání jiných dohod. Společnosti s určitým konkrétním obratem mají oznamovací povinnost úřadu na ochranu hospodářské soutěže oznámit svůj záměr, případně žádat o souhlas s uskutečněním dohody. V závislosti na jednotlivých společnostech, jejich regionální působnosti a výši obratu musí žádat o souhlas ÚOHS nebo také Evropskou Komisi.

Spojení soutěžitelů v České republice podléhá povolení ÚOHS, jestliže i) celkový čistý obrat všech spojujících se soutěžitelů dosažený za poslední účetní období na trhu ČR je vyšší než 1,5 mld. Kč a alespoň dva ze spojujících se soutěžitelů dosáhli každý za poslední účetní období na trhu ČR čistého obratu vyššího než 250 mil. Kč, nebo ii) čistý obrat dosažený společností, nad níž je kontrola přebírána, za poslední účetní období na trhu ČR je vyšší než 1,5 mld. Kč a zároveň celosvětový čistý obrat dosažený dalším spojujícím se soutěžitelem je vyšší než 1,5 mld. Kč.

Po rozhodnutí, zda spojení daných soutěžitelů podléhá schválení úřadu, vydá úřad do 30 dní rozhodnutí v případě, že spojení nepodléhá schválení antimonopolního úřadu. V případě, že schválení je nutné vzhledem k velikosti obrátů společností, má úřad 5 měsíců na vydání svého rozhodnutí – schválení či zamítnutí spojení.

Při spojování podniků s působností mimo hranice ČR a s určitou výší obratu je nutný souhlas také Evropské komise.

Souhlas Evropské komise je nutný, pokud i) celkový světový obrat všech spojujících se soutěžitelů je vyšší než 5 mld. EUR nebo ii) celkový obrat dosažený na území EU alespoň dvou ze spojujících se soutěžitelů je vyšší než 250 mil. EUR pokud každý ze spojujících se soutěžitelů dosáhl více než dvou třetin agregovaného obratu dosaženého na území EU v rámci jednoho stejného státu.

Souhlasu Evropské komise podléhají i následující případy, kdy podíl na trhu nedosahuje úrovně obrátů popsaných výše, avšak vyznačují se jinými omezeními postavení na trhu: i) společný světový obrat všech spojujících se soutěžitelů je vyšší než 2,5 mld. EUR, ii) v každém ze tří členských států je společný obrat všech spojujících se soutěžitelů vyšší než 100 mil. EUR, iii) v každém z alespoň tří členských států z bodu ii) je celkový obrat alespoň dvou ze spojujících se soutěžitelů vyšší než 25 mil. EUR, iv) celkový obrat dosažený na území EU každého ze spojujících se soutěžitelů je vyšší než 100 mil. EUR, pokud každý ze spojujících se soutěžitelů dosáhl více než dvou třetin agregovaného obratu dosaženého na území EU v rámci jednoho stejného státu. Evropská komise v praxi rozhoduje o spojení přibližně 4 měsíce.

2.4 Transakční proces

Strukturace transakčního procesu a vůbec samotné formy transakce je často nejdůležitějším aspektem k uskutečnění jakéhokoliv obchodu. Množství typů kombinací společností a dalších relevantních faktorů jako právních, účetních nebo daňových, nabízí velké možnosti pro optimalizaci strategie.

Nákup či prodej společnosti je proces, se kterým málokterý management nebo orgán společnosti má zkušenost. Ačkoliv by měl mít management jasnou představu o strategii, se kterou vstupuje do akvizice nebo divestice (prodeje), proces jako takový je velice specifický a potenciální výnos z úspěšné transakce příliš důležitý na to, aby jej prováděl bez účasti poradců.

Poradci v akvizičním či podobném procesu bývají především investiční bankéři, kteří poskytují doporučení celkové akviziční strategie, organizaci procesu, asistenci v jednotlivých krocích procesu a vyjednáváních, ale i účetní či daňoví poradci, kteří mohou asistovat při prověření cílové společnosti nebo poskytovat analýzy či doporučení ohledně konkrétní strategie, právníci, kteří mohou spolupracovat při prověření cílové společnosti a kteří asistují především ve finální fázi procesu při zpracovávání transakční dokumentace a vyjednáváních.

Investiční bankéři jako poradci při uskutečňování fúzí a akvizic díky svým zkušenostem v oboru, přehledu o trhu a kontaktům přináší přidanou hodnotu a větší efektivitu do celého transakčního procesu.

Běžný transakční proces trvá řádově mezi 6 až 12 (a ne výjimečně i déle než 12) měsíci. Je tedy nejen časově náročný, ale vyžaduje také neustálou koncentraci a zapojení týmu lidí, kteří věnují čas dané věci.

Poradenský mandát může být učiněn na straně prodávajícího nebo kupujícího. Prodejní mandát udělí prodávající poradci za účelem poskytování poradenských služeb při prodeji společnosti. Poradce tak nabízí asistenci při organizaci prodeje, navržení strategie, struktury a harmonogramu procesu, provedení analýzy potenciálních zájemců a jejich oslovení, organizaci jednotlivých kroků procesu po vyjednávání s kupujícím.

Mandát ze strany kupujícího znamená poskytování poradenských služeb při nákupu společnosti jako analýzu trhu a potenciálních cílů, vyhodnocení cílů a oslovení vybrané společnosti, její ocenění a asistenci v rámci celého procesu po vyjednávání s prodávajícím.

Přidaná hodnota poradců se týká především poradenství ohledně ceny, optimální struktury transakce z daňového hlediska, podmínek, prohlášení a záruk určených v transakční dokumentaci, často zajišťují také vypořádací proces nebo zajišťují zprostředkování financování transakce. Poradce zajišťuje průběh transakčního procesu tak, aby co nejméně narušoval chod společnosti.

2.4.1 Proces akvizice

V této části se zaměříme především na běžný typ kapitálové akvizice a vysvětlíme si běžnou strukturu transakčního procesu.

Kapitálové akvizice se uskutečňují především kvůli motivu společnosti vstoupit na nový trh (např. zahraniční společnosti) nebo zlepšit postavení na trhu současném. Takové společnosti vyhledávají cíle, které nabízejí především synergické efekty. V případě, že se jedná o společnost, která hledá lokální cíle, jde často o konkurenční společnost nebo alespoň společnost známou, případně snadno identifikovatelnou. Na druhou stranu, pokud se nacházíme v situaci, kdy se zahraniční společnost pokouší vstoupit na lokální trh, nemá taková společnost dostatečné informace o místních účastnících trhu, většinou ani o trhu jako takovém, ekonomickém nebo právním prostředí. V tom případě téměř vždy vyhledává místního renomovaného poradce, který provede veškerou analytickou a organizační pomoc v transakci.

V první fázi procesu vyhledání vhodného kandidáta ke koupi nastává fáze analytická. Společnost většinou v kooperaci s týmem poradců analyzuje trh a identifikuje potenciální cíle. Po vyhodnocení získaných informací o jednotlivých potenciálních cílech se přichází k oslovení těchto společností. Poradce naváže první kontakt s takovou společností a ověří ochotu stávajících majitelů k prodeji. V případě, že je taková společnost odhodlána vstoupit do prodejního procesu, nastává fáze návržení a dohody na struktuře procesu.

Častým případem spolupráce poradců a kupujícího bývá situace, kdy přichází impuls přímo od prodávané společnosti a jejího poradce, který uvědomuje potenciální kupce o dané akvizici. Kupující se svým poradcem tak vstupuje do procesu organizovaného poradcem prodávaného, a proto poskytuje asistenci v dané struktuře procesu. Kupující tak získává informační memorandum zpracované poradcem prodávajícího, což je dokument detailně popisující obchodní činnost prodávaného, jeho finanční situaci a

další informace, na jejichž základě kupující předkládá nezávaznou nabídku na odkup prodávaného podílu ve společnosti. Přidanou hodnotou poradce kupujícího je v této fázi indikativní ocenění prodávané společnosti a doporučení ohledně předkládané indikativní (nezávazné) nabídky.

Pro oceňování společnosti se používají často kombinace oceňovacích metod pro určení co nejpřesnější kupní ceny, respektive intervalu, ve kterém by se cena měla pohybovat. K základním oceňovacím metodám patří výnosové metody jako metoda diskontovaných hotovostních toků („Discounted cash flow“, „DCF“) nebo model upravené současné hodnoty („Adjusted present value“, „APV“) nebo model přidané ekonomické hodnoty („Economic value added“, „EVA“), dále pak tržní metody jako tržní kapitalizace, metoda pomocí srovnatelných transakcí a srovnatelných společností a majetkové ocenění jako ocenění vlastního jmění a likvidační hodnoty.

Následnou fází procesu je due diligence. Jedná se o řádnou účetní, právní, ekonomickou a daňovou prověrku společnosti, při které jsou kupujícímu poskytnuty často citlivé informace o společnosti a její obchodní činnosti. Před vstupem do due diligence (a často již před poskytnutím informačního memoranda) je proto kupující vyzván k podpisu smlouvy o zachování důvěrného charakteru informací („Confidentiality agreement“). Informace poskytnuté v rámci due diligence jsou často poskytovány buď v elektronické formě nebo v kopiích (především v případě citlivých informací a smluv) v místě k tomu určeném, tzv. informační místnosti („data room“). Proces due diligence obvykle trvá několik týdnů a kupujícímu je v této fázi dán prostor k návštěvě kupované společnosti, její prohlídce a schůzce s managementem, případně provedení například environmentálního auditu.

Due diligence by měla sloužit k detailnímu prozkoumání cílové společnosti a k posouzení stavu majetku, závazků, finanční situace, hospodaření a budoucích plánů, právního stavu, závazků vyplývajících z uzavřených smluv a především rizik s transakcí spojených. Na základě informací zjištěných v rámci due diligence investor upravuje závaznou nabídku či v případě zjištění neakceptovatelných nedostatků či problémů odstupuje od transakce.

Pokud má investor zájem po due diligence pokračovat v transakci, následuje předložení závazné nabídky současně s vyjednáváním o finální podobě transakční dokumentace a realizace vypořádání transakce. Poradce investora poskytuje podporu při vyjednávání podmínek, prohlášení a záruk kupujícího, často zprostředkovává sjednání financování a vypořádání transakce.

Po sjednání finální podoby právních dokumentů následuje vypořádání převodu vlastnických podílů a úhrada kupní ceny. Vzhledem k rizikům úspěšného dokončení transakce bývají často finanční prostředky na úhradu kupní ceny uloženy na vázaném účtu, ze kterého jsou postupně uvolňovány po splnění určitých odkládacích podmínek sjednaných ve smlouvě. Těmi například bývá souhlas regulatorních orgánů jakým je Úřad na ochranu hospodářské soutěže.

2.4.2 Proces divestice

K prodeji společnosti dochází z důvodů rozhodnutí stávajících vlastníků buď restrukturalizace skupiny či společnosti odprodejem neklíčových dceřiných společností nebo částí podniku nebo z nutnosti získat peněžní prostředky či zcela exitovat z různých důvodů.

Proces prodeje společnosti je téměř shodný s procesem akvizičním s tím rozdílem, že se odlišuje úvodní fáze a především záměr a očekávání prodávajícího.

Stávající vlastník často vyhledává služby poradců nejen z důvodu komplikovanosti procesu, ale také vzhledem k faktu, že se při prodeji společnosti přistupuje k oslovení zahraničních zájemců a snahou bývá vytvoření co nejvíce konkurenčního prostředí pro maximalizaci nabízené ceny.

Poradce prodávajícího poskytuje asistenci při vypracování informačního memoranda, analýzu ocenění, identifikaci potenciálních investorů a vyhodnocení jejich zájmu, jednání s potenciálními zájemci, podporu při prezentaci společnosti a návštěv investorů ve společnosti, asistenci při vyjednávání o transakční dokumentaci.

Jak již bylo zmíněno, transakční proces bývá více-kolový, a to z důvodu oslovení širšího pole potenciálních zájemců ke zjištění očekávaných cen v rámci předložení indikativní nabídky. K vytvoření konkurenčního prostředí mezi investory přispívá pozvání více investorů, výběru několika nejlepších nabídek a vyzvání těchto zájemců do dalšího kola – due diligence.

Zájmem prodávajícího by mělo být poskytnutí co nejširšího spektra informací, které investor vyžaduje, avšak pozornost by měla být dána na zabezpečení příliš citlivých informací, jejichž vyzrazení či zneužití by mohlo společnost vážně poškodit.

Po due diligence a předložení závazných nabídek prodávající spolu se svým poradcem vyhodnocuje nabídky. Často se posuzuje nejen výše kupní ceny, ale i

struktura a podmínky financování, forma uhrazení kupní ceny a podmínky navržené v návrhu transakční dokumentace. Preferencí prodávajících tak může být před absolutní výší také forma a rychlost úhrady kupní ceny v závislosti na sjednaných podmínkách ve smlouvě.

3 Vývoj fúzí a akvizic v České republice

Je zřejmé, že aktivita společností k uskutečňování fúzí a akvizic historicky procházela v určitých vlnách. Především v České republice vzhledem k historickým skutečnostem nastala první vlna přeměn společností a převodu vlastnictví po změně režimu a po nastavení procesu transformace z centrálně plánované ekonomiky na ekonomiku tržní. První velkou vlnou změn vlastnictví v České republice byla kupónová privatizace, v rámci které přešla většina státních podniků z rukou státu do osobního vlastnictví. Vzhledem ke strategickým záměrům vlády však privatizace některých významných společností probíhala postupně až do současnosti a i dnes stát vlastní nebo se významně podílí na vlastnictví určitých klíčových nebo strategických společností.

Další vlna, kterou můžeme nazvat vlnou fúzí a akvizic, nastala po skončení kupónové privatizace v roce 1995 a prakticky trvá dodnes, i když s určitým poklesem na počátku 21. století. Vlna fúzí a akvizic v České republice je podpořena privatizačním procesem dodnes, v posledních letech se navíc jedná o klíčové a strategicky významné společnosti, které zároveň díky své hodnotě zvyšují výkonnost oblasti fúzí a akvizic v České republice. Od roku 2003 však můžeme pozorovat výrazný nárůst v aktivitě v soukromém sektoru, který je především v posledních třech letech podpořen výrazným nárůstem soukromého kapitálu Private Equity fondů, které do jisté míry nahrazují neefektivní český kapitálový trh.

3.1 Privatizace v České republice

V období před rokem 1990 bylo vlastnictví výhradně v rukou státu, v některých výjimečných případech existovala družstva, především bytová družstva či družstva zemědělská.

První vlna změn vlastnictví na našem území nastává po několika desetiletích státního vlastnictví s počátkem privatizace. Ta přichází spolu s transformací ekonomiky z centrálně plánované ekonomiky na ekonomiku tržní, s počátkem vzniku regulačních pravidel a vůbec celého právního rámce, kterým se tento proces mohl řídit.

3.1.1 Malá privatizace (1990-1993)

Malá privatizace byla samostatným procesem, časově předsunutým před proces komplexní transformace vlastnických práv v rámci velké privatizace. Z větší části byla realizována v roce 1991, v roce 1992 se počet privatizovaných jednotek výrazně snížil a v roce 1993 privatizace prakticky pouze dobíhala. Malá privatizace byla ukončena koncem roku 1993. Základním právním řádem pro tento proces byl zákon č. 427/1990, o převodech vlastnictví státu k některým věcem na jiné osoby.

Malá privatizace zahrnovala zejména terciální sektor, jako obchod a služby a malé výrobní jednotky, nejčastěji v hodnotě do 1 mil. Kč. Příjmy z prodejů provozních jednotek uskutečněných v rámci malé privatizace byly uloženy na speciálním účtu.

Základní metodou přeměn vlastnictví v rámci malé privatizace byla veřejná dražba provozních jednotek a dlouhodobý pronájem nebytových prostor (z počátku na 2 roky, později na 5 let). Forma veřejné dražby byla zvolena zejména proto, že veřejné dražby představovaly za daných podmínek nejméně administrativně náročný proces, kdy rozhodujícím kritériem, při splnění ostatních nezbytných podmínek, byla nabízená cena. Byl to většinou rychlý proces, při kterém za určitých okolností, zejména při vážném zájmu účastníků aukce, mohlo dojít k podstatnému zvýšení ceny.

Malá privatizace se týkala pouze majetku, závazky zůstávaly v mateřském podniku, a proto v tomto směru kupující nenesl žádná rizika. Tím se však znesnadňoval budoucí prodej zbývající části podniku. Vzhledem k této skutečnosti se do malé privatizace nezařazovaly velké výrobní závody a továrny, ale byly přeřazeny do skupiny

připravované k prodeji v rámci velké privatizace, kde bylo možné prodat celý podnik najednou.

V rámci malé privatizace tak došlo málokdy k prodeji celého podniku. Využívala se k prodejm částí podniku, kdy část majetku byla oddělena od státní firmy a prodána odděleně. Celý proces byl přesto náročný a několik stovek nedořešených případů bylo buď přesunuto do velké privatizace nebo do likvidace.

Tabulka č. 1: Přehled příjmů a výdajů „zvláštního účtu“ malá privatizace (mil. Kč) za roky 1991 - 1993 a 1991 - 2005

	1991	1992	1993	1991-1993	1991-2005
Příjem z malé privatizace (vč. ostatních příjmů)	16 709	13 595	1 487	31 791	34 365
Úroky	0	709	3 605	4 313	15 284
Příjem celkem	16 709	14 304	5 073	36 086	49 498
Náklady na okresní privatizační komise	86	87	72	245	266
Restituce	8	140	366	514	1 953
Náklady na likvidaci státních podniků	34	1 593	393	2 020	2 789
Ostatní	0	1 200	1	1 201	40 734
Výdaje celkem	128	3 020	831	3 979	45 744
Konečný zůstatek	16 581	11 284	4 242	32 107	1 289

Zdroj: Výroční zpráva FNM 1992-1993, 2005

3.1.2 Velká privatizace

Proces velké privatizace byl zahájen na konci roku 1990 předkládáním privatizačních návrhů na odstátnění všech nebo části aktiv zhruba 4 400 firem, které připadaly v úvahu pro privatizaci. Do programu byly zahrnuty všechny zbývající společnosti kromě těch, u kterých bylo rozhodnuto, že nebudou privatizovány během následujících let (telekomunikace, distribuce energie, atd.).

Legislativní základ pro velkou privatizaci byl dán schválením zákona č. 92/1991 Sb., o podmínkách převodu majetku na další osoby, který byl přijat v únoru 1991. Poté, co bylo přijato politické rozhodnutí o použití kupónové metody, bylo nezbytné rozhodnout jaký rozsah majetku bude privatizován s využitím jednotlivých metod. Existovaly dvě názorově odlišné skupiny: a) zahrnutí prakticky veškerého majetku do kupónové privatizace (původní koncepce), b) privatizace části majetku jinými formami.

Původní transformační záměr, podle kterého měla být kupónová privatizace téměř výlučnou metodou, nebyl naplněn, nicméně kupónová privatizace hrála dominantní roli.

Žádný z privatizovaných podniků nebyl před privatizací restrukturalizován ve smyslu zefektivnění výroby a nastavení procesů pro fungování společnosti v tržní ekonomice, kromě transformace na akciovou společnost. Vláda se řídila názorem, že noví vlastníci budou řídit společnosti lépe než státní zaměstnanci. Problémem však později byl nedostatek kapitálu v ekonomice, který se projevil v následných finančních problémech a někdy až bankrotech konkrétních společností.

V průběhu velké privatizace byly využívány následující metody převodu majetku:

1. transformace do formy akciové společnosti a následný transfer akcií s využitím různých metod uvedených v bodech níže
 - i) transfer akcií prostřednictvím kupónové privatizace
 - ii) přímé prodeje předem určenému nabyvateli
 - iii) veřejné aukce
 - iv) veřejné soutěže
 - v) další metody převodu majetku (bezúplatný převod na obce, sociální a zdravotní pojišťovny atd.)
2. prodej na veřejném kapitálovém trhu

Privatizace každé společnosti byla založena na privatizačních projektech, které mohly obsahovat návrh na privatizaci celé společnosti nebo částí podniku. Management každé státem vlastněné společnosti, která byla vybrána do velké privatizace, musel předložit tzv. "Základní privatizační projekt", který se týkal celé společnosti. Tzv. Konkurenční projekt mohla podat jakákoli fyzická nebo právnická osoba, přičemž její návrh se mohl týkat celé společnosti nebo její části. Privatizace s využitím přímého prodeje předem určenému nabyvateli musela být schválena vládou.

Neexistovala však žádná jednoznačně definovaná kritéria pro přijetí nebo odmítnutí jednotlivých projektů, a proto posouzení projektů bylo velice subjektivní. Po schválení privatizačního projektu na podnik (či menší jednotku) byl podnik převeden na Fond národního majetku České republiky („FNM ČR“) k realizaci.

Velká privatizace proběhla ve dvou vlnách. Do první vlny byly zařazeny státní podniky, u kterých se nevyskytovaly závažnější problémy v oblasti vlastnických a závazkových vztahů a u kterých nebylo stanoveno, že se jejich odvětví jako celek přesouvá do druhé vlny. Jednalo se o zhruba 2400 podniků z celkového počtu více než 4000, které připadaly v úvahu. Celková hodnota tohoto majetku činila téměř 470 mld.

Kč, z toho majetek za cca 200 mld. Kč byl prodán kupónovou metodou. Do druhé vlny byly odloženy komplikovanější případy (např. podniky, u kterých byla nejasná vlastnická práva či nejistá výše závazků). Do druhé vlny byla také odsunuta některá odvětví průmyslu jako celek. Jednalo se např. o rozhodující část chemického průmyslu, farmaceutický průmysl, těžbu uhlí, hutnictví železa, zemědělství a lesnictví.

3.1.2.1 Kupónová privatizace

Vzhledem k rozhodnutí o nutné rychlosti celého privatizačního procesu byla zvolena metoda kupónové privatizace. Samotnému procesu kupónové privatizace předcházela transformace státních podniků na akciové společnosti.

Kupónová privatizace probíhala ve 2 vlnách, které byly součástí 2 vln velké privatizace:

1. vlna kupónové privatizace

- začala v květnu 1992 (nulté kolo proběhlo v březnu až dubnu)
- skončila po 5 kolech úpisu v prosinci 1992

2. vlna kupónové privatizace

- zpožděna částečně kvůli rozdělení ČSFR
- 6 kol úpisu probíhalo od dubna do listopadu 1994 (nulté kolo proběhlo v prosinci 1993)

Do procesu privatizace byli zapojeni všichni občané starší 18 let, kteří o to projevili zájem. Každý občan starší 18 let si měl právo koupit kupónovou knížku s 1000 kupónových investičních bodů. Kupóny opravňovaly každého občana poptávat akcie jakékoli firmy privatizované v rámci kupónové privatizace v jednotlivých vlnách nebo alokovat některé nebo všechny své investiční body do investičních fondů. Investiční body neměly žádné jiné použití a nemohly být převáděny z první vlny do druhé.

Přibližně 75 % všech oprávněných českých občanů se účastnilo v každé vlně (5,95 mil. Čechů v první vlně a 6,16 mil. ve druhé). Účetní hodnota nabízeného majetku na účastníka dosáhla cca 35000 Kč v první vlně a 25000 Kč ve druhé vlně.

Rozhodnutí zda investovat individuálně nebo prostřednictvím investičních fondů muselo být provedeno před začátkem prvního kola, v tzv. „nultém kole“. Během prvních měsíců první vlny zaujala veřejnost velmi zdrženlivý postoj k získávání investičních bodů, zájem se však výrazně zvýšil poté, co investiční fondy neočekávaně brzy a razantně zahájily svojí reklamní kampaň. Množství vzniklých privatizačních

fondů bylo překvapivě vysoké díky tomu, že založení fondu bylo administrativně a finančně velice nenáročné. Na druhou stranu povolení k založení fondů bylo udělováno bez větších požadavků na odbornost správců a požadované minimální základní jmění činilo pouhý 1 mil. Kč. Celkem 429 privatizačních fondů tak lákalo občany k získání rychlého výnosu spíše než spoluvlastnictví podniků a účasti na ekonomickém rozhodování. Fondům tak bylo svěřeno mnohem více kupónů, než se původně očekávalo.

První vlna kupónové privatizace

Fondům svěřilo před prvním kolem své investiční body přes 70 % lidí. Fondy tak spravovaly před zahájením prvního kola asi 6,1 mld. investičních bodů. Fondům se podařilo uplatnit téměř všechny investiční body, získaly za ně investiční majetek v hodnotě 176 mld. Kč (v ČR 117,9 mld. Kč), což činilo asi 58,8 % majetku určeného k privatizaci v prvním kole. Přímí investující občané (asi 2,6 milionu lidí s 2,4 mld. investičních bodů) získali majetek v hodnotě 101,8 mld. Kč (v ČR 63,9 mld. Kč), tj. 34 % celkového majetku určeného pro první vlnu. Po skončení první vlny kontrolovaly investiční privatizační fondy rozhodující počet akcií privatizovaných společností.

Druhá vlna kupónové privatizace

Druhé vlny, která se skládala ze 6 kol, kdy občané opět mohli volit, zda svoje prostředky svěří subjektům kolektivního investování nebo budou objednávat akcie sami, se zúčastnilo 6,16 milionů občanů České republiky a po šesti privatizačních kolech zůstal neprodán majetek v hodnotě 5,69 mld. Kč, což činilo asi 3,7 % původní nabídky. Druhé vlny kupónové privatizace se zúčastnilo 353 fondů, z toho 195 bylo fondů investičních, 120 uzavřených a 38 otevřených podílových fondů.

Tabulka č. 2: Výsledky kupónové privatizace v České republice

	1. vlna	2. vlna
Počet nabízených společností k privatizaci	988	861
Z toho nových ve 2. vlně		676
Účetní hodnota nabízeného majetku (v mld. Kč)	212,5	154,9
Z toho hodnota nově nabízených ve 2. vlně		147
Počet účastníků (v tis.)	5,95	6,16
Účetní hodnota majetku na účastníka (v tis. Kč)	35,1	25,2
Počet zcela prodaných firem	196	268

Zdroj: FNM ČR

3.1.2.2 Role a problematika investičních privatizačních fondů

Investiční privatizační fondy („IPF“) vznikaly jako akciové společnosti, které měly oprávnění sbírat od veřejnosti investiční body a investovat je během kupónové privatizace. Jednalo se o fondy soukromé, vlastněné buď bankovními domy (většinou státními) nebo akciovými společnostmi.

Investiční privatizační fondy začaly vznikat v době, kdy jejich vznik, postavení, činnost a hospodaření nebyly upraveny speciálním zákonem, registraci udělovalo Ministerstvo pro správu národního majetku a jeho privatizaci („MSNMP“) na základě nařízení vlády č. 383/1991 Sb., o vydávání a použití investičních kupónů. Zákonná úprava IPF se objevuje v zákoně o velké privatizaci č. 92/1991 Sb., kde se o nich hovoří jako o „obchodních společnostech, jejichž prostřednictvím bude československý občan investovat své kupóny získané v rámci kupónové privatizace“. K přesnému právnímu vymezení došlo až v roce 1992 přijetím zákona o investičních společnostech a investičních fondech.

V rámci první vlny kupónové privatizace investovalo asi 1,5 - 2 miliony obyvatel individuálně. IPF získaly více než 70% investičních kupónů, tzn. akciové podíly v nominální hodnotě přes 176 mld. Kč. Majetek získaný fondy byl navíc vysoce koncentrovaný, neboť 10 největších IPF (z celkového počtu 429) získalo okolo 50% všech investičních bodů svěřených fondům. 14 největších investičních společností¹⁰ získalo okolo 78% všech investičních bodů alokovaných do IPF, resp. 56% všech dostupných investičních bodů a vlastnilo 68% akcií získaných všemi IPF, resp. 43% všech akcií nabízených v první vlně kupónové privatizace.

Pro druhou vlnu byly zakládány nové investiční společnosti a fondy, většinou další fondy založené již existujícími investičními společnostmi určené jen pro účast ve druhé vlně kupónové privatizace. Druhé vlny se zúčastnilo celkem 353 fondů, z toho polovina se účastnila už v první vlně. Kromě IPF vznikly také podílové fondy, kam mohli občané alokovat své body. Ve druhé vlně občané investovali přes fondy 63,5% všech dostupných bodů.

¹⁰ Jednotlivé investiční společnosti, které byly zakladatelem investičních privatizačních fondů, mohly podle zákona zakládat více fondů. Celkem se tak privatizace zúčastnilo 343 investičních společností.

Vzhledem k vyšší rizikovosti investování do investičních a uzavřených podílových fondů („UPF“)¹¹ je překvapující, že občané v rámci svých investic preferovali investiční fondy („IF“) a uzavřené podílové fondy před otevřenými podílovými fondy („OPF“), u kterých byla možnost rychlého zlikvidnění vložených prostředků. Z celkového počtu investičních bodů svěřených fondům bylo 40% investováno do IF, 38% do UPF a pouze 22% do OPF. Důvodem mohla být malá informovanost veřejnosti o rozdílech mezi jednotlivými typy fondů, ale i nízká koncentrace OPF (z celkového počtu 353 fondů bylo pouze 38 OPF).

Ve druhé vlně došlo k mírnější koncentraci vlastnictví než během první vlny především proto, že ve srovnání s první vlnou se privatizace zúčastnilo více fondů. 14 největších finančních skupin disponovalo okolo 60% všech investičních bodů získaných všemi 353 fondy, resp. 38% všech dostupných investičních bodů ve druhé vlně. Současně také došlo ke vzniku více privátních fondů a investiční společnosti velkých státních bank silně oslabily svoji pozici. Přesto však pokračoval trend nastavený v první vlně privatizace, a to že největší podíl bodů získaly velké investiční společnosti většinou zakládané bankami a pojišťovnami. Fondy ve 2. vlně získaly majetek v účetní hodnotě necelých 100 mld. Kč, čímž se dále posílil jejich význam v ekonomice.

3.1.2.3 Emise na kapitálovém trhu

Kapitálový trh v České republice byl vytvořen v návaznosti na probíhající privatizaci jako instituce, která měla zajistit koncentraci majetku nutnou pro zahájení restrukturalizace v privatizovaných podnicích. Na burzu se tak dostaly tituly, které by se za standardní situace na burzovním trhu nikdy neobjevily. Automatický statut veřejné obchodovatelnosti akcií z kupónové privatizace vůbec nebral na zřetel minimální objem emise nezbytný k tomu, aby mohly být akcie dané emise efektivně obchodovány a aby trh generoval tržní ceny. V roce 1993 bylo na trhu umístěno 955 emisí z první vlny kupónové privatizace, v březnu roku 1995 pak další 674 emisí z druhé vlny.

¹¹ Uzavřené podílové fondy mají omezený počet vydávaných podílových listů nebo dobu jejich prodeje a není zde nárok na zpětný prodej podílového listu investiční společnosti. Oproti tomu otevřené podílové fondy nemají počet podílových listů limitován a investiční společnost je povinna zpětně odkoupit podílový list od podílníka, pokud se pro prodej rozhodne.

Po vstupu kupónových emisí se potvrdilo, že většina obyvatel chápala svou účast v kupónové privatizaci jako lákovou krátkodobou investici a snažila se své podíly brzy zpeněžit, což přispělo k poklesu kurzů většiny společností. Na začátku obchodování s akciami z kupónové privatizace na kapitálovém trhu došlo k okamžitému propadu kurzů většiny emisí vlivem nadhodnocení jejich zaváděcích cen.

Nízké ceny akcií vyvolaly u řady dalších účastníků trhu cenných papírů zájem o ovládnutí vybraných společností za výhodných finančních podmínek. Takto jednaly jak privatizační fondy a společnosti, tak individuální investoři a managementy společností.

3.1.2.4 “Třetí vlna” kupónové privatizace

Třetí vlnou privatizace bývá někdy označován proces koncentrace vlastnictví, který začal od roku 1993 a který kulminoval v roce 1995. Docházelo tak k hromadnému skupování a prodávání akcií privatizačními fondy i individuálními investory. V zásadě se jednalo o snižování počtu vlastněných titulů, neboť fondy ve snaze uplatnit maximum získaných investičních bodů musely investovat v posledních kolech kupónové privatizace, zejména v první vlně, do menších a méně významných společností. Privatizační fondy se snažily snížit diverzifikaci svých portfolií, vytvořit koncentrovanější vlastnické podíly v menším množství společností a vyhnout se potenciálnímu konfliktu s ostatními institucionálními akcionáři. Fondy z druhé vlny se třetí vlny účastnily jen v omezené míře, což bylo dáno jejich nižší velikostí ve srovnání s fondy z první vlny privatizace. Mnoho fondů z druhé vlny upřednostňovalo spíše strategii rychlého zlikvidování portfolia. Řada investičních fondů se přeměnila do podoby běžné akciové společnosti, aby se vyhnula investičním limitům¹².

Jedním ze znaků 3. vlny bylo přesunutí zájmu o nepřátelská převzetí od podniků k převzetí investičních fondů, které postihlo i největší bankovní domy v ČR. Investiční fondy, hlavně ty založené v první vlně kupónové privatizace, byly akciové společnosti s velkým množstvím akcionářů a byly snadnou kořistí pro nepřátelská převzetí. Bylo snazší získat kontrolní balík akcií v IPF než v běžných společnostech, a to zejména díky roztržitému vlastnictví akcií fondů.

¹² Podle zákona čelil každý fond 20% diversifikačnímu pravidlu

Ve společnostech, ve kterých fondy přes vysoký vlastnický podíl nemohly ovlivňovat management tak, jak by si představovaly, se snažily zbavit svých podílů a zredukovat svá portfolia.

Výsledkem třetí vlny byla koncentrace kontrolních balíků akcií s rozhodovací pravomocí nejméně v polovině ze 1700 podniků privatizovaných kupónovou metodou. Program kupónové privatizace tedy na konci dne nevedl k rozptýlení vlastnictví mezi miliony drobných akcionářů, jak se původně předpokládalo, ale k jeho postupné koncentraci do rukou podílových fondů. Proces koncentrace majetku pokračoval s výrazně nižší intenzitou i v následujících letech.

Obsahem této diplomové práce není detailní studie privatizačního procesu, přesto je nutné zmínit několik zásadních bodů.

Výsledkem kupónové privatizace nebyla změna vlastnictví ve smyslu nalezení konečných vlastníků, ale byla pouze mezistupněm, který byl následován procesem koncentrace majetku.

Dalším problémem byl konflikt zájmů bank v roli věřitele a vlastníka podniků (prostřednictvím dceřiných IPF) vedoucí k neefektivní úvěrové politice a negativnímu postoji vůči případným bankrotům firem. Při bankrotech pak banky hrály roli v postavení věřitele a současně nepřímého vlastníka. Kromě toho byly banky z velké většiny nadále vlastněny státem a stát se téměř ve všech případech snažil podniky před bankrotem zachránit, neboť podniky zaměstnávaly velké množství lidí a politický dopad by pak mohl být neúnosný.

Vznik a fungování kapitálového trhu byl kupónovou privatizací výrazným způsobem ovlivněn. Privatizace sice napomohla vzniku kapitálového trhu, zajistila první distribuci akciového kapitálu v ekonomice a determinaci prvotních tržních cen, avšak fungování trhu zásadně narušila. Mnoho středně velkých a malých firem obchodovaných na Burze cenných papírů a RM Systému nebylo schopno dostát povinnostem vyplývajícím z jejich kótování na burze, popř. využít možností s tím spojených (např. získání nového kapitálu). Tento fakt tak významným způsobem ovlivňuje fungování kapitálového trhu v budoucím období, prakticky až do současnosti.

3.1.2.5 Přímé prodeje předem určenému nabyvateli

V rámci privatizace majetku byly zvoleny i další metody kromě kupónové privatizace. Jedním z nich byly i přímé prodeje předem určenému nabyvateli.

V rámci této formy prodeje měly domácí subjekty možnost získat státní majetek prostřednictvím přímých prodejů za účetní hodnotu. Zahraniční investoři museli předložit návrh ceny založený na auditu vypracovaném nezávislou účetní firmou. Tento návrh byl poté předmětem dalšího jednání¹³.

Nejčastějšími kupujícími v rámci přímých prodejů byly managementy privatizovaných společností. Výhodou těchto prodejů bylo efektivní nalezení strategického partnera, na druhou stranu forma prodeje umožňovala velký prostor pro korupci a ovlivňování procesu, navíc způsobovala zadlužení, které pak zpomalilo restrukturalizační proces a oddálilo investice do rozvoje společnosti.

3.1.2.6 Veřejné dražby

Kromě přímých prodejů se dále využívaly veřejné dražby. Ty často končily prodejem za vyvolávací cenu nebo cenu ještě nižší. Výhodou prodejů ve veřejné dražbě byla jednoduchá realizace a v případě vytvoření konkurenčního prostředí i relativně vyšší výnos z prodeje. Vyšších výnosů ale nebylo možné dosáhnout vzhledem k nedostatku kapitálu v ekonomice, neodpovídající účasti a konkurenci mezi zájemci.

3.1.2.7 Veřejné soutěže

Mezi další varianty převodů vlastnictví patřily veřejné soutěže. Ty na rozdíl od veřejné dražby, jejímž hlavním a jediným kritériem je cena, umožňují zahrnutí více než jednoho kritéria výběru vítězné nabídky. S tím je však také spojena vyšší administrativní náročnost a subjektivní hodnocení nabídek. Veřejné soutěže jsou základní privatizační metodou především od druhé poloviny devadesátých let¹⁴. Výhodou veřejné soutěže bývá možnost vícekritériálního nastavení výběru vítězné

¹³ Zákodárci zamýšleli toto opatření jako poskytnutí výhody domácím kupcům, ale ve skutečnosti byla účetní hodnota založena na aktivech pochybné hodnoty, takže i domácí kupci často využívali možnosti předložit auditovaný odhad hodnoty ve snaze snížit kupní cenu

¹⁴ Do té doby byly využívány spíše přímé prodeje

nabídky, avšak často bývá používáno pouze kritérium ceny, především z důvodů dosažení co nejvyšší objektivitu výběru. Nevýhodou této formy prodeje bývá jeho administrativní náročnost a dlouhá doba realizace.

3.1.2.8 Další způsoby převodu majetku

V rámci privatizace stát přistupoval i k dalším převodům vlastnických práv. Kromě restitucí se jednalo o bezúplatné převody majetku na veřejné instituce a obce, transformace družstev a převod majetku na obce.

Převody majetku na obce byly zahájeny v roce 1991, kdy se uskutečnil největší jednorázový převod majetku v hodnotě cca 350 mld. Kč na zhruba 6000 obcí. Proces pokračoval v rámci velké privatizace, kdy byly realizovány bezúplatné převody majetku na obce v účetní hodnotě přesahující 30 mld. Kč. Na obce byla navíc zdarma převedena část akcií firem se zásadním významem pro region – teplárny a elektrárny. Jednalo se například o bezúplatný převod podniků vodovodů a kanalizací a dále teplárenské společnosti, městské podniky služeb, lázeňské objekty, zdravotnická zařízení.

Proces převedení majetku socialistických družstev do soukromého vlastnictví právnických a fyzických osob se uskutečnila jako součást velké privatizace v období let 1992 – 1993. Postup transformace družstev byl upraven zákonem 42/1992, o úpravě majetkových vztahů a vypořádání majetkových nároků družstev, který stanovil způsob vypořádání majetkových vztahů v družstvu, postup přeměny družstva na jiné podnikatelské subjekty podle Obchodního zákoníku a vydání majetku SSM a KSČ.

Proces transformace družstev byl významný zejména v zemědělství (cca 1200 původních zemědělských družstev se přeměnilo do více než 1600 nově založených subjektů – především zemědělských družstev, společností s ručením omezeným a akciových společností), ale vztahoval se i na výrobní, spotřební a bytová družstva.

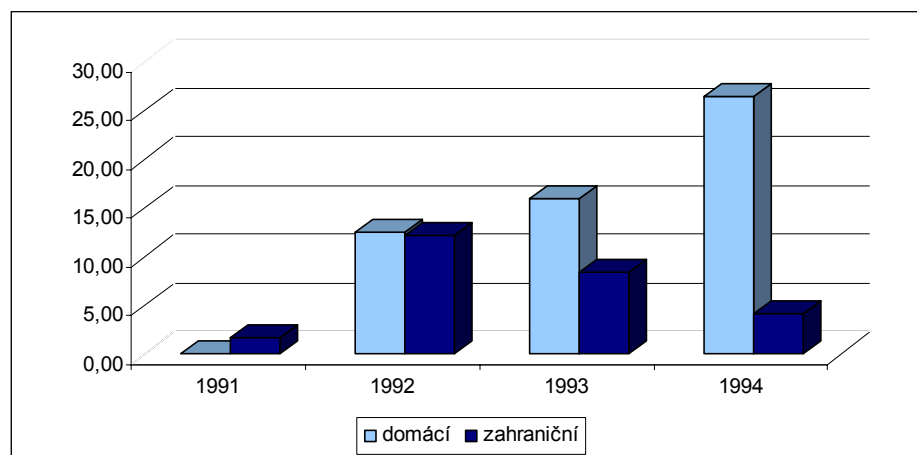
Aplikací zákona se nepodařil původní záměr transformací bytových družstev uvolnit trh s byty.

3.1.2.9 Účast zahraničních investorů

Záměrem kupónové privatizace byl převod vlastnictví do rukou občanů České a Slovenské republiky. Zpočátku byla spíše neochota k uskutečňování prodejů

zahraničním investorům v rámci jiných privatizačních forem. Zároveň byl v první fázi malý zájem zahraničních investorů, který se však brzy výrazným způsobem znásobil.

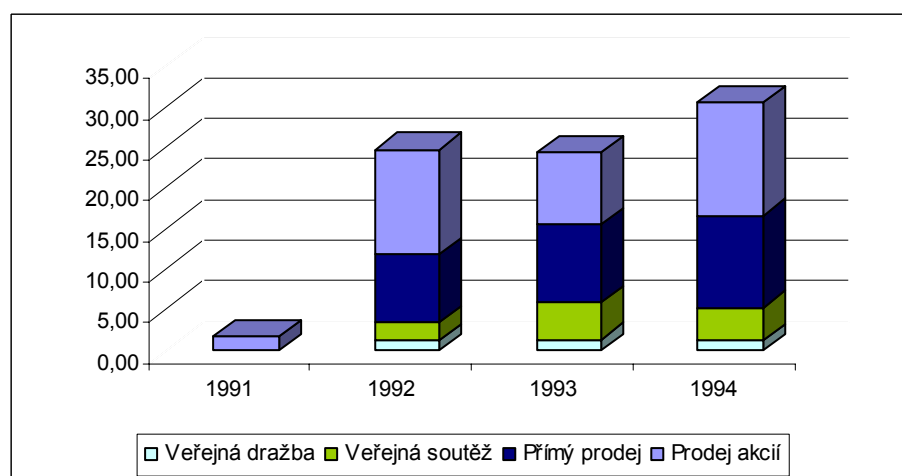
Graf č. 1: Příjmy z prodeje majetku a akcií v rozdělení na tuzemské a zahraniční investory v letech 1991 – 1994 (v mld. Kč)



Zdroj: Výroční zprávy FNM ČR

Za prodej majetku a akcií získal FNM ČR do konce roku 1994 celkem kolem 81,5 mld. Kč, z toho asi 67 % získal z prodeje zahraničním investorům (ca. 55 mld. Kč). Jak je zřejmé z následujícího grafu, jednalo se většinou o prodej akcií (za roky 1991-1994 ze 46 %) a přímý prodej (36 % z celkových prodejů v těchto letech). Veřejná soutěž se využila při 13 % prodejů aktiv státu a veřejná dražba pouze v 5 % případů.

Graf č. 2: Získané prostředky FNM ČR v letech 1991 – 1994 dle jejich původu (v mld. Kč)



Zdroj: Výroční zprávy FNM ČR

3.1.3 Privatizace po skončení kupónové privatizace (od roku 1995)

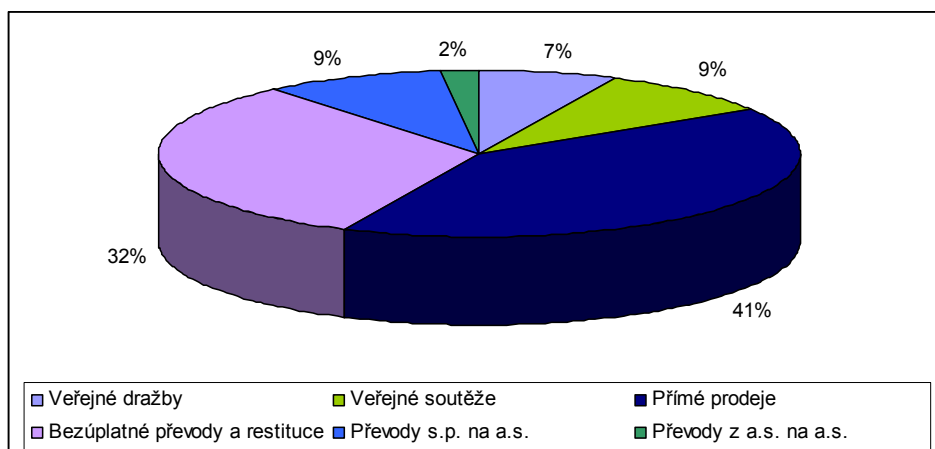
Po skončení druhé vlny kupónové privatizace na počátku roku 1995 bylo zprivatizováno pouze cca 61% majetku a akcií zařazených do tzv. velké privatizace. V případě hodnocení privatizace v rámci standardních privatizačních metod, tj. bez vlivu kupónové privatizace, bylo na počátku roku 1995 zprivatizováno pouze cca 38% majetku a akcií určených pro tento způsob privatizace.

Kromě majetku určeného pro privatizaci existovala ještě část majetku, o jehož způsobu privatizace nebylo do té doby rozhodnuto a s privatizací takových aktiv se počítalo až v budoucnosti (např. majetek Českých drah, část majetku z odvětví zdravotnictví).

Po skončení etapy kupónové privatizace dále pokračovala privatizace majetku zařazeného do velké privatizace s využitím standardních metod.

Akcie v držení státu (FNM ČR) byly rozděleny na tzv. strategické účasti, které v nejbližší době neměly být privatizovány a tzv. „dočasné držení akcií“. Do kategorie „dočasné držení akcií“ patřily především neprodané zbytky z kupónové privatizace, akcie rezervované pro přímý prodej včetně případů, kdy se nepodařilo tyto transakce realizovat, akcie určené pro prodej prostřednictvím zprostředkovatele (na kapitálovém trhu), dosud nerealizované veřejné soutěže, různé rezervy pro uspokojování restitučních nároků, neprodané zaměstnanecké akcie a další. Cílem bylo privatizovat tyto akciové podíly rychle při současné maximalizaci výnosů. V této souvislosti se FNM ČR začal více angažovat v prodejích prostřednictvím kapitálovém trhu nebo formou veřejných soutěží.

Graf č. 3: Privatizační jednotky k privatizaci dle druhu transformace 1991-2005



Zdroj: Výroční zprávy FNM ČR

3.1.3.1 Prodeje na kapitálovém trhu

FNM ČR se již v roce 1993 snažil prodat část akcií ve větších objemech prostřednictvím tzv. blokových obchodů mimo burzovní trh. Zájem investorů však nebyl dostatečný, proto byla celá nabídka stažena.

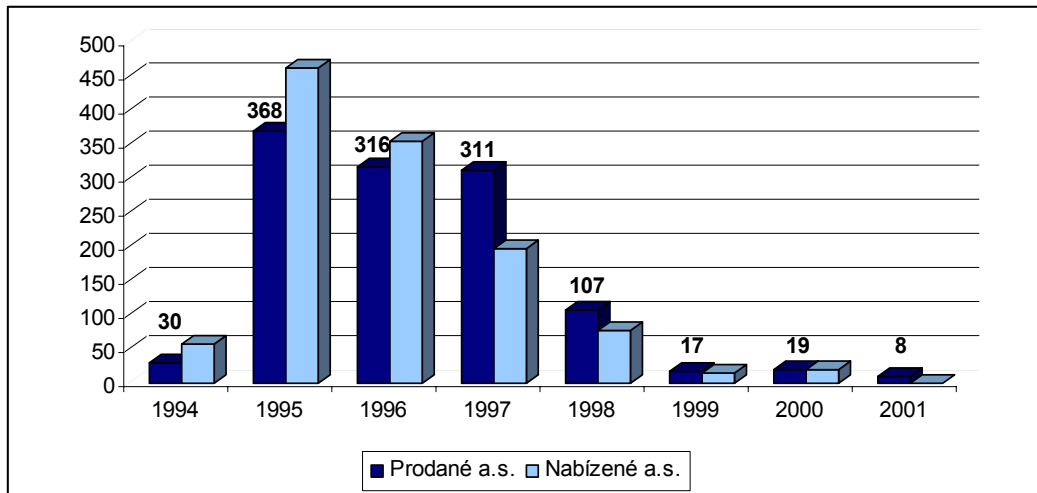
Výraznější využití privatizace přes kapitálový trh přišlo v říjnu 1994 na Burze cenných papírů Praha („BCPP“) a RM-Systému („RMS“) v březnu 1995. Z počátku FNM ČR obchodoval na BCPP i na RMS v segmentu blokových obchodů a na centrálním trhu a byl tak nucen aktivně hledat kupce pro své podíly. Později byly prostřednictvím kapitálového trhu vypořádávány pouze převody akcií. Z následujícího grafu je jasně zřetelný pokles v počtu prodejů akcií přes kapitálový trh od roku 1997, především z důvodu nedokončených řízení u revokací v případech probíhajících soudních sporů, restitucí a podobně. Negativně také působila skutečnost, že v portfoliu fondu byly akcie společností, které nebyly registrované na kapitálovém trhu. FNM ČR se rozhodl k 31.12.2002 ukončit svou činnost na kapitálovém trhu. V roce 2002 FNM ČR neuskutečnil na BCPP ani RMS žádný prodej.

V současnosti se FNM ČR¹⁵, respektive stát, dostal do stavu, kdy se na BCPP obchodují pouze emise strategických účastí. Stát je tak nucen zbytkové podíly prodávat

¹⁵ FNM byl zrušen k 31.12. 2005. Veškerou působnost převzalo od 1.1.2006 Ministerstvo Financí ČR.

metodou obchodní veřejné soutěže, která je administrativně, finančně i personálně náročnější.

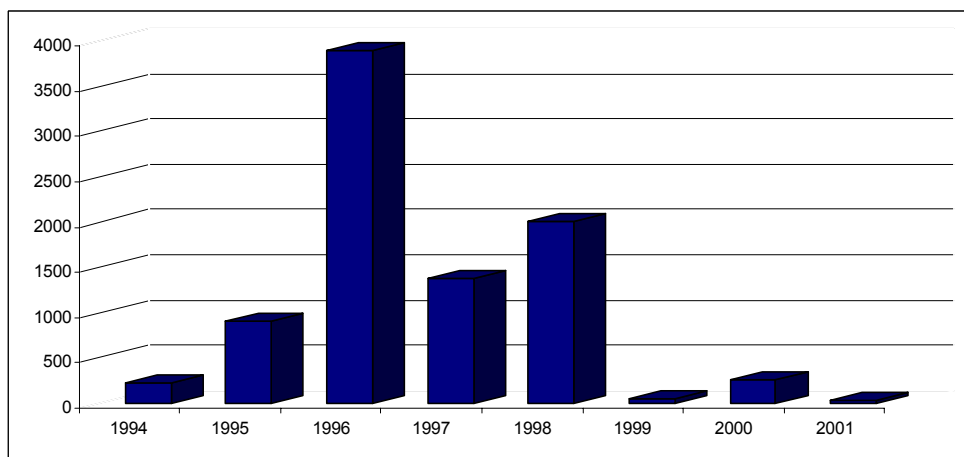
Graf č. 4: Prodeje státního majetku na kapitálovém trhu v letech 1994¹⁶ - 2001



Zdroj: Výroční zprávy FNM ČR

V období od října 1994 do konce roku 2002, kdy se FNM účastnil prodejů přes kapitálový trh, bylo touto formou prodáno 1176 akciových společností. Celkem bylo dosaženo tržeb ve výši 8 772 mil. Kč.

Graf č. 5: Přehled tržeb dosažených při prodeji na kapitálovém trhu v letech 1994¹⁷ - 2001 (v mil. Kč)



Zdroj: Výroční zprávy FNM ČR

¹⁶ Od října do prosince 1994.

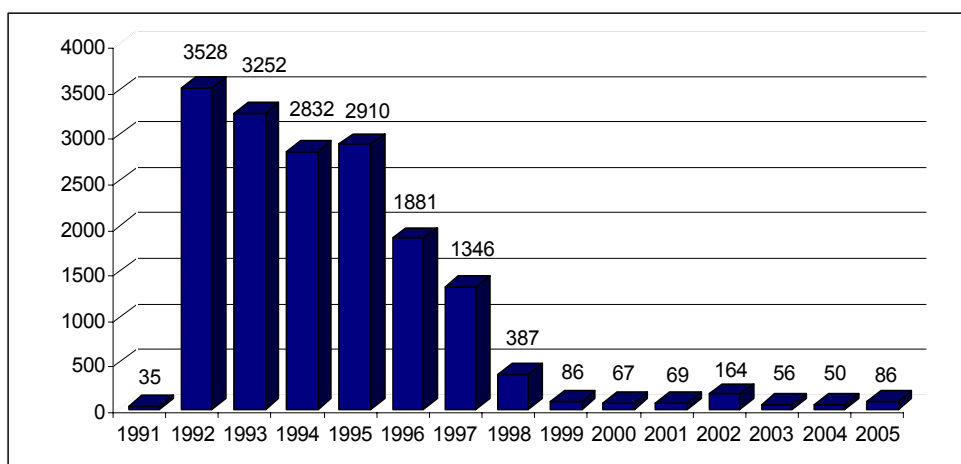
¹⁷ Od října do prosince 1994.

3.1.3.2 Privatizace standardními metodami

Privatizace státního majetku s využitím standardních metod probíhala současně s prodeji přes kapitálový trh i od roku 1995. Oproti předchozímu období, kdy byly standardními metodami privatizovány především výrobní a obchodní podniky, se rozběhla i privatizace zdravotnických zařízení, bytových podniků a některých dalších majetků nevýrobního charakteru. Na rozdíl od předchozích let, kdy hlavním kritériem byla rychlost, se postupně pozornost přesunula na maximalizaci získaných finančních prostředků.

Od počátku privatizace, tj. od roku 1991, do konce roku 2005 převzal FNM ČR od Ministerstva financí celkem 16 749 privatizačních jednotek, z nich 150 nebylo ke konci roku 2005 ještě zprivatizováno, tj. 99% privatizací těchto jednotek bylo realizováno. Dořešení některých privatizací bránily např. nedořešené restituční nároky. Část akcií v portfoliu FNM ČR představovaly podíly s minimální hodnotou ve společnostech v likvidaci či v konkurzu. Od poloviny roku 2002 se FNM ČR nepokoušel prodávat tyto akcie vzhledem k jejich minimální, resp. nulové hodnotě a čekal na zrušení těchto společností.

Graf č. 6 – Předané privatizační jednotky¹⁸ v jednotlivých letech od počátku privatizace



Zdroj: Výroční zprávy FNM ČR

¹⁸ Předané privatizační jednotky jsou obsahem předaných projektů k privatizaci. Předaným privatizačním projektem se rozumí projekt, u kterého bylo vydáno vládou ČR nebo Ministerstvem financí rozhodnutí o privatizaci, a FNM ČR jej převzal k realizaci.

Dalším specifickým problémem pro dokončení privatizace je i držení akcií se zvláštními právy (tzv. „zlaté akcie“), kdy výkon akcionářských práv vykonávají jednotlivá „zakladatelská ministerstva“. FNM ČR ve spolupráci se zakladatelskými ministerstvy realizoval ve většině případů proces jejich přeměny na akcie kmenové s následnou privatizací.

Za celé privatizační období od roku 1991 do konce roku 2005 činil příjem FNM ČR z privatizace majetku a akcií 533,7 mld. Kč, z toho 85% tvořily příjmy z prodeje akcií, 10% přímé prodeje majetku, 4% veřejné soutěže a 1% veřejné dražby majetku státu.

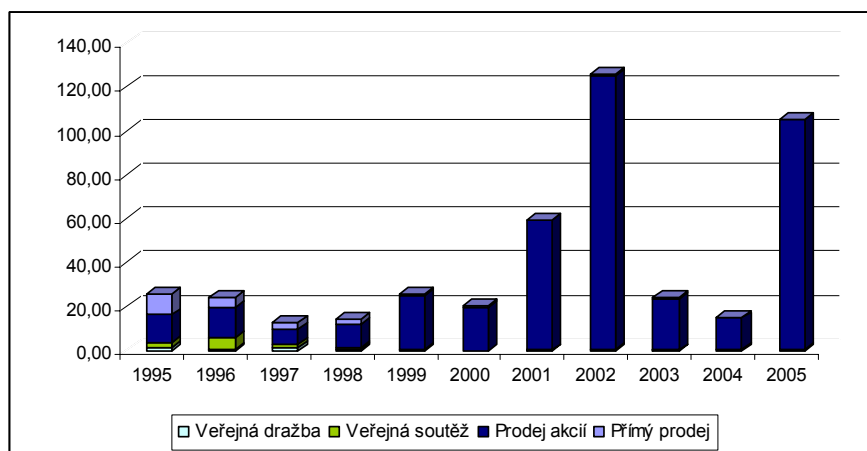
Tabulka č. 3: Příjem FNM ČR z prodeje majetku a akcií za období 1991 - 2005 (v Kč)

Druh transformace	Prodej ČR	Prodej Zahraničí	Celkem
Veřejná dražba (prodej majetku)	6 987 639 034	88 500 000	7 076 139 034
Veřejná soutěž (prodej majetku)	21 267 336 640	65 000 000	21 332 336 640
Přímý prodej majetku	46 783 697 828	5 219 312 642	52 003 010 470
Prodej akcií	104 452 004 942	348 858 259 014	453 310 263 956
Celkem	179 490 678 444	354 231 071 656	533 721 750 100

Zdroj: Výroční zprávy FNM ČR

Následující graf zobrazuje vývoj příjmů státu z prodeje majetku a akcií v jednotlivých letech po konci kupónové privatizace. Nejvýznamnějších příjmů stát dosáhl především v letech 2002 a 2005, kdy došlo k prodeji několika strategických a významných společností. Popis těchto významných privatizací je uveden v následující kapitole.

Graf č. 7: Příjmy s privatizace podle metody privatizace v letech 1995 – 2005 (v mld. Kč)



Zdroj: Výroční zprávy FNM ČR

3.1.3.3 Privatizace strategických společností

V roce 1999 byla zahájena privatizace tzv. strategických společností, které představují většinou majoritní podíly v podnicích, které jsou z hlediska priorit státu považovány za významné. Jedná se o společnosti, které mají značný význam pro ekonomiku České republiky v oblasti bankovního či finančního sektoru anebo jsou to hutní, petrochemické, důlní a telekomunikační společnosti, společnosti výroby a distribuce elektrické energie a také plynárenské distribuční společnosti. Tyto subjekty zaujímají významné, často monopolní postavení na trhu, kde konkurenční prostředí vyžaduje přijetí regulatorních opatření za strany státu. Držení majoritních podílů státem bylo realizováno ze strategických důvodů s cílem nalézt strategického, většinou zahraničního partnera.

Způsob privatizace těchto společností byl zvolen tak, aby vytvořil konkurenční prostředí s cílem maximalizovat cenu. Nejčastěji se jednalo o přímý prodej strategickému investorovi na základě veřejného výběrového řízení. V některých případech se uskutečňovaly prodeje i formou veřejné obchodní soutěže či přímým prodejem jednomu konkrétnímu investorovi, kterému byla ponechána exklusivita ve vyjednávání.

Přehled privatizací hlavních strategických společností v období let 1999-2006 je uveden v tabulce č. 4.

Tabulka č. 4: Seznam hlavních privatizačních transakcí realizovaných FNM ČR v letech 1999-2006

<i>Prodávaná společnost</i>	<i>% podíl FNM ČR</i>	<i>Nabyvatel</i>
1999		
ČSOB	19,6	KBC Bank N.V.
2000		
Paramo	70,9	Unipetrol
Česká spořitelna, a.s.	52,1	Erste Bank
Železnobrodské sklo, a.s.	85	Bijou Terra
2001		
Pražské vodovody a kanalizace, a.s.	66	Veolia Water
Komerční banka, a.s.	60	Société Générale
ČESKÉ RADIOKOMUNIKACE, a.s.	51,2	Bivideon
Česká pojišťovna, a.s.	30,25	PPF
Jan Becher-KV Becherovka, a.s.	89	SALB
	5	p. Lupínek
Transgas, a.s. a 8 plyn. distrib. spol.	Transgas - 97	RWE Gas
	distrib. spol. - 40 až 49	RWE Gas
2002		
NOVÁ HUŤ, a.s.	52,3	LNH Holdings
Transgas, a.s.	3	RWE Gas
2003		
8 energetických distribučních společností	33,4 až 58,3	ČEZ
	13,3 až 14,2	MPSV ČR
VÍTKOVICE, a.s.	67,3	Lahvárna Ostrava
	1	PAL (100% dcera FNM)
2004		
Sokolovská uhelná	48,7	Sokolovská těžební
	1,3	PAL (100% dcera FNM)
OKD, a.s. člen koncernu KARBON INVEST, a.s.	45,88	KARBON INVEST, a.s.
ČKD Praha Holding, a.s. (nestrategická spol.)	85,6	FITE-DV, a.s.
2005		
ČESKÝ TELECOM, a.s.	51,1	Telefónica S.A.
UNIPETROL, a.s.	62,99	POLSKI KONCERN NAFTOWY ORLEN S.A.
VÍTKOVICE STEEL, a.s.	98,96	Mastercroft Limited ze skupiny Vraz Holding
SEVEROČESKÉ DOLY, a.s.	55,792	ČEZ, a.s.
ŠKODA PRAHA, a.s.	24,28	ČEZ, a.s.
2006		
Aero Vodochody, a.s.	99,97	Oakfield (Penta)

Zdroj: Výroční zprávy FNM ČR 1999 – 2005, ČTK

Nejvýznamnější transakcí roku 1999 byl prodej 66% podílu státu v **Československé obchodní bance, a.s. (ČSOB)**, tedy další prodej aktiv v bankovním sektoru České republiky. Kupujícím ČSOB byla belgická banka KBC Bank, která za tento podíl zaplatila 40,047 mld. Kč. Později KBC Bank odkoupila i 24% slovenský státní podíl v ČSOB, v roce 2006 dále zvýšila svůj podíl na 97,44% odkupem akcií od Evropské banky pro obnovu a rozvoj (EBRD) a v roce 2007 uvažuje o veřejné nabídce minoritním akcionářům k ovládnutí 100% akciového podílu ve společnosti.

V průběhu roku 2000 bylo rozhodnuto o prodeji 73,74% akciového podílu v **Chemických závodech Sokolov, a.s.** a 46,29% podílu v **Mostecké uhelné společnosti, a.s.** zahraničním nabyvatelům.

Významnou transakcí v roce 2000 v bankovním sektoru se stal prodej 52% podílu v **České spořitelně, a.s.** rakouské finanční skupině ERSTE BANK, která za něj zaplatila 19 mld. Kč.

Rok 2001 byl v privatizaci strategických společností zahájen úspěšným prodejem majoritního podílu ve společnosti **PRAŽSKÉ VODOVODY A KANALIZACE a. s.** Vítězem veřejné obchodní soutěže na získání 66 % akcií této společnosti se stal společný projekt francouzské Vivendi a britské Anglian Water - společnost Prague Water CGE-AW. Ta se po zaplacení kupní ceny ve výši 6,1 mld. Kč, která výrazně přesáhla očekávání, stala strategickým investorem Pražských vodovodů a kanalizací a zároveň silným partnerem hlavního města Prahy. Hlavní město Praha dále drží blokační minoritu ve společnosti ve výši 34 % akcií.

Nejvýznamnější transakcí roku 2001 byla privatizace **KOMERČNÍ BANKY a. s.**, o které rozhodla vláda ČR již v roce 1997. Vítězem veřejného výběrového řízení, které bylo zároveň poslední privatizační příležitostí v českém bankovním sektoru, se stala francouzská Société Générale. Za podíl představující 60 % na základním jmění Komerční banky a. s. zaplatil tento bankovní dům cenu 1,186 mld. EUR. I přes řadu překážek, které během čtyř let úsilí o prodej Komerční banky vyvstaly a privatizační proces komplikovaly, tak FNM ČR dosáhl nejlepší kupní ceny v historii privatizace bankovního sektoru ve střední Evropě.

Na podzim roku 2001 dokončil FNM ČR prodej 51,19 % akcií společnosti **ČESKÉ RADIOKOMUNIKACE a. s.**, a to navzdory celkově nepříznivé situaci na telekomunikačních trzích. Po dvou letech privatizačního úsilí, které bylo završeno velmi složitým procesem vyjednávání s potenciálními investory, získala tato společnost majoritního vlastníka ve společnosti Bivideon B.V. Tento společný podnik německé

Deutsche Bank a telekomunikačního operátora TeleDanmark zaplatil za podíl státu v ČESKÝCH RADIOKOMUNIKACÍCH částku 6,817 mld. Kč a zároveň se smluvně zavázal k zajišťování šíření a přenosu vysílání rozhlasového a televizního signálu a k výkonu ostatních povinností vycházejících z platné telekomunikační licence Radiokomunikací.

Také v sektoru pojišťovnictví došlo ke konci roku 2001 k významné transakci. Podíl 30,25 % na základním jmění společnosti **ČESKÁ POJIŠŤOVNA a. s.** byl na základě rozhodnutí vlády ČR prodán metodou přímého prodeje společnosti PPF a. s., a to za kupní cenu ve výši 3,871 mld. Kč. Tento výnos, představující 3 750 Kč na akcii, svou výší značně přesáhl částku, kterou společnost PPF jako zájemce o koupi akcií původně nabízela.

Na dokončení privatizace společnosti **JAN BECHER – KARLOVARSKÁ BECHEROVKA a. s.** začal FNM ČR pracovat v souladu s usnesením vlády ČR hned na počátku roku 2001. Dle tohoto vládního usnesení z roku 1997 měl Fond prodat 59 % akcií Becherovky společnosti SALB s. r. o., a to na základě splnění privatizačních podmínek daných v první fázi privatizace (prodej první části akcií JK-KB a. s. ve výši 30 %). Ke shodě mezi zájmy českého státu a záměry dosavadního akcionáře Becherovky však došlo až na podzim roku 2001, kdy byla smlouva o prodeji 59 % akcií společnosti Jan Becher – Karlovarská Becherovka a. s. společnosti SALB s. r. o., za 1,377 mld. Kč uzavřena a následně vypořádána.

V první polovině roku 2002 došlo k další významné a úspěšné privatizaci společnosti **TRANSGAS, a.s.** a dalších osmi plynárenských regionálních distribučních společností. Německá společnost RWE Gas AG zaplatila za akcie plynárenských společností 4,1 mld. EUR, což představovalo nejvyšší výnos z privatizace českých podniků a historicky nejvyšší výnos z privatizace energetiky ve střední Evropě.

Významnou transakcí roku 2003 byl prodej 52,25% akciového podílu FNM ve společnosti **NOVÁ HUŤ, a.s.** V lednu 2003 obdržel FNM za prodej tohoto podílu částku ve výši 6 mil. USD (tj. cca. 175,4 mil. Kč) od společnosti LNM Holdings N. V. Zbýlý 15% podíl (po zvýšení základního kapitálu již pouze 13,88% podíl) byl předmětem rozhodčího řízení se společností PETRCÍLE, za který by stát měl získat další 3 mil. USD. Transakce začala již v roce 2002 exklusivním vyjednáváním se společností LNM Holdings, N.V. o prodeji 67,25% akcií.

Mezi významné převody akcií patřily v první polovině roku 2003 převody podílů osmi významných energetických distribučních společností na ČEZ, a.s. a následně

převod 51% akciového podílu ČEZ, a.s. ve společnosti ČEPS, a.s. na společnost OSINEK, a.s. (stoprocentní dceřiná společnost FNM ČR) a 15 % akcií společnosti ČEPS, a.s. na MPSV ČR. Společnost ČEZ, a.s. prodala akcie ČEPS, a.s. za 15,2 mld. Kč a zároveň koupila za 31,9 mld. Kč akcie distribučních společností, přičemž FNM ČR do konce roku 2004 obdržel čistý peněžitý příjem ve výši 16,7 mld. Kč. Tyto převody znamenaly ukončení privatizace elektro-energetických distribučních společností.

V roce 2003 došlo dále k prodeji společnosti **VÍTKOVICE, a.s.** za kupní cenu ve výši 81 mil. Kč společnosti LAHVÁRNA OSTRAVA, a.s. Další část kupní ceny ve výši 320 mil. Kč sloužila na úhradu pohledávek České konsolidační agentury („ČKA“) za společností VÍTKOVICE, a.s.

V roce 2004 vláda přehodnotila své původní rozhodnutí a v březnu 2004 rozhodla zrušit obě veřejná výběrová řízení na určení nabyvatelů akciových podílů v hnědouhelných společnostech Severočeské doly a.s. a Sokolovská uhelná, a.s.. Zároveň byla zahájena exklusivní jednání o přímém prodeji akcií společnosti Sokolovská uhelná, a.s. (společný prodej akcií FNM ČR a jeho dceřiné společnosti PAL, a.s.) společnosti Sokolovská těžební, a.s. Po splnění odkládacích podmínek došlo v červnu 2004 k zaplacení kupní ceny prodávajícím ve výši 2,6 mld. Kč, přičemž FNM ČR obdržel částku ve výši 2,5 mld. Kč

Privatizace těžby hnědého uhlí v České republice byla ukončena v listopadu 2004 vypořádáním prodeje 45,88 % podílu ve společnosti **OKD, a.s.**, člen koncernu KARBON INVEST, a.s. společnosti KARBON INVEST, a.s. za kupní cenu 4,1 mld. Kč.

V roce 2004 proběhlo celkem 12 privatizací, z nichž největší byly zmíněny výše. V sedmi z dvanácti privatizací v roce 2004 byli úspěšní čeští investoři. V dalších 5 privatizacích uspěly subjekty z Rakouska, Francie, Slovenska, USA a Kanady. Mezi nejvýznamnější transakce jak svou výší tak svým průběhem patří privatizace **ČESKÉHO TELECOMU, a.s.**, která se uskutečnila v průběhu roku 2005. V březnu 2005 vybrala vláda nejvýhodnější nabídku na odkup 51,1 % akcií TELECOMU, kterou podala španělská společnost Telefónica S.A., a to ve výši 82,6 mld. Kč. Po splnění odkládacích podmínek došlo k vypořádání transakce v červnu 2005.

Mezi další významné transakce roku 2005 patřilo vypořádání prodeje 62,99 % rafinérsko-petrochemického holdingu **UNIPETROLU, a.s.** polské společnosti POLSKI KONCERN NAFTOWY ORLEN S.A., a to za kupní cenu ve výši 12,95 mld. Kč, která byla vysoko nad původními očekávanými. O prodeji vláda rozhodla již na konci roku

2002, z původně sedmi předběžných nabídek byly do užšího kola transakce vybrány společnosti MOL Hungarian Oil and Gas, PKN Orlen a Shell Europe Oil Products. Vítězná nabídka byla vybrána v polovině roku 2004. Již od úplného počátku privatizace byl o UNIPETROL velký zájem, do veřejného výběrového řízení bylo přihlášeno na 20 firem a konsorcií z Evropy a USA. V úplném počátku privatizace stála na straně vítězného kupujícího společnost AGROFERT HOLDING, a.s., která za prodávaný podíl nabízela 361 mil. EUR. Během roku 2002 avšak došlo k zastavení procesu a zrušení transakce, neboť se strany nemohly dohodnout na plnění odkládacích podmínek.

Poslední privatizace v českém hutnictví byla uskutečněna v listopadu 2005 prodejem 98,96 % akcií společnosti **VÍTKOVICE STEEL, a. s.**, které vlastnila stoprocentní dceřiná společnost FNM ČR - OSINEK, a. s., ruskému investorovi Mastercroft Limited ze skupiny Evraz Holding za cenu ve výši 7,05 mld. Kč.

V roce 2005 dále proběhly další dvě částečné privatizace, a to formou exklusivních vyjednávání a následným prodejem dvou majetkových účastí společnosti ČEZ, a.s. Jednalo se o 55,792 % podíl ve společnosti **SEVEROČESKÉ DOLY a. s.** za kupní cenu ve výši 9,046 mld. Kč a prodej 24,28% podílu ve společnosti **ŠKODA PRAHA, a.s.** za kupní cenu ve výši 58,9 mil. Kč, čímž byla ukončena privatizace společnosti ŠKODA PRAHA, a. s.

V roce 2005 se v České republice uskutečnilo 20 privatizací. Největší privatizací byl již zmíněný prodej většinového podílu v Českém Telecomu španělské společnosti Telefónica. Tato privatizace byla třetí největší ze zemí střední a východní Evropy.

V roce 2006 byly zaznamenány pouze tři privatizace, z nichž dvě provedla Česká konsolidační agentura a jednu město Ústí nad Labem. Celková hodnota všech tří privatizací dosáhla částky 140 mil. USD.

Největší transakcí ve veřejném sektoru byl prodej společnosti Aero Vodochody, a.s. společnosti Oakfield z investiční skupiny Penta na konci roku 2006 za cenu asi 130 mil. USD.

3.1.3.4 Zbylé státní podniky

V současnosti ještě stále existuje majetek vlastněný státem, u něhož nebylo o privatizaci rozhodnuto. Tento majetek nebyl převeden na FNM ČR, ale je v majetku státu a spravují ho státní podniky.

Dále existují stále nezprivatizované strategické společnosti, u kterých ještě neproběhla, probíhá nebo již byla ukončena transformace na akciovou společnost a o jejich prodeji se vážně uvažuje. Jedná se o **Letiště Praha, a.s., Budějovický Budvar¹⁹, národní podnik, České aerolinie, a.s., České dráhy, Českou poštu.**

Největší zájem ze strany zahraničních i domácích investorů je o akvizici Letiště Praha, které nabízí významný potenciál růstu, jak naznačily i nedávné investice do nového terminálu a připravované investice do nové vzletové a příletové dráhy. Transformace na akciovou společnost má být podle posledních zpráv z tisku uskutečněna do konce roku 2007, společnost by měla být k privatizaci připravena na počátku roku 2008.

Privatizaci Českých aerolinií komplikovalo zhoršující se hospodaření společnosti. Po několika výměnách jejího vedení a snaze o restrukturalizaci a zlepšení hospodaření se možná během několika málo let bude privatizovat i tato společnost.

Hlavním problémem v rámci privatizace Budvaru jsou stále probíhající známkoprávní spory s americkou společností Anheuser-Busch. Budvar má po celém světě zaregistrováno na 380 ochranných známek ve více než stovce zemí světa. Společnosti se soudí ve zhruba 40 sporech a více než 70 správních řízeních před patentovými úřady po celém světě. Jako největší zájemce je však právě považována americká Anheuser-Bush, která by koupí vyřešila vleklé soudní spory. Další brzdou jsou ale také názory některých politických stran, které v Budvaru vidí cenné „duchovní vlastnictví ČR“.

V současné době se uvažuje o privatizaci nákladní dopravy Českých drah, kdy část podniku – nákladní doprava – měla být odštěpena do nové společnosti ČD Cargo v polovině roku 2007 a následně privatizována.

Uvažuje se také o privatizaci České pošty, která je možná formou dlouhodobého pronájmu investora.

¹⁹ Celým názvem Budějovický Budvar, národní podnik, Budweiser Budvar, National Corporation, Budweiser Budvar, Entreprise Nationale

Zcela novou záležitostí posledního období je **privatizace nemocnic**. Prodej nemocnic začal ve střeđočeském kraji v první polovině roku 2007, kdy se do výběrového řízení přihlásilo 25 zájemců o koupi 11 nemocnic ve Střeđočeském kraji.

Některé strategické společnosti s majoritním podílem státu pravděpodobně nebudou nikdy plně privatizovány. Jedná se konkrétně o **ČEZ, a.s.**, ve kterém stát drží něco přes 67 %. Přesto je vláda ochotná přistoupit k částečnému odprodeji svých akcií (asi 7-10 %) na burze tak, aby stále držela majoritu ve společnosti. Tato transakce by se měla uskutečnit kolem poloviny roku 2007.

3.2 Vývoj fúzí a akvizic v České republice 1998 – 2006

V návaznosti na předchozí kapitolu je zřejmé, že aktivita v oblasti M&A se ke konci devadesátých let začala zvyšovat především v souvislosti s nastavením celého transformačního a privatizačního procesu v České republice. Česká republika se otevřela okolnímu světu, postupně začala lákat zahraniční investory a byla významně ovlivňována děním v západní Evropě a ve světě. Můžeme říci, že v celém období, které pokrývá tato kapitola prochází Česká republika velkou vlnou fúzí a akvizic u nás.

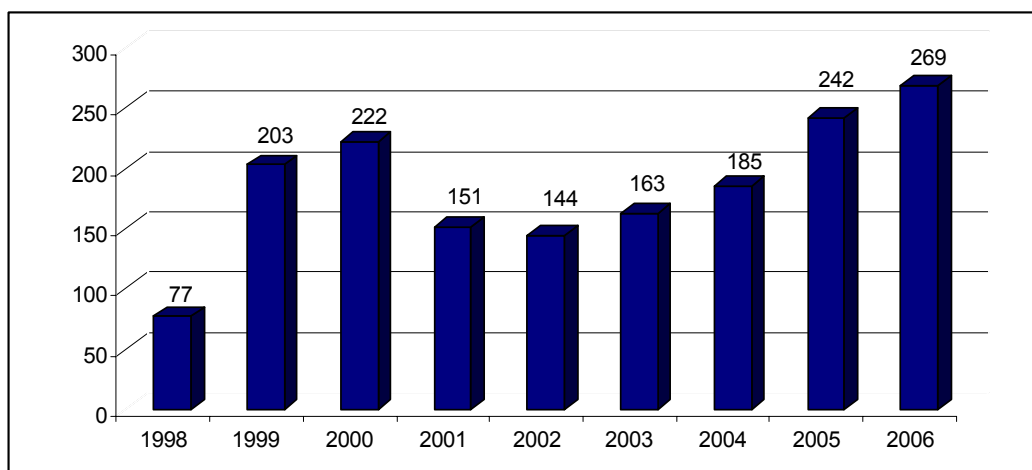
3.2.1 Obecné trendy ve vývoji M&A

Vývoj v České republice reflektoval trendy západoevropských i světových trhů fúzí a akvizic. Pokles transakční činnosti v letech 2001 a 2002 nastal v celém světě, a proto i u nás byl očekáván a podle studie PriceWaterhouseCoopers z roku 2002 se český trh dokonce s globálním poklesem fúzí a akvizic vyrovnal lépe, než se původně předpokládalo. Ke globálnímu poklesu došlo kvůli celkovému poklesu ekonomické výkonnosti, počátkem boje s terorismem od září 2001 a začátkem válek na počátku 21. století.

Počátek nového tisíciletí tak byl charakteristický částečným utlumením dynamiky spojování podniků, a to zejména vlivem stavu světové ekonomiky. Jak vyplývá z grafu na další straně, po dvou velice aktivních letech 1999 a 2000 nastal útlum aktivity v roce 2001 a 2002 i v České republice. Počet fúzí a akvizic v roce 2001 klesl oproti roku 2000 o 32 %, v roce 2002 o dalších 5 %. K následnému růstu počtu uskutečněných transakcí u nás tak došlo až od roku 2003.

Česká republika kopírovala a stále kopíruje trendy na světových trzích. Celkové objemy transakcí jsou však v letech 2000 až 2003 ovlivněny především dokončením privatizace bankovního sektoru. Jednalo se především o privatizace České spořitelny včetně odkupu minoritních akcionářů, privatizace Komerční banky a převzetí Živnostenské banky UniCreditem. Dalšími významnými transakcemi byly akvizice největší stavební společnosti IPS společností Skanska a zejména privatizace Transgasu RWE za cca. 125 mld. Kč (4,1 mld. EUR), která se dosud řadí mezi největší středoevropské transakce.

Graf č. 8: Počet fúzí a akvizic v České republice v letech 1998 – 2006



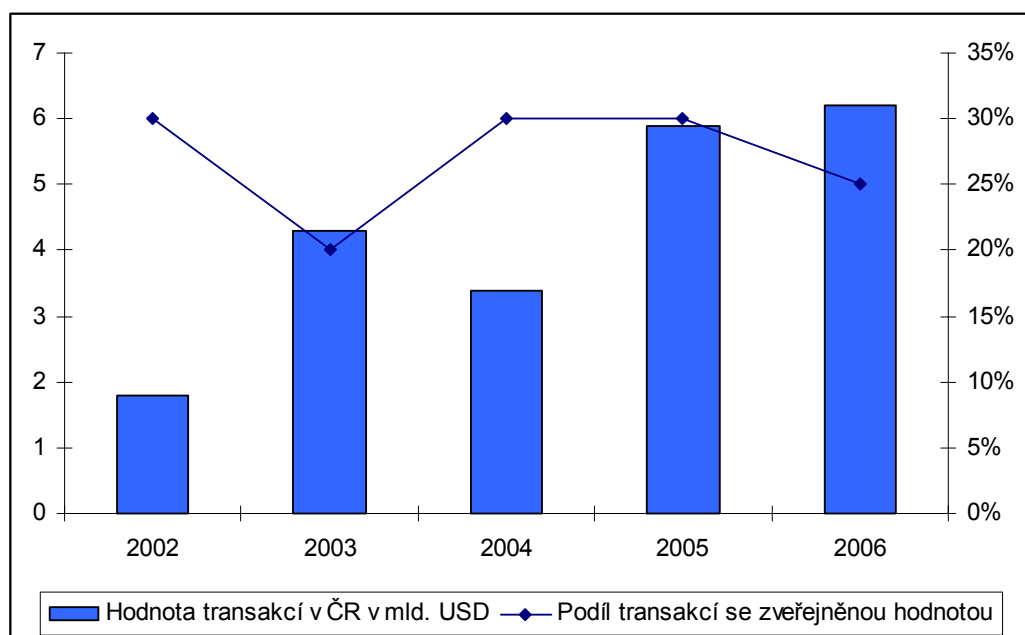
Zdroj: Studie PriceWaterhouseCoopers 2000-2006

Rok 2003 byl opět aktivní, neboť celkový objem transakcí se zvýšil z 1,8 mld. USD v roce 2002 na 4,3 mld. USD a Česká republika se zařadila na první místo ve střední Evropě před Polskem a Maďarskem. Celkem proběhlo 9 transakcí s objemem nad 100 mil. USD, které lze již z mezinárodního hlediska považovat za „významné“ transakce, přičemž mezi tři největší transakce patřila akvizice 49% podílu v Eurotelu Českým Telecomem za cca. 1,05 mld. USD, konsolidace českého energetického sektoru ČEZem za cca. 961 mil. USD a prodej 27% podílu TelSource v Českém Telecomu na kapitálových trzích za 816 mil. USD. Největší aktivita byla zaznamenána v sektorech telekomunikací, energetiky, zpracovatelském průmyslu a finančních službách.

Počet zveřejněných transakcí v České republice rostl i v dalších letech. Mezi roky 2002 až 2004 rostl ročně o 13 %, kdy bylo zveřejněno 185 transakcí v soukromém sektoru. Mezi roky 2004 a 2005 došlo ještě k výraznějším nárůstu počtu transakcí, kdy se v roce 2005 uskutečnilo 242 transakcí. Tento výrazný 31% nárůst dokládá atraktivitu České republiky pro investory a odpovídá celkovému vývoji v regionu střední a východní Evropy, kde došlo k 50% nárůstu počtu transakcí. Z hlediska počtu transakcí v soukromém sektoru se Česká republika v roce 2005 umístila na třetím místě. Během roku 2006 došlo pouze k mírnému nárůstu na českém trhu fúzí a akvizic, kdy počet zveřejněných transakcí v soukromém sektoru vzrostl na 269 transakcí, tj. o 11 % oproti předchozímu roku.

Významnost českého trhu dokládá také rostoucí hodnota uskutečněných transakcí, která je zobrazena na následujícím grafu.

Graf č. 9: Hodnota zveřejněných transakcí v České republice (v mld. USD) a podíl transakcí, u nichž byla zveřejněna hodnota



Zdroj: Studie PriceWaterhouseCoopers 2000-2006

V roce 2004 byly dvě největší transakce z regionu střední a východní Evropy provedeny právě v České republice. Byl to prodej 85% podílu finanční skupiny PPF v TV NOVA společnosti CME za 652 mil. USD a prodej 70% podílu ve společnosti KARBON INVEST společnosti RPG Industries za 411 mil. USD. Celkový objem 18 největších transakcí v soukromém sektoru v ČR, jejichž hodnota překročila 100 mil. USD, činil 5,19 mld. USD. V roce 2006 tato hodnota mírně klesla na 5 mld. USD. Největší soukromou transakcí na českém trhu v roce 2005 uskutečnila španělská společnost Telefónica, která od minoritních akcionářů koupila 18% podíl v Českém Telecomu za 1,077 mld. USD. Akvizice v Českém Telecomu byla osmou největší soukromou transakcí v regionu střední a východní Evropy. Druhou největší transakcí v České republice v roce 2005 byl prodej 100% podílu ve společnosti Oscar Mobil společnosti Vodafone za přibližně 1 mld. USD. Velmi atraktivní byly prodeje akcií hlavními akcionáři Zentivy. Celková hodnota těchto transakcí dosáhla v roce 2005 cca 560 mil. USD.

Největší soukromou transakcí na českém trhu v roce 2006 byl odprodej české telekomunikační a vysílací společnosti České Radiokomunikace za 1,536 mld. USD (tj. cca 34 mld. Kč). České Radiokomunikace byly odkoupeny skupinou zahraničních investorů Lehman Brothers, Mid Europa Partners a Al-Bateen Investment, kteří se díky

této transakci stali vlastníky 39,2% podílu v české pobočce mobilního operátora T-Mobile. Druhou největší soukromou transakcí v roce 2006 byla koupě 24,876% podílu v Zentivě největší evropskou farmaceutickou společností Sanofi-Aventis (Francie). Podíly byly koupeny od investičního fondu Warburg Pincus (19,6 %), některých manažerů a zaměstnanců Zentivy (4,5 %) a jednoho z bývalých manažerů Zentivy (0,7 %). Předpokládaná kupní cena byla 517,7 mil. USD (tj. cca. 13 mld. Kč).

Míra zveřejnění kupní ceny byla v roce 2004 asi 30 % což představovalo návrat na úroveň z roku 2002 po propadu z roku 2003 na 20% míru zveřejnění cen. V následujících letech se míra zveřejnění cen pohybovala okolo 30 % v roce 2005 a 25 % v roce 2006.

V roce 2004 se kromě celkového počtu 185 transakcí v soukromém sektoru uskutečnilo 12 privatizací, v roce 2005 pak 20 privatizací, v roce 2006 pouze 3. Celková hodnota všech tří privatizací v roce 2006 dosáhla částky 140 mil. USD. Největší privatizace v těchto letech byly popsány v předchozí kapitole.

3.2.2 Sektorová analýza

Nejvíce transakcí na českém trhu bylo uzavřeno v sektoru strojírenského průmyslu, kde počet transakcí narostl ze 37 v roce 2003, 47 v roce 2004 a 57 v roce 2005 na 65 v roce 2006. Největší transakcí roku 2004 ve strojírenském průmyslu byl nákup tří divizí Škoda Holding ruskou společností OMZ. Odhadovaná cena této transakce byla 40 mil. USD. Mezi další významné investory patřily Gorenje, která koupila společnost Mora Moravia a Swarovski. Největší transakce v tomto odvětví však byla iniciována v roce 2005 veřejným sektorem. Jednalo se o privatizaci Vítkovice Steel společností Evraz Holding za 268 mil. USD. Mezi větší zveřejněné transakce v tomto odvětví v roce 2006 patřil prodej firmy Kablo elektro dánskému průmyslovému koncernu NKT Cables a prodej MSA ruské skupině Celjabinskyj Truboprokatnyj Zavod.

Dalšími významnými sektory jsou výroba potravin a nápojů, média a telekomunikace, finanční služby, informační technologie, veřejné služby a nemovitosti.

V roce 2005 bylo například uskutečněno 13 transakcí v telekomunikačním průmyslu, kde se zároveň uskutečnily také nejobjemnější transakce tohoto roku: privatizace Českého Telecomu, prodej zbývajících podílů v Oscar Mobil společnosti TIW za 510

mil. USD a následná akvizice této společnosti Vodafonem²⁰. I v roce 2006 právě v telekomunikačním průmyslu proběhla nejobjemnější transakce – prodej Českých Radiokomunikací. Další významnou transakcí byl například prodej Tele2 za cca 18,8 mil. USD Českým Radiokomunikacím.

V roce 2006 nastal výrazný nárůst v odvětví veřejných služeb (o více než 77 % oproti roku 2005). Slovenská finanční skupina J&T uvolnila 39,04% podíl v Severočeské energetice, který koupil ČEZ, a.s. za cca 171,5 mil. USD (4,1 mld. CZK) a navýšil tak svůj podíl na 96,14 %. V tomto sektoru se také během roku 2006 objevily transakce mezi společnostmi RWE a E.ON.

3.2.3 Přes-hraniční transakce

Podíl zahraničních investic na celkovém počtu transakcí v České republice byl v letech 2003 až 2005 relativně stabilní – něco přes 50 %. Celková hodnota transakcí, které v Česku uskutečnily zahraniční společnosti a jejichž cena byla zveřejněna, dosáhla 2,5 mld. USD. Nejaktivnějšími zahraničními investory byli v roce 2004 Němci (12 transakcí) a společnosti z Rakouska, Nizozemska a Slovenska, které uzavřely po 9 transakcích. V roce 2003 mělo nejvíce transakcí ze zahraničí původ v Německu, Rakousku a také v USA, jejichž aktivita v roce 2004 klesla na 6 transakcí z 9 v roce 2003.

V roce 2004 bylo zaznamenáno 8 transakcí, které české společnosti provedly v zahraničí – po 2 v Polsku, Rusku a na Slovensku, po 1 ve Španělsku a v Litvě. Cena žádné z těchto transakcí nebyla zveřejněna. Čeští investoři se též účastnili privatizací ve státech střední a východní Evropy a provedli tři akvizice v Bulharsku a jednu na Slovensku. Společnost ČEZ se navíc zapojila do privatizace v Rumunsku, která byla dokončena v roce 2005.

Mezi transakcemi směřujícími do zahraničí byly v roce 2006 tři významné akvizice společnosti ČEZ – dvě v Polsku a jedna v Bulharsku.

²⁰ Poznámka: Vodafone současně koupil rumunský MobiFon a za obě společnosti zaplatil 3,5 mld. USD, odhaduje se, že třetina celkové částky připadla na Oscar Mobil.

3.2.4 Private Equity Fondy

Zájem finančních investorů o fúze a akvizice rostl od roku 2000 také v České republice. Zvýšený zájem odpovídal celosvětovému vývoji a je pokládán za pozitivní.

Důvodů pro rostoucí zájem finančních investorů je několik a jsou blíže definovány v následující kapitole, která popisuje trh fúzí a akvizic v Evropě. Aktivita PE fondů v České republice se významně přiblížila západní Evropě. Hojnost transakcí PE Fondů v České republice je především spojena s atraktivitou země a současnou výkonností ekonomiky jako takové, s existencí nízkých úrokových sazeb, které v posledních letech přetrvávají a podporují tak výhodnost financování akvizic, pro investory častokrát s možností nabídnout zajímavější cenu, než kterou nabízí strategický investor. Dostatek kapitálu v ekonomice, situace ve finančním sektoru, kdy banky v konkurenčním boji nabízí stále nové možnosti financování a podstupují více rizika s tím, aby mohly financovat více akvizic a realizovat tak vyšší zisk, který se s těmito více rizikovými investicemi váže, jsou faktory napomáhající růstu aktivity finančních investorů.

Významným důvodem pro existenci a růst aktivity PE Fondů u nás je nedostatečně efektivní fungování kapitálových trhů. PE fondy tak do jisté míry plní úlohu kapitálového trhu, kdy poskytují kapitál pro další investice a rozvoj společnosti.

Mezi finanční investory v České republice patří Private Equity fondy i s několika miliardovým majetkem, které vstupují do miliardových investic, nejen soukromých, ale i privatizací státního majetku.

PE fondy jsou finančními investory s jasně definovanými cíli a střednědobou strategií, kteří usilují o rychlou modernizaci, případně restrukturalizaci společnosti, a tím zvyšují tržní hodnotu svých investic. Přinášejí do společnosti kapitál potřebný k dalšímu rozvoji a růstu.

Největší transakce, které v roce 2004 v Česku uzavřeli finanční investoři, byly provedeny slovenskými skupinami. Společnost J&T koupila 34% podíl ve společnosti Pražská energetika a 100% podíl ve fotbalovém klubu AC Sparta Praha. Společnost Penta koupila sázkovou kancelář Fortuna a společnost Severomoravské vodovody a kanalizace. Mezi další významné transakce finančních investorů patří akvizice chemičky Eastman Sokolov společností Apollo Management za 215 mil. USD a převzetí dolů OKD společností RPG Industries. Oděvní společnost Pietro Filipi získala

finanční prostředky od společnosti Genesis a společnost Riverside prodala svůj podíl v Primalexu a Carborundum Electrite.

V roce 2005 vzrostl podíl účastí finančních investorů na 50 největších transakcí v České republice na 42 % z 30 % v roce 2004. Celková hodnota těchto transakcí činila cca. 1,7 mld. USD. Mezi největší transakce finančních investorů v roce 2005 patřil zejména prodej podílu Warburg Pincus v Zentivě finanční skupině PPF a navýšení vlastního kapitálu PPF, jímž soukromá osoba získala 5% podíl v této skupině. Dalšími významnými soukromými investory byly finanční skupina J&T, která koupila Severočeskou energetiku za 107 milionů USD, a Czech Energy Holding, který získal 85% podíl ve společnosti United Energy za 116 mil. USD.

3.2.5 Vlastní srovnávací analýza

Vzhledem k tomu, že oblast fúzí a akvizic se vyznačuje poměrně složitou dostupností dat, je podle mého názoru na místě, abychom se pokusili o porovnání výsledků uvedených v analýze provedenou PriceWaterhouseCoopers, z níž z velké části vycházely závěry předchozí podkapitoly.

Trh fúzí a akvizic je velmi specifický pro neochotu účastníků zveřejňovat informace, které kupující a prodávající považují za důvěrné – především cenu. K provedení detailní analýzy by bylo nutné porovnání jednotlivých transakcí s údaji z několika veřejně dostupných zdrojů. V této části diplomové práce se však omezíme na zdroje z databáze fúzí a akvizic Mergermarket²¹ s částečným doplněním informací z tisku.

Do databáze Mergermarket jsou zahrnuty pouze transakce s velikostí kupní ceny nad 5 milionů EUR²². Pokud nebyla transakční velikost zveřejněna, databáze zahrnuje transakce, kde obrat cílové společnosti je vyšší než 10 milionů EUR. Databáze zahrnuje pouze fúze a akvizice, kde jde většinou o převody majoritních nebo významných podílů ve společnosti. V případě převodu menšího než 30% podílu ve společnosti, transakce není zahrnuta do databáze, pokud je hodnota tohoto podílu menší než 100 milionů EUR.

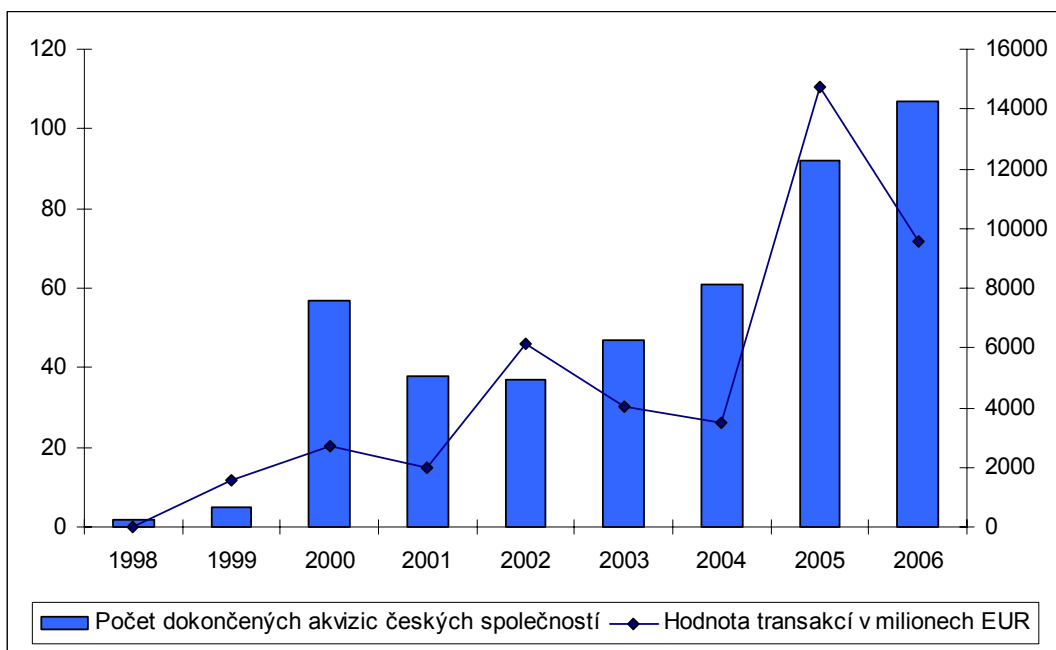
Pro účely analýzy, která by měla v úmyslu srovnávat více historická data je tato

²¹ www.mergermarket.com

²² V období od 1.1.1998 do 31.12.2000 byly do databáze zahrnuty pouze transakce s hodnotou vyšší než 10 milionů GBP.

databáze nevhodná a i pro naše účely ne zcela dostatečně pokrývá informace do roku 2000, na druhou stranu ale dostatečně zobrazuje trendy v celém sledovaném období uvedené v Grafu č. 8, které se s touto vlastní analýzou do značné míry shodují.

Graf č. 10: Vývoj počtu fúzí a akvizic v České republice v letech 1998 – 2006



Zdroj: Databáze Mergermarket (www.mergermarket.com), vlastní výpočty

V roce 2001 dochází k útlumu aktivit v souladu s celkovou světovou ekonomickou situací. Od roku 2001 se pak aktivita v oblasti fúzí a akvizic v České republice zvyšuje. V rámci této analýzy jsou sledovány transakce, ve kterých jsou akvírované společnosti české, akvírující pak z jakékoli země. Ani po zahrnutí českých společností jako kupujících by se vývoj zásadním způsobem nezměnil. Databáze obsahuje pouze několik transakcí s uvedenými omezeními, které provedly české společnosti v zahraničí od roku 2000, pouze v posledních třech letech je dostupnost informací lepší, a proto by byl nárůst výraznější, avšak do jisté míry by byl zkreslen kvůli špatné dostupnosti dat. Proto nebyly tyto transakce zahrnuty v analýze.

Přesto, že v roce 2000 bylo uzavřeno pouze 57 transakcí s uvedenými omezeními, bylo dosaženo celkové hodnoty 2,73 miliard EUR. V tomto roce bylo uzavřeno několik akvizic za stovky milionů EUR. Největší z nich byla akvizice PU Group, která vlastnila Plzeňský Prazdroj a Radegast za 586,7 milionu EUR. Mezi další dvě transakce s hodnotou nad 500 milionů EUR patřila akvizice RadioMobilu německým C-Mobile

BV (vlastněný Deutsche Telecomem) a privatizace České spořitelny, a.s. skupinou ERSTE. Míra zveřejnění kupní ceny u uvedených transakcí byla 73 %.

V roce 2001 bylo dokončeno 38 akvizic českých společností s celkovou hodnotou 1,97 miliardy EUR. Průměrná hodnota jedné transakce tak vzrostla ze 48 milionů EUR na 51 milionů EUR v roce 2001. Hodnota transakcí v roce 2001 byla významně ovlivněna privatizací Komerční banky za 1185 milionů EUR.

V roce 2002 je výsledná hodnota transakcí výrazně ovlivněna privatizací TRANSGASu za 4,1 miliardy EUR a prodejem zbylého 48% podílu České spořitelny za 872 milionů EUR. Průměrná cena všech 37 dokončených transakcí byla 166 milionů EUR.

V následujících letech již výrazněji roste počet dokončených transakcí nejprve o 27% v roce 2003, pak o 30 % v roce 2004 a o 51 % v roce 2005, nakonec o 16 % v roce 2006. Tento nárůst ovšem do určité míry přičítám také lepší dostupnosti dat v posledních třech letech. Hodnota těchto transakcí byla navíc v každém roce do jisté míry také ovlivňována dokončenými privatizacemi státního majetku, které jsou zde zahrnuty. V roce 2003 se celková hodnota všech těchto transakcí ve výši 4 miliardy EUR výjimečně navýšena díky koupi zbylých 49 % Eurotelu Praha za 1,2 miliardy EUR, který odkoupil Český Telecom od Atlantik West B.V. Míra zveřejnění kupní ceny se snížila na 63 % a průměrná cena byla pouze 86 milionů EUR.

V roce 2004 nebyla dokončena žádná výrazně nadprůměrná transakce o hodnotě kolem 500 – 1000 milionů EUR, a proto se průměrná kupní cena v tomto roce snížila na 57 milionů EUR. Největší transakcí roku 2004 byla akvizice 34 % podílu v ČEPS a.s. společností ČEZ, a.s. za 230 milionů EUR. Další větší transakce kolem 120 – 140 milionů EUR byly uzavřeny v energetickém sektoru nebo ve finančních službách (jako například koupě části podniku České pojišťovny Kooperativou). Celkem bylo v roce 2004 dokončeno 61 transakcí za asi 3,4 miliardy EUR.

Rok 2005 byl velice výjimečný nejen z hlediska počtu dokončených a uzavřených transakcí, ale i z hlediska jejich celkové hodnoty. V tomto roce došlo k uzavření několika „mega“ transakcí v českých poměrech. V roce 2005 bylo dokončeno 92 transakcí za celkem 14,7 miliard EUR. Nejvýznamnější transakce byly zmíněny již v předchozích kapitolách. Byly jimi prodej Českého Telecomu za 6,29 miliard EUR, UNIPETROLu, společnosti Vítkovice Steel, a.s., TV Nova, Oskar Holdings, Fortuny.

Mírnější nárůst v posledním roce můžeme zdůvodnit tím, že rok 2005 byl opravdu výjimečný jak z hlediska aktivity, tj. počtu uzavřených transakcí, tak i z hlediska

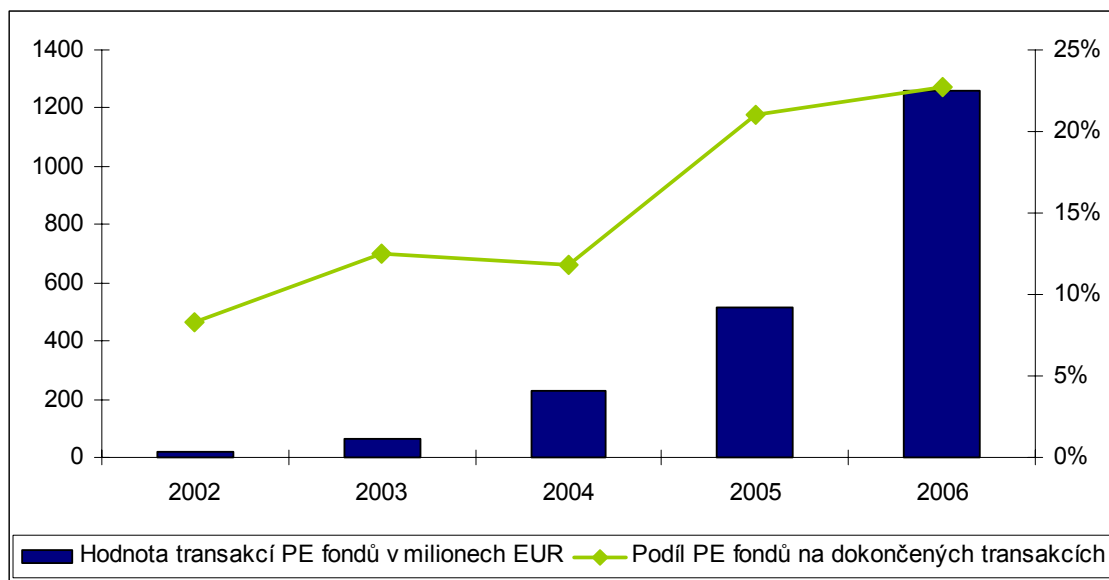
velikosti jednotlivých transakcí. V roce 2006 došlo k dokončení pouze dvou výjimečně velkých miliardových transakcí, přesto byla aktivita v oblasti menších a středních podniků vysoká. Průměrná hodnota všech 107 dokončených transakcí v roce 2006 dosáhla 89,5 milionů EUR. Celková hodnota dokončených zveřejněných transakcí v roce 2006 byla 9,5 miliard EUR, avšak výrazně ovlivněna akvizicí Českých Radiokomunikací konsorciem finančních investorů za 1,19 miliard EUR a akvizicí agrochemické distribuční společnosti Agrovita izraelskou skupinou za částku cca.1,35 miliard EUR. V roce 2006 také databáze zahrnuje IPO společnosti ECM na Burze cenných papírů Praha, které doufejme odstartovalo vlnu dalších IPO, jež se uskuteční v následujících letech.

V následujících několika odstavcích bych se chtěla věnovat PE fondům, které jsou zejména v posledních několika letech velice aktivní i v České republice.

Podíl PE fondů na dokončených fúzích a akvizicích v České republice se podle databáze Mergermarket pohyboval cca. 10 % v roce 2002 až po 23 % v roce 2006.

V následujícím grafu je jasně zobrazen trend, který zaznamenáváme u PE fondů na celém světě.

Graf č. 11: Aktivita PE fondů v letech 2002 – 2006 v České republice



Zdroj: Databáze Mergermarket (www.mergermarket.com), vlastní výpočty

Velikost transakcí, které rok od roku uzavírají roste každoročně několikanásobně oproti předchozímu roku. Navíc nezvyšuje se jen absolutní hodnota, ale i průměrná cena všech transakcí, u kterých byla cena zveřejněna. PE fondy se v České republice zaměřují na

sektory Telecom, IT Media (akvizice Českých Radiokomunikací v roce 2006 konsorciem PE fondů), automobilový průmysl, strojírenský, těžební, finanční služby.

Závěry této krátké analýzy se shodují s tím, co bylo popsáno v podkapitolách 3.2.1. až 3.2.4. Česká republika po jistém oslabení v letech 2001 a 2002 prochází vlnou fúzí a akvizic, která je do značné míry ovlivňována privatizacemi státního majetku a rozhodováním české vlády. Na druhou stranu se však uskutečňuje také více nadprůměrně velkých transakcí v soukromém sektoru, do kterých často vstupují i finanční investoři. Z dění na trhu během několika prvních měsíců roku 2007 je zřejmé, že aktivita v oblasti fúzí a akvizic bude vysoká i v tomto roce. Přesto, že v roce 2007 nebudou uskutečněny privatizace zmíněných společností v kapitole 3.1.3.4, pravděpodobně bude u části z nich dokončena restrukturalizace na akciovou společnost a učiněny kroky k tomu, aby mohlo k jejich privatizaci dojít v následujícím roce, kdy budou opět významně ovlivňovat hodnotu transakcí u nás. I v roce 2007 a pravděpodobně v dalších letech bude pokračovat rostoucí trend aktivity jak strategických investorů, kde bude docházet k pokračující konsolidaci některých sektorů, tak i finančních investorů, kteří se s trvajícím velkou nabídkou výhodných akvizičních úvěrů budou pouštět do velkých transakcí.

3.2.6 Faktory podporující aktivitu M&A v České republice

Hlavními motivy, které ovlivňovaly a ovlivňují trh fúzí a akvizic v České republice, jsou především konsolidace konkrétních odvětví a získání přístupu zahraničních investorů na nové trhy, především trhy s levnější pracovní silou a možností expanze dál na východ.

České republice také napomáhají příznivé makroekonomické podmínky jako vysoký růst HDP, nízká inflace, relativně nízká nezaměstnanost přirozeně podporují aktivitu v oblasti fúzí a akvizic a rostoucí počet investorů jak strategických tak finančních v regionu.

Dalším faktorem, který podporuje růst aktivity jsou investiční pobídky. V České republice se investiční pobídky²³ týkají především úlev na dani při investicích na zelené louce. Aktivní podpora zahraničních i domácích investic u nás probíhá od roku 1998, kdy česká vláda přijala usnesení o investičních pobídkách pro zahraniční investory. Novela zákona z roku 2004 rozšířila investiční podporu tím, že snížila limit minimální investice z 350 milionů Kč na 200 milionů Kč a doba poskytování slevy na daních se sjednotila na 10 let. Kromě podpory investic na zelené louce vznikly i podpory dalších projektů. Jsou jimi například Program na podporu tvorby pracovních míst, Rámcový program pro podporu technologických center a center strategických služeb a samostatný program týkající se investic ve zpracovatelském průmyslu.

Faktory ovlivňující aktivitu finančních investorů jsou blíže diskutovány v kapitole 4. Pro Českou republiku platí zejména faktory jako dobrý potenciál růstu, kvalitní management, který často vedl společnost ještě v době před privatizací a poté společnost částečně či zcela zprivatizoval, nízká inflace a nízké úrokové sazby, dobrý stav ekonomiky a přebytek likvidity fondů. Konsolidovaný bankovní trh v České republice umožňuje zvyšovat ziskovost bank především díky diferenciaci jejich produktů zejména v oblasti firemních financí a akvizičního financování. Tam po uplatnění vyšších marží a dalších poplatků za strukturaci úvěru apod. realizují vyšší zisk.

Významným důvodem pro existenci a růst aktivity PE Fondů v České republice je slabší fungování kapitálových trhů. Tyto fondy tak do jisté míry plní úlohu kapitálového trhu, kdy poskytují kapitál pro další investice a rozvoj společnosti.

²³ Vychází ze zákona č. 19/2004 Sb., kterým se mění zákon č. 72/2000 Sb., o investičních pobídkách a o změně některých zákonů (zákon o investičních pobídkách), ve znění pozdějších předpisů, a některé další zákony.

4 Vývoj fúzí a akvizic ve světě

Existuje historická spojitost mezi uskutečňováním fúzí a akvizic a mezi určitými ekonomickými, politickými či dalšími faktory.

Mezi ekonomické faktory, které mají do jisté míry vliv na četnost uskutečňování fúzí a akvizic a vytváří tak prostředí pro časté spojování či změny vlastnictví patří nové technologie, vysoký podíl investic, rychle rostoucí trhy, nízká nezaměstnanost a obecná prosperita v dané ekonomice. Faktory, které tlumí hojnost fúzí a akvizic v ekonomice jsou nedostatek nových technologií a nápadů, nízké investice do rozvoje kapitálu, pomalý růst trhu, recese nebo deprese a vysoká nezaměstnanost.

4.1 Vývoj fúzí a akvizic v USA

Důležitými faktory pro růst aktivity fúzí a akvizic byla především zaznamenána v souvislosti s internacionalizací trhů, globalizací, růstem konkurence, ekonomickou výkonností a podporou nových technologií a regulatorem.

Historicky se vyskytovalo několik hlavních vln fúzí a akvizic.

V USA jako největším trhu na světě své doby se postupně jednalo o tyto vlny:

1. vlna (1895 – 1904) – horizontální fúze
2. vlna (1916 – 1929) – vertikální fúze
3. vlna (1960tá léta) – konglomerátní fúze
4. vlna (1980tá léta) – převzetí a LBO
5. vlna (1992 až do současnosti) – strategické fúze, přeshraniční fúze, po deregulaci konsolidace odvětví, výskyt „mega“ transakcí

Růstové trendy v jednotlivých obdobích byly značné. V sedmdesátých letech se počet transakcí zvyšoval ročně o 23 %, v osmdesátých letech dokonce o 146 %. V raných devadesátých letech o 92%, avšak v pozdějších devadesátých letech dokonce až o 650%. Vrcholu bylo dosaženo až v roce 2000, kdy bylo zaznamenáno 35 tisíc ohlášených transakcí, z toho 50% se uskutečnilo v USA. V roce 2001 došlo ke zpomalení aktivity M&A kvůli celkovému zpomalení ekonomické výkonnosti. Po tomto roce však nastal další růst a aktivita zejména při „mega“ transakcích jak strategických, tak finančních investorů.

První vlna fúzí a akvizic ve světě, která proběhla v období 1895 až 1904, se týkala především horizontálních fúzí za účelem vzniku monopolů v určitých odvětvích. Tato vlna byla podpořena hlavními změnami v ekonomické infrastruktuře a produkčních technologiích. Jednalo se například o zvýšení využití uhlí a ropných produktů nebo využití elektrické energie. Byla dokončena výstavba transkontinentálních železničních tratí. Dalšími motivačními faktory byl vznik a rozvoj ekonomie z rozsahu, fúze národních trhů a vznik profesionálních skupin, které podporovaly tento vývoj (brokerské firmy apod.). Konec první vlny fúzí a akvizic je spojen se zhoršující se výkonností ekonomiky v roce 1901-1903, kdy se ekonomika dostala do recese. V roce 1904 pak vlnu M&A zásadním způsobem ovlivnil nový regulační rámec.

Druhá vlna fúzí a akvizic, která proběhla ve dvacátých letech 20. století, zahrnovala především vertikální spojování podniků. Vznikaly kombinace v bankovním sektoru, zpracovatelském průmyslu, chemickém, těžebním průmyslu a výrazně také automobilovém průmyslu a v průmyslu zpracování ropy. Hlavními motivačními faktory bylo rozšíření výroby a trhu. Dalšími podporujícími faktory bylo zlepšení dopravních a přepravních možností, komunikace – reklama, která podporovala produktovou diferenciaci, zefektivnění výroby a prodeje. Růst počtu vertikální integrace byl způsoben především závislostí na zdrojích a potřebě získat výhodu z nových technologií.

Nové antimonopolní zákony na ochranu hospodářské soutěže spolu s nepřátelským postojem ke spojování podniků ovlivnily aktivitu ve třicátých až padesátých letech. Tyto faktory spolu s Velkou depresí a Druhou světovou válkou způsobily jakési období klidu až do počátku šedesátých let.

Třetí vlna konglomerátních fúzí proběhla v šedesátých letech, kdy poklesla relativní důležitost horizontálních a vertikálních fúzí. V roce 1967 až 1968, kdy byl jakýsi vrchol aktivity v této vlně, klesl podíl horizontálních a vertikálních fúzí až na 17 %, fúze za účelem rozšíření produktové základny vzrostly na 60 % a fúze za účelem rozšíření trhu se téměř nekonaly. Čistě konglomerátní fúze stabilně rostly až na 23 % všech fúzí (respektive 35 % v případě majetkových akvizic). Transakce v této vlně se týkaly především malých a středně velkých podniků, které převzaly strategii diverzifikace a zaměřily se na akvizice mimo jejich tradiční zaměření produktů a služeb. Předmětem akvizice byly malé či středně velké společnosti, které se zabývaly silně fragmentovanou výrobou nebo se pohybovaly na periferii hlavních odvětví. Těmito akvizicemi chtěli kupující předejít především nestabilitě budoucích tržeb a zisků, nepříznivému

potenciálnímu růstovému vývoji do budoucna, technologické zastaralosti a rostoucí nejistotě v rámci jejich odvětví.

Konec vlny konglomerátních fúzí je spojen se vznikem antimonopolních zákonů v roce 1968 a úpravou daňových zákonů, které tak znevýhodňovaly financování akvizic oproti předchozímu období. Zároveň nastalo období poklesu cen akcií na světových trzích.

Čtvrtá vlna fúzí a akvizic, která proběhla v období mezi roky 1981 až 1989, byla motivována především růstem konkurence na vyspělých trzích, především v sektorech jako ocelářský a automobilový průmysl. Vznikla nová odvětví díky novým technologiím a inovacím. Toto období je především obdobím velkých transakcí, z nichž 10 největších přesáhlo částku 6 mld. USD a dohromady se tyto transakce uskutečnily za cenu 126,1 mld. USD. Největších 10 transakcí reflektovalo změny na trhu. Pět z nich totiž zahrnovalo společnosti v rámci odvětví zpracování ropy, kde vzrostla cenová nestabilita kvůli aktivitám OPECu, 2 transakce se uskutečnily ve farmaceutickém průmyslu, kde se projevil tlak na redukcii cen léčiv a 2 transakce proběhly u výrobců tabáku a cigaret, kteří diverzifikovali výrobu spojením se společnostmi z potravinářského průmyslu. Významným faktorem, který podporoval aktivitu v tomto období byla existence vysoce výnosných dluhopisů, které poskytovaly financování pro agresivní akvizice v tomto období. Objevili se finanční investoři, kteří akvírovali celé segmenty velice rozdílně zaměřených společností. Začaly se provádět akvizice, kdy kupující vstupovali do společnosti s tím, že jí rozprodají po částech, neboť jednotlivé části měly odděleně větší cenu než jako jedna sloučená entita.

Vlna LBO v osmdesátých letech přinesla změnu v pohledu na správu korporace – „corporate governance“. Manažeři totiž vlastnili zásadní podíly ve společnosti, kterou řídili, navíc akvizice byla uskutečněna s velkým zadlužením, a proto byli nuceni řídit společnost s ohledem na zadluženost firmy. Většina takových transakcí přinesla zlepšení v provozní ziskovosti těchto společností, avšak ne dostatečně v porovnání s uhrazenou cenou. Na konci osmdesátých let tak přišlo vystřízlivění a tento typ transakcí se silně omezil.

Konec této vlny fúzí a akvizic přišel spolu s ekonomickou recesí v souvislosti s probíhající válkou, aktivitou vlády, kde se objevily případy zneužití interních informací, a s reformou financí.

Výsledkem této éry převzetí v M&A je však několik změn ve firemním prostředí. Manažeři začali více plnit přání a cíle akcionáře než aby byli zaměřeni na společnost

jako takovou, jak tomu bylo dříve. Více akcií je drženo institucionálními investory. Podíl akcií jimi držených vzrostl z 30 % v roce 1980 na více než 50 % v roce 2000. To způsobuje větší zájem ze strany investora, tzn. více aktivity a snahy k monitorování a kontroly společnosti. Vzrostly vlastnické podíly managementu na společnosti a tzv. „stock compensations“, tedy odměny managementu ve formě akcií řízených společností. Opční plány pro vrcholový management vzrostly sedminásobně mezi roky 1980 a 1994. Mnohem aktivnější a propracovanější začala být i správa korporací a aktivita výkonné a dozorčí rady společností.

Zatím poslední vlna fúzí a akvizic byla zaznamenána po roce 1990, i když v letech 2001-2002 došlo k poklesu aktivity. Fúze byly motivovány vytvářením aktiv tak, aby využily růstový potenciál vzniklý díky novým technologiím. V tomto období dominují kapitálové akvizice, tj. převody akcií a obchodních podílů a především „mega“ transakce v hodnotě několika set milionů dolarů. Velikost M&A odpovídala úrovni ekonomické aktivity. V období mezi roky 1993 – 1999 M&A představovaly asi 12 % HDP, v roce 1999 a 2000 dokonce 15 % HDP, zatímco v osmdesátých letech pouze méně než 4 % HDP.

Po jistém oslabení na počátku nového tisíciletí, které přišlo v souvislosti s ekonomickou recesí a politickými problémy ve světě, se vlna fúzí a akvizic opět zvedla a v polovině prvního desetiletí v 21. století dosahuje nových maxim. Již v roce 2006 se celková hodnota uskutečněných fúzí a akvizic v USA ve výši 1,4 bilionu USD přiblížila rekordnímu roku 2000, kdy bylo dosaženo hodnoty ve výši 1,5 bilionu USD. Podíl hodnoty transakcí na HDP USA v roce 2006 činil asi 10 %.

V devadesátých letech probíhaly především vstupy strategických investorů do společnosti. Strategické fúze a akvizice se vyskytovaly především v souvislosti s celkovou globalizací ekonomiky, vývojem technologií a růstem investic a inovací. Dalšími faktory podporujícími aktivitu v oblasti strategických fúzí a akvizic byly rozsáhlá deregulace, především ve finančních službách, telekomunikacích, energetice, leteckém průmyslu a nákladní přepravě a masivní reorganizace v rámci celých odvětví. V této souvislosti bylo také dobré ekonomické prostředí, ve kterém rostly ceny akcií a ukazatele P/E, úrokové sazby byly naopak na velmi nízké úrovni.

Po roce 2002 je zřejmý především nástup finančních investorů, kdy rostl nejen počet PE fondů a počet uskutečněných transakcí, ale především hodnota transakcí, které PE

fondy uzavíraly. Podle nedávné analýzy PE fondů²⁴ bylo v USA uskutečněno za posledních 12 měsíců několik „mega“ transakcí PE fondů, čtyři z nich s cenou nad 30 miliard USD, největší akvizice Texas Utility TXU za 44,37 miliard USD společností Kohlberg Kravis Roberts, která je druhým největším fondem na světě, a fondem Texas Pacific Group. Před dvěma lety byly transakce, které překročily hodnotu 10 miliard považovány za neuvěřitelné. Tento trend je zejména podpořen dobrými podmínkami na trhu s úvěry a růstem ekonomiky.

Z historického vývoje aktivity v oblasti M&A je zřejmé, že M&A fungují podobně jako investice: jsou silně pro-cyklické, vysoce korelovány s výkonností kapitálového trhu, jsou hlavním indikátorem ekonomické aktivity. V rámci M&A dochází k transferům již „použitého kapitálu“ a navíc je z několika statistických studií zřejmá existence vln uskutečňování M&A.

²⁴ Příloha Private Equity ve Financial Times ze dne 24. dubna 2007

4.2 Vývoj fúzí a akvizic v Evropě

Evropa do značné míry kopírovala trendy z USA i v oblasti fúzí a akvizic. První velká vlna fúzí a akvizic se v Evropě a především ve Velké Británii uskutečnila během dvacátých let 20. století. Tato vlna kopírovala aktivitu M&A v USA v období 1895-1904, která se vyznačovala především horizontální integrací podniků.

Stejně tak jako v USA i Evropa byla ovlivněna vznikem nových antimonopolních zákonů na ochranu hospodářské soutěže a spolu s nepřátelským postojem ke spojování podniků, Velkou depresí a Druhou světovou válkou tyto faktory ovlivnily aktivitu ve třicátých až padesátých letech a způsobily jakési období klidu až do počátku šedesátých let.

V části Evropy pak v šedesátých letech proběhla další vlna fúzí a akvizic týkající se především konglomerátních fúzí stejně, jako v tomto období v USA. Tyto fúze se uskutečňovaly v souvisejících odvětvích za účelem získání nějaké strategické synergie přes diverzifikaci, které pak vedly k získání lepší finanční kontroly a rozsáhlejší organizační struktury.

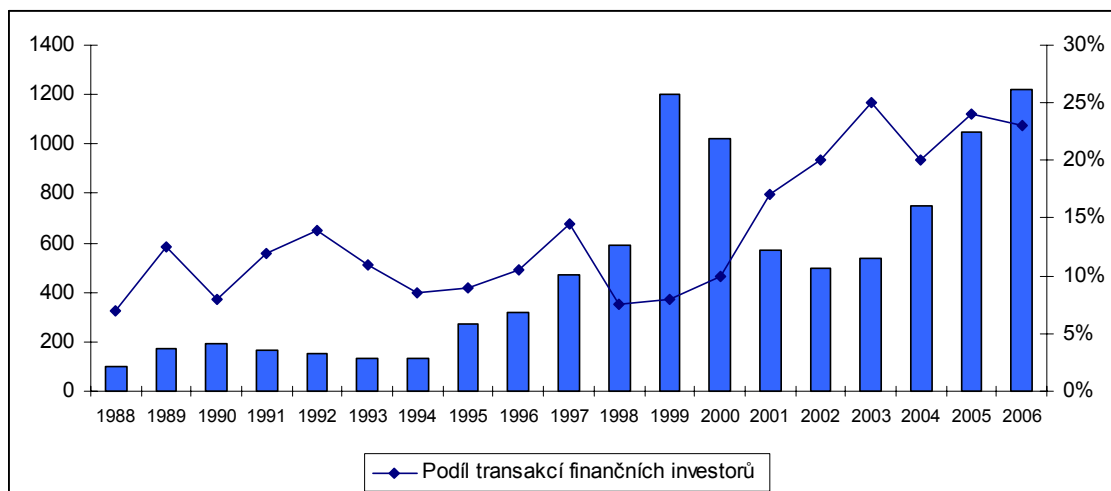
I další vlna fúzí a akvizic, která proběhla v osmdesátých letech v USA se významně týkala evropského trhu. V této vlně se přistoupilo k přehodnocení firemní strategie a hlavním cílem bylo maximalizovat hodnotu pro akcionáře. Společnosti přistoupily k odprodejům neklíčových aktivit, které mnohokrát byly získány právě ve vlně fúzí a akvizic v šedesátých letech. V tomto období také nastalo jakési uvolnění v antimonopolních zákonech a deregulace určitých odvětví, což také podpořilo aktivitu M&A. V rámci vlny fúzí a akvizic v USA v osmdesátých letech, která se rozšířila do Velké Británie i dalších zemí Evropy, probíhala transatlantická aktivita, jejímž vrcholem byl rok 1988. Evropský trh však pokračoval v expanzi i v roce 1989, kdy probíhaly přeshraniční fúze a akvizice v očekávání uvolnění tržních regulací v roce 1992.

I když trh fúzí a akvizic zůstal více méně plochý během první poloviny devadesátých let, ve druhé polovině devadesátých let došlo k významnému oživení a ke konci devadesátých let se raketovým způsobem zvedly nejen počty fúzí a akvizic v Evropě, ale i celková hodnota těchto transakcí.

Rostoucí globalizace multinárodních korporací, odbourání protekcionistických bariér a snaha o konsolidaci podél horizontální linie přiblížily hráče z evropských i

rozvojových zemí blíží k aktivitě amerických firem nejen z hlediska počtu transakcí, ale i celkové hodnoty uskutečněných převodů. Celkově příznivé podmínky, jako dobře fungující kapitálové trhy a relativně nízké úrokové sazby, jen podpořily ochotu kupovat.

Graf č. 12: Vývoj hodnoty ohlášených fúzí a akvizic v Evropě a podíl účasti finančních investorů v letech 1989 – 2006 (v mld. USD)



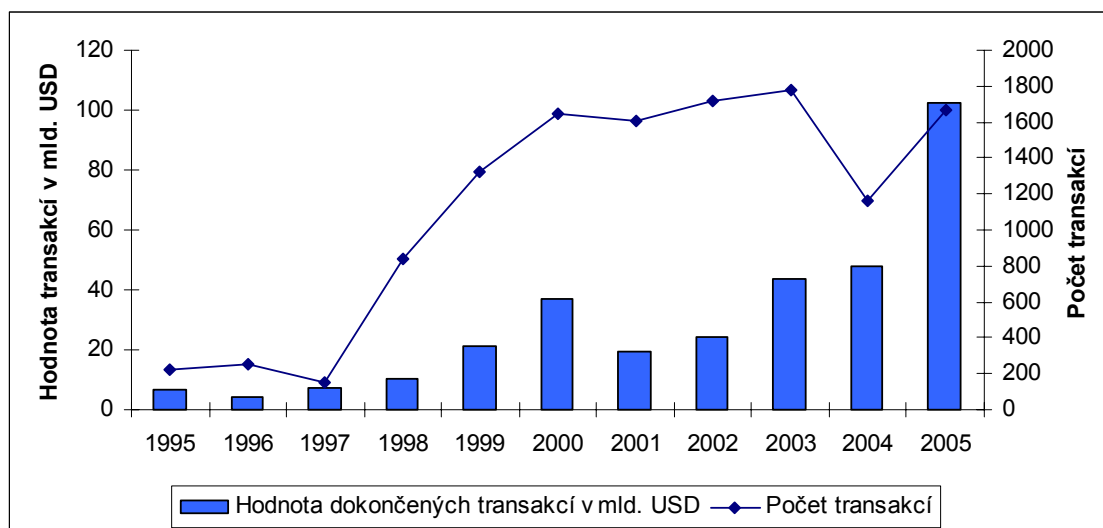
Zdroj: Morgan Stanley, 2006

Po vrcholu aktivity v roce 1999 a 2000 nastal v dalších dvou až třech letech útlum v aktivitě společností. Hlavním důvodem bylo celkové zpomalení světové ekonomiky, především na vyspělých trzích USA a západní Evropy v letech 2001 a 2002, zhoršená ekonomická výkonnost, problémy s terorismem a začátek válek v Afghánistánu a později Iráku. Toto dočasné zpomalení aktivity bylo však později vystřídáno rychlým nárůstem fúzí a akvizic v roce 2004, 2005 i 2006, kdy se hodnota ohlášených fúzí a akvizic v Evropě dostala zpět na úroveň nejúspěšnějšího roku 1999.

Evropa opět prochází trendem monopolistických akvizic připomínající období konsolidace na počátku dvacátého století v USA, i když dnes v mezích antimonopolní regulace. Obrovské „mega“ evropské akvizice jsou příkladem rostoucí globalizace, konsolidace trhu a snahy o získání prospěchu z ekonomie z rozsahu v rámci konkrétního odvětví (příkladem jsou telekomunikační průmysl, farmaceutický, finanční, automobilový atd.). Stejně jako v USA i v Evropě je pro období od roku 2003 významný nárůst aktivity PE fondů. Největší transakce se také uskutečnily až v posledních dvou letech, kdy hodnota čtyř „mega“ transakcí přesáhla 10 miliard USD, největší z nich dokonce 16,6 miliard USD. Podrobněji se aktivitě PE fondů věnuje následující podkapitola.

Jak vyplývá z následujícího grafu, ani region střední a východní Evropy nezůstal pozadu za rozvinutými západními trhy.

Graf č. 13: Dokončené fúze a akvizice ve střední a východní Evropě v letech 1995 – 2005 (v mld. USD)



Zdroj: Dealogic, Analýza KPMG 2005

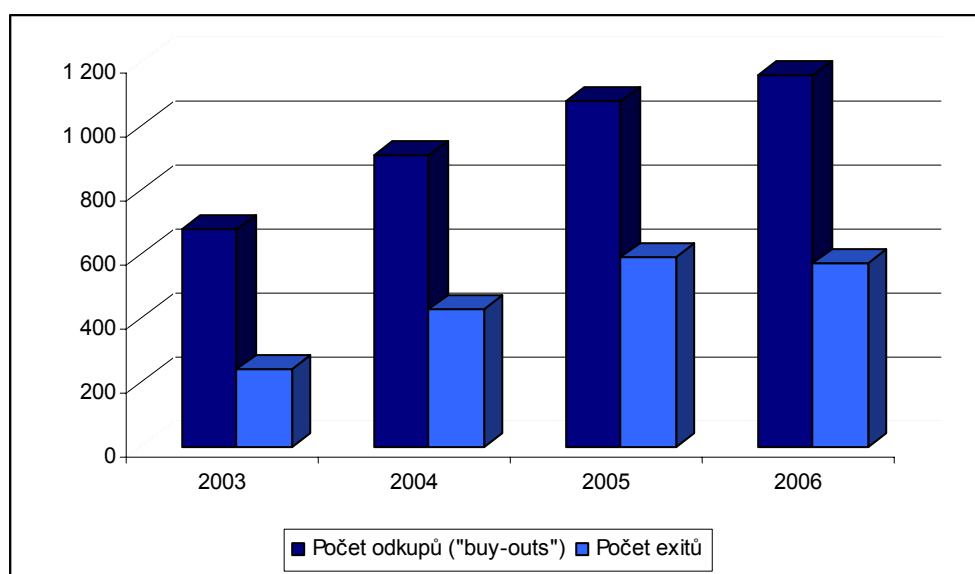
Aktivita fúzí a akvizic je v regionu střední a východní Evropy stejně výrazná jako v západních evropských zemích nejen vzhledem k nutnosti konsolidace, v souvislosti se vstupem zahraničního kapitálu na tyto trhy, ale i s postupným rozvojem těchto trhů jako takových, kde je výrazná i aktivita domácích společností. V tomto regionu jsou navíc příznivé ekonomické podmínky, jako výrazný ekonomický růst, nízká inflace a vysoká poptávka. Navíc společnosti, jež byly na počátku devadesátých let privatizovány, se dostaly do stadia, ve kterém další růst může podpořit konsolidace odvětví a vstup silného strategického partnera domácího nebo i zahraničního.

4.2.1 Private Equity Fondy

Výrazným trendem především několika posledních let je nárůst akvizic finančních investorů – tzv. Private Equity fondů, a to ve všech evropských regionech. Jejich podíl na všech evropských akvizicích se zvýšil z průměrných 10 % v devadesátých letech na asi 25 % v letech 2002 až 2006. Jak bylo vysvětleno také v kapitole 2.1.3 aktivity PE Fondů jsou spojeny s transakcemi typu „Management Buyouts“, kdy management je

financován ze zdrojů finančního investora a jeho banky při koupi společnosti, „Institutional Buyouts“, kdy finanční investor přímo kupuje nějakou společnost, většinou při větších transakcích a najímá si svůj vlastní management. Při tomto typu transakcí se využívá významného dluhu k financování akvizice – odtud název „Leverage Buyouts“.

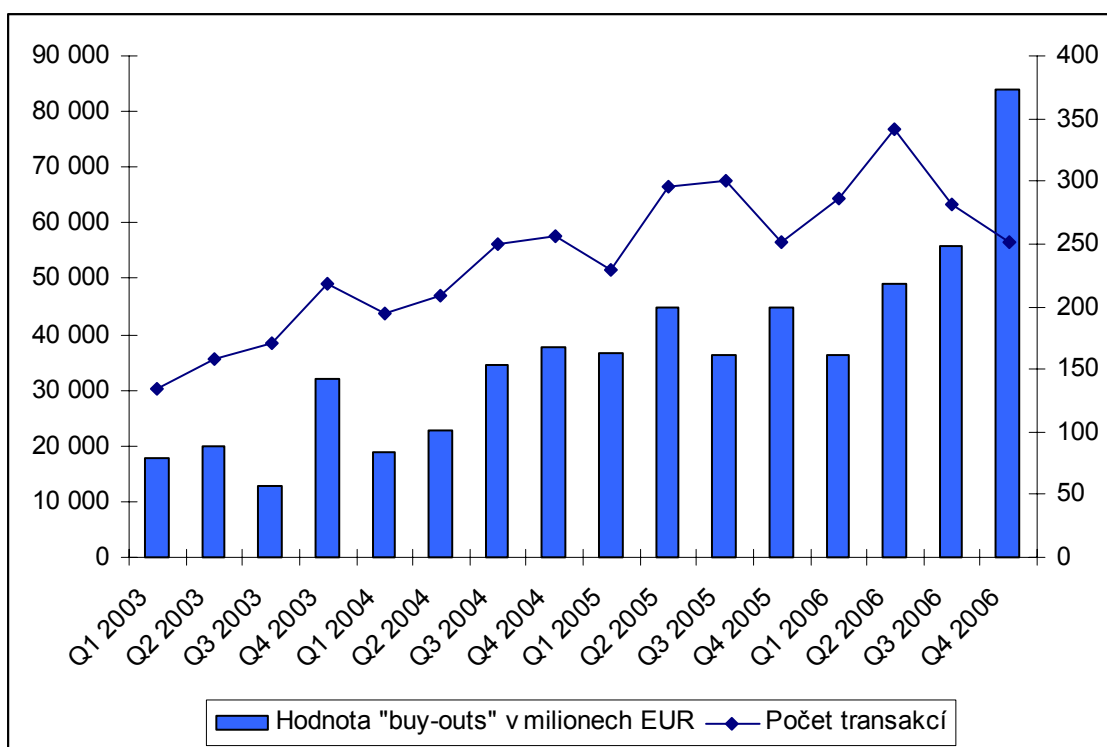
Graf č. 14: Vývoj počtu uskutečněných transakcí provedených PE Fondy v letech 2003 – 2006 v Evropě



Zdroj: Databáze Mergermarket (www.mergermarket.com), vlastní výpočty

Významný nárůst počtu PE fondů byl spojen především s možností efektivně investovat do rozvíjejících se sektorů, nových technologií, které je třeba kapitálově podpořit, rozvíjet a následně prodat s adekvátním výnosem pro investora. Hojnost PE fondů je spojena i s existencí nízkých úrokových sazeb, které v posledních letech přetrvávají a podporují tak výhodnost financování akvizic, častokrát pro finanční investory s možností nabídnout zajímavější cenu než nabízí strategický investor.

Graf č. 15: Vývoj počtu transakcí finančních investorů a hodnoty odkupů v jednotlivých kvartálech v letech 2003 - 2006

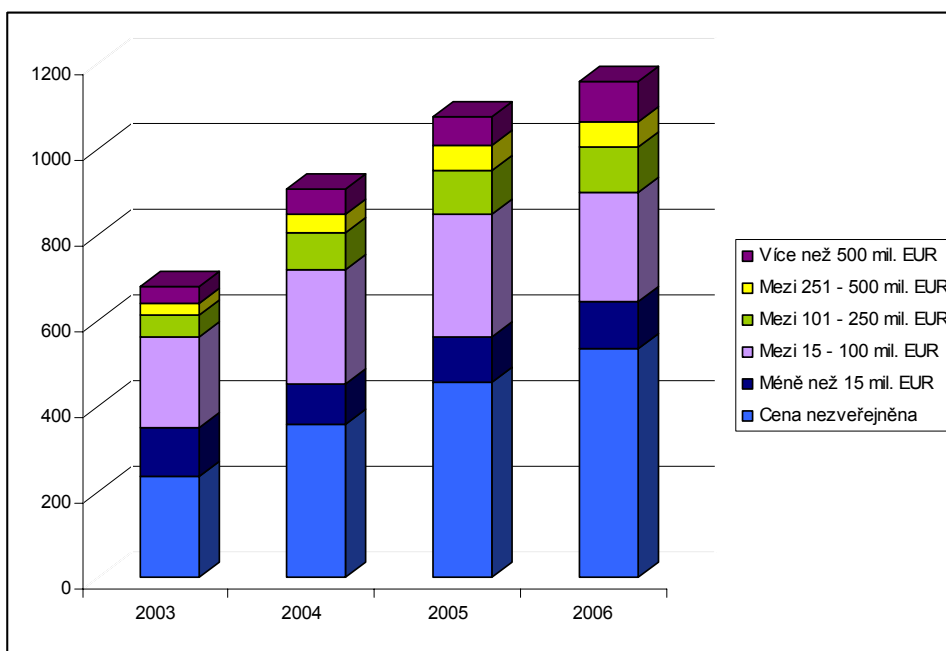


Zdroj: Databáze Mergermarket (www.mergermarket.com), vlastní výpočty

S lepší dostupností financování si finanční investoři postupně stále více dovolují provádět akvizice o velikostech nad 100 mil. EUR a dokonce i „mega“ transakce s kupní cenou nad 500 mil. EUR. V roce 2006 bylo v Evropě uskutečněno 97 transakcí s velikostí nad 500 milionů EUR. Příkladem může být největší transakce roku 2006 - odkup společnosti BAA, britský vlastník a operátor letišť, konsorciem vedeným španělskou skupinou Grupo Ferrovial, která je stavební společností zabývající se investicemi do infrastruktury, za cca. 22,5 miliard EUR. Private Equity fondy v konsorciu byly kanadský Capital d’Amerique CDPQ Inc. a singapurská investiční společnost GIC Special Investments Pte Ltd. Druhou nejvýznamnější transakcí uskutečněnou v energetickém sektoru byl odkup RWE Thames Water Plc konsorciem finančních investorů jako Macquarie a FINPRO SGPS SA vedeným britským strategickým investorem Kemble Water za 11,9 miliard EUR.

V roce 2005 byl největší investicí za přispění Private Equity fondu nákup dánské telekomunikační společnosti konsorciem vedeným Nordic Telephone Company za cca. 11,8 miliard EUR. V roce 2005 bylo v Evropě uskutečněno asi 68 odkupů s cenou vyšší než 500 milionů EUR.

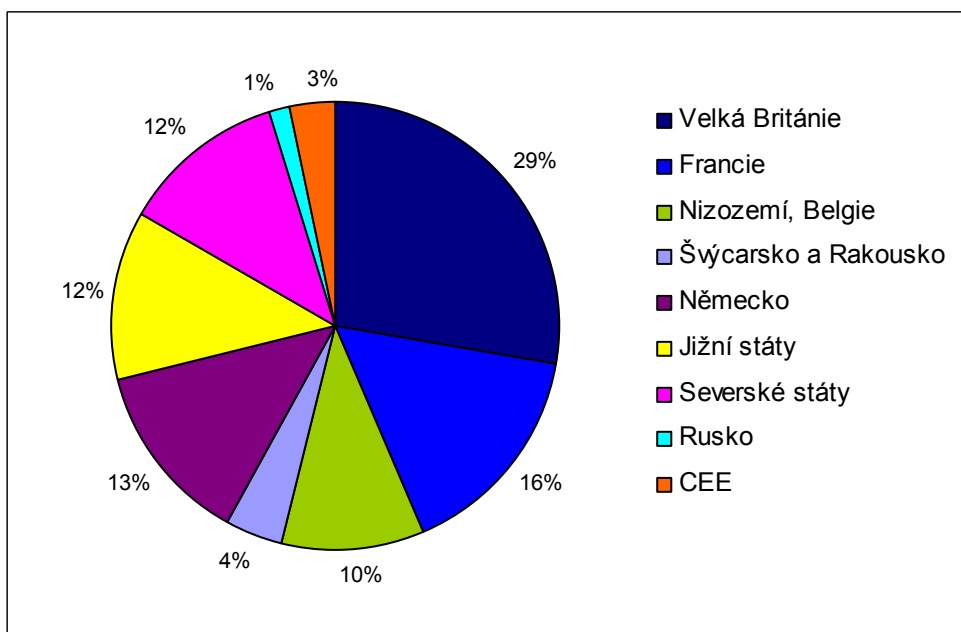
Graf č. 16: Vývoj počtu akvizic PE Fondů podle velikosti jednotlivých transakcí v letech 2003 - 2006



Zdroj: Databáze Mergermarket (www.mergermarket.com), vlastní výpočty

V roce 2006 dosáhl podíl těch největších transakcí s kupní cenou nad 500 milionů EUR dokonce 16 % celkového počtu odkupů se zveřejněnou cenou, kterých bylo 54% všech evropských transakcí finančních investorů. Podíl všech odkupů s cenou nad 100 milionů EUR dosáhl v roce 2006 23 %, zatímco v roce 2003 to bylo 17 %.

Graf č. 17: Podíl jednotlivých států Evropy na celkovém počtu odkupů v roce 2006



Zdroj: Databáze Mergermarket (www.mergermarket.com), vlastní výpočty

I v ostatních letech bylo zastoupení států Evropy na aktivitě PE Fondů podobné jako v roce 2006. Nejaktivnějším státem dlouhodoběji zůstává Velká Británie, kde se v roce 2006 uskutečnilo 316 odkupů o celkové hodnotě 103,4 miliard EUR zveřejněných cen. Ve Francii se loni uskutečnilo 179 transakcí za cca 34 miliard EUR, na třetím místě v počtu transakcí finančních investorů bylo Německo se 148 odkupy za 27,1 miliard EUR. Vysokou průměrnou cenou na transakci zaznamenalo Nizozemí, Irsko a Řecko (Řecko dosáhlo nejvyšší průměrné ceny ve výši 364 milionů EUR), jež všechny měly průměrnou cenu kolem 350 milionů EUR. Fondy v České republice provedly transakce za průměrnou cenu kolem 192 milionů EUR a předčily tak všechny západní i severské státy. Jak vyplývá z uvedeného ani střední a východní Evropa nezůstává pozadu v aktivitě finančních investorů a stále více je využíván kapitál těchto soukromých fondů.

Pokud bychom chtěli shrnout hlavní faktory, které podporují růst aktivity finančních investorů, tak těmi jsou:

- Dostupnost financování
- Přebytek likvidity
- Příznivé makroekonomické podmínky

Jak bylo popsáno v kapitole 2.1.3. financování akvizic PE fondů probíhá do značné míry dluhové s využitím různých typů úvěrů. Oproti předchozím rokům jsou banky ochotny podstupovat více rizika a financovat tak tyto investice nejen s využitím standardních akvizičních úvěrů, přináší navíc nové instrumenty, které umožňují větší diferenciaci a rozložení rizika spojeného s větším zadlužením. Jedná se o různé typy mezaninových a jiných úvěrů.

Důvodem pro větší ochotu bank podstupovat riziko je fakt, že celosvětově poklesla míra nesplacení úvěrů, tzv. default rate, navíc marže, kterých dosahují při běžném financování, v posledních letech poklesly a banky tak jsou nuceny podstupovat rizikovější investice, na kterých jsou vyšší marže a vyšší poplatky za strukturování úvěru apod. Těmi je právě akviziční financování investic finančních investorů.

Významným trendem posledních let je nárůst hodnoty finančních prostředků, které jsou banky ochotny půjčovat. Kritéria hodnocení zadluženosti společnosti se tak posunula dál a banky jsou ochotny akceptovat i dvojnásobný podíl dluhu na EBITDA společnosti než tomu bylo před několika málo lety.

Přebytek likvidity a celkově dobré podmínky v ekonomice jako rostoucí výkonnost, nízká nezaměstnanost, nízká inflace a úrokové sazby, investice do nových technologií a rozvoje jsou dalšími faktory ovlivňujícími aktivitu finančních investorů.

Významným důvodem pro existenci a růst aktivity PE fondů ve střední a východní Evropě je slabší fungování kapitálových trhů. Tyto fondy tak do jisté míry plní úlohu kapitálového trhu, kdy poskytují kapitál pro další investice a rozvoj společnosti.

4.2.2 Faktory podporující aktivitu M&A v Evropě

Hlavními motivy, které podporují moderní evropský trh fúzí a akvizic jsou především konsolidace jednotlivých odvětví, získání přístupu na nové trhy, tzn. především na východní trhy, získání nových technologií a konvergence průmyslu.

V regionu střední a východní Evropy tak příznivé makroekonomické podmínky jako vysoký růst HDP, nízká inflace, relativně nízká nezaměstnanost přirozeně podporují aktivitu v oblasti fúzí a akvizic a rostoucí počet investorů v regionu. V regionech střední a východní Evropy, kde je ještě vyšší růst HDP, je aktivita M&A ještě výraznější.

V návaznosti na analýzu aktivity PE Fondů v kapitole 4.2.1. je zřejmé, že nedostatek efektivity na kapitálových trzích a nízké úrokové sazby, které přetrvávají v několika posledních letech podporují aktivitu finančních investorů a umožňují stále více odkupů společností. PE fondy navíc v těchto letech stále drží dostatek likvidních zdrojů, aby mohly rychle reagovat na další potenciální investice. V ekonomice je také dostatek kapitálu na úvěrovém trhu, a proto díky těmto faktorům je možné financovat akvizice o velikostech až několika desítkách miliard EUR.

Klasickým argumentem strategických investorů kdysi navíc bylo to, že jsou díky synergii schopni nabídnout vyšší cenu než investoři finanční. Jak ale vyplývá z analýzy v kapitole 4.2.1., stále rostoucí počet a navíc i hodnota transakcí uzavřených finančními investory dokazuje opak. V současné době je velmi likvidní ekonomika, která umožňuje PE fondům reagovat rychleji než je tomu u strategických investorů. Navíc transakce uzavřená mezi společností a finančním investorem často ani nepodléhá schvalování příslušných orgánů na ochranu hospodářské soutěže nebo schválení orgánů v rámci korporátní struktury. Rychlost, efektivita a likvidita jsou hlavními faktory nahrávajícími finančním investorům.

Dalším faktorem, který podporuje růst aktivity fúzí a akvizic ve střední a východní Evropě, jsou investiční pobídky. Ty se týkají především daňových úlev v souvislosti s investicemi na zelené louce, ale existují i další sektorové, regionální nebo projektové podpory nabízené vládou jednotlivých zemí. Jak bylo uvedeno výše na konci třetí kapitoly, v České republice se investiční pobídky týkají především úlev na dani při investicích na zelené louce a dalších projektech podporující zvyšování zaměstnanosti, technologie a zpracovatelský průmysl. V Bulharsku se zase podporují investice do zemědělství, v Srbsku se například daní nízkou sazbou daně z příjmu právnických osob a dokonce nulovou sazbou v případě nových investic v regionech s vysokou nezaměstnaností.

Kromě ekonomických investičních pobídek existují také neekonomické pobídky, související s politickou situací v zemi a především účastí v některých mezinárodních nebo evropských sdruženích. Je dokázána silná korelace mezi členstvím v NATO a EU a mezi vyšší jistotou investorů a rizikovostí regionu.

Dalším faktorem podporujícím příliv zahraničních investorů je zjednodušení administrativní zátěže a zrychlení procesu vstupu zahraničního partnera do země. Toto bylo nedávno dokázáno na příkladě Bulharska, které založilo vlastní Agenturu pro zahraniční investice. Srbsko také věří, že přes právní, ekonomické reformy a harmonizaci může nabídnout příznivé prostředí, tržní ekonomiku a nalákat tak více zahraničních investorů.

5 Závěr

Oblast fúzí a akvizic v České republice prošla od roku 1990 významným vývojem, který započal s transformací z centrálně plánované ekonomiky na ekonomiku tržní, s nástupem liberalismu a kapitalismu v České republice. Privatizace státního majetku tak do značné míry ovlivňovala a dosud částečně ovlivňuje oblast fúzí a akvizic u nás, ale i v dalších zemích střední a východní Evropy. Významný rozvoj fúzí a akvizic v České republice především po roce 2002 byl značně podporován rychlým rozvojem světové ekonomiky, postupující globalizací, příznivými makroekonomickými podmínkami a celkovou atraktivitou našeho trhu.

Můžeme konstatovat, že se Česká republika přes určité omezení na počátku devadesátých let stále více přibližuje západní Evropě i v oblasti fúzí a akvizic. Analýza aktivity v oblasti M&A v této práci dokázala, že i Česká republika kopíruje trendy západního světa, a to nejen při negativním vývoji na počátku 21. století, kdy došlo ke zpomalení světové ekonomiky a tím i aktivity fúzování, ale především v následujícím růstu aktivity a celkové hodnoty uskutečněných fúzí a akvizic.

Významným trendem několika posledních let je nástup Private Equity fondů v České republice, který zřetelně kopíruje dění v západních ekonomikách Evropy a USA. Nejen rostoucí počty uskutečněných transakcí finančních investorů, ale především jejich hodnota je to, co odráží trendy ve zbytku světa.

Významný nárůst počtu transakcí PE fondů je spojen především s možností efektivně investovat do rozvíjejících se sektorů, nových technologií, které je třeba kapitálově podpořit, rozvíjet a následně prodat s adekvátním výnosem pro investora. Hojnost aktivit fondů v České republice je spojena se situací na trhu s úvěry, existencí nízkých úrokových sazeb, které v posledních letech přetrvávají a podporují tak výhodnost financování akvizic, častokrát pro finanční investory s možností nabídnout zajímavější cenu než nabízí strategický investor. Banky ve snaze zvýšit své zisky podstupují stále více rizikových investic, kterými investice finančních investorů jistě jsou. Nejen v České republice, ale především v západních zemích jsou banky ochotny financovat obrovské transakce v hodnotě několika desítek miliard dolarů. PE fondy navíc v těchto letech drží dostatek likvidních zdrojů, aby mohly rychle reagovat na další potenciální investice.

Významným důvodem pro existenci a růst aktivity PE fondů u nás je nedostatečně efektivní fungování kapitálových trhů. PE fondy tak do jisté míry plní úlohu kapitálového trhu, kdy poskytují kapitál pro další investice a rozvoj společnosti. Na druhou stranu se již objevily signály, že v blízké době můžeme očekávat také mírný nárůst počtu IPO na pražské burze, kde se uskutečnily dvě IPO na konci roku 2006 a další jsou plánovány i v roce 2007. Přesto minimálně do doby, kdy se pražská burza přiblíží té varšavské, kde se v letošním roce očekává minimálně 60 IPO, můžeme čekat růst počtu PE fondů i jejich aktivity.

Fúze a akvizice jsou pro společnost významné nejen z ekonomického hlediska, ale také z hlediska mocenského v rámci globalizace světové ekonomiky. Díky pádu určitých regulatorních a geografických bariér, rostoucí výkonnosti světové ekonomiky, globálního bankovníctví a úrovně soukromého kapitálu se právě ocitáme ve vlně fúzí a akvizic na celém světě. Česká republika se spolu s dalšími státy střední a východní Evropy přibližuje úrovni západního světa. Nejen se vstupem těchto zemí do Evropské Unie, ale také s postupnou liberalizací, konsolidací trhů a otevřením se zahraničním investicím se předpokládá nárůst aktivity přeshraničních fúzí a akvizic v těchto zemích. I v dalších letech bude trh fúzí a akvizic u nás částečně ovlivňován privatizacemi státního majetku, kdy je očekáván prodej Letiště Praha, Českých aerolinií, České pošty nebo pivovaru Budějovický Budvar. S rostoucí tržní silou energetické společnosti ČEZ jsou i nadále očekávány další akvizice ČEZ v zahraničí a celkový nárůst vstupu českých společností na východní trhy.

Seznam použité literatury

- Bednář, J., Buchta, J., Orlová, B., Raus, D.: *Zákon na ochranu hospodářské soutěže a předpisy související - komentář*, Linde 2002, Praha
- Begg, P., Haines, J.: *Corporate acquisitions and mergers*, Kluwer Law International, 1986
- Brealey R., Myers, S.: *Principles of Corporate Finance*, McGrawHill
- Browne, L., E., Rosengren, E., S.: *The merger boom*, Boston 1987
- Clark, P., J.: *Beyond the deal: Optimizing merger and acquisition value*, Harper Business, New York 1991
- Clark, R.,C.: *Firemní právo*, Victoria Publishing, Praha 1991
- Dědič, J.: *Obchodní zákoník - komentář*, CH Beck 2001
- Euromoney presentation: *M&A Analysis*, květen 2005
- Evenett, S.J.: *The Gross Bordur Mergers and Acquisitions Wales of the late 1990s*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 9655, www.nber.org/papers/w9655
- Gardener E., Molyneux P.: *Investment Banking Theory and Practice*, Euromoney Publications, 2001, 2. vydání
- Halmstrom, B., Kaplan, S.: *Corporate Governance and merger activity in the U.S.: making sence of the 1980s and 1990s*, National bureau of economic research, 2001
- Hamplová, E.: *Ekonomicko-účetní principy a kritéria aplikovaná v procesu fúzování dvou společností*, ESF MU 1999
- Hubbard N.: *Acquisition Strategy and Implemantation*, Macmillan Press, Ltd. 1999
- Kleinert, J., Klodt, H.: *Causes and consequencies of mergers waves*, Kiel working paper No. 1091
- Musílek, P.: *Trhy cenných papírů*, Management Press, Praha 2002
- Ogden, J.P., Jen F.C., O'Connor P.F.: *Advanced Corporate Finance, Policies and Strategies*, Pearson Education, 2003
- Pike R., Neale B.: *Corporate Finance and Investment, Decisions and Strategies*, Prentice Hall Europe, 1996, 2. vydání
- Pelikánová, I.: *Komentář k obchodnímu zákoníku*, Linde 2001

Reed S.F., Lajoux A.R.: *The Art of M&A, A merger acquisition buyout guide*, Irwin Professional publishing, 1995, 2. vydání

PriceWaterhouseCoopers: *Studie fúze a akvizice ve střední a východní Evropě*, PriceWaterhouseCoopers, 2006, 2005, 2004, 2003, 2002, 2001, 2000

Ravenscroft, D., J., Scherer, F., M.: *Mergers, Sell - offs and economic efficiency*, Washington 1997

Rezaee Z.: *Financial Institutions, Valuations, Mergers and Acquisitions, The Fair Value Approach*, John Wiley & Sons, Inc. 2001, 2. vydání

Sharp G.: *Strategies for Successful Acquisitions in Europe*, Euromoney Books, 2002

Sharp G.: *Practical introduction to corporate finance*, Euromoney Books, 1994

Shaughnessy H.: *Privatisation and Economic Development in Eastern Europe and the CIS, Investment, Acquisition and Managerial Issues*, John Wiley & Sons, Inc. 1994

Shy, O.: *Industrial Organization: Theory and Practise*, MIT Press, Cambridge: Mass., 1996

Šantrůček J.: *Fúze a akvizice – Obchodní právo a hodnota*, VŠE IOM, Praha 2001

Štenglová, I., Plíva, S., Tomsa, M.: *Obchodní zákoník, komentář*, CH Beck 2002

Tirole, J.: *The Theory of Industrial organization*, MIT Press, Cambridge: Mass., 1989

Vomáčková, H.: *Účetnictví akvizicí, fúzí a jiných vlastnických transakcí*, Polygon 2002

Další zdroje

Zákony České republiky

Výroční zprávy Fondu národního majetku

The Financial Times, příloha Private Equity, 24. dubna 2007

<http://ec.europa.eu/comm/competition/mergers>

www.mergermarket.com

www.mfcr.cz

www.ihned.cz

www.idnes.cz

www.ctk.cz

Seznam tabulek

Tabulka č. 1: Přehled příjmů a výdajů „zvláštního účtu“ malá privatizace (mil. Kč) za roky 1991 - 1993 a 1991 - 2005.....	47
Tabulka č. 2: Výsledky kupónové privatizace v České republice	50
Tabulka č. 3: Příjem FNM ČR z prodeje majetku a akcií za období 1991 - 2005 (v Kč)	62
Tabulka č. 4: Seznam hlavních privatizačních transakcí realizovaných FNM ČR v letech 1999-2006	64

Seznam grafů

Graf č. 1: Příjmy z prodeje majetku a akcií v rozdělení na tuzemské a zahraniční investory v letech 1991 – 1994 (v mld. Kč).....	57
Graf č. 2: Získané prostředky FNM ČR v letech 1991 – 1994 dle jejich původu (v mld. Kč).....	57
Graf č. 3: Privatizační jednotky k privatizaci dle druhu transformace 1991-2005.....	59
Graf č. 4: Prodeje státního majetku na kapitálovém trhu v letech 1994 - 2001.....	60
Graf č. 5: Přehled tržeb dosažených při prodeji na kapitálovém trhu v letech 1994 - 2001 (v mil. Kč).....	60
Graf č. 6 – Předané privatizační jednotky v jednotlivých letech od počátku privatizace	61
Graf č. 7: Příjmy s privatizace podle metody privatizace v letech 1995 – 2005 (v mld. Kč).....	62
Graf č. 8: Počet fúzí a akvizic v České republice v letech 1998 – 2006.....	72
Graf č. 9: Hodnota zveřejněných transakcí v České republice (v mld. USD) a podíl transakcí, u nichž byla zveřejněna hodnota	73
Graf č. 10: Vývoj počtu fúzí a akvizic v České republice v letech 1998 – 2006.....	78
Graf č. 11: Aktivita PE fondů v letech 2002 – 2006 v České republice.....	80
Graf č. 12: Vývoj hodnoty ohlášených fúzí a akvizic v Evropě a podíl účasti finančních investorů v letech 1989 – 2006 (v mld. USD)	89
Graf č. 13: Dokončené fúze a akvizice ve střední a východní Evropě v letech 1995 – 2005 (v mld. USD).....	90

Graf č. 14: Vývoj počtu uskutečněných transakcí provedených PE Fondy v letech 2003 – 2006 v Evropě	91
Graf č. 15: Vývoj počtu transakcí finančních investorů a hodnoty odkupů v jednotlivých kvartálech v letech 2003 - 2006	92
Graf č. 16: Vývoj počtu akvizic PE Fondů podle velikosti jednotlivých transakcí v letech 2003 - 2006.....	93
Graf č. 17: Podíl jednotlivých států Evropy na celkovém počtu odkupů v roce 2006 ...	93

Teze diplomové práce

Termín státní závěrečné zkoušky: Letní semestr 2006/2007

Autor diplomové práce: Bc. Zuzana Drlíková

Vedoucí diplomové práce: Prof. Ing. Michal Mejstřík CSc.

Název práce: Fúze a akvizice

Cíl práce:

Tématem práce je oblast fúzí a akvizic - porovnání vývoje této oblasti v České republice a ostatních státech Evropské unie. Práce se bude zabývat možnými historickými, ekonomickými a politickými příčinami rozvoje či útlumu těchto aktivit ekonomických subjektů nejen v České republice, ale i v porovnání s ostatními státy EU. Cílem práce bude nastínit vývoj oblasti fúzí a akvizic v České republice po roce 1989, najít ekonomické, politické či jiné mezníky v tomto vývoji (privatizace, vznik a změny zákonných úprav, vývoj kapitálového trhu, vstup do EU apod.). Dále bude autorka analyzovat oblast fúzí a akvizic v České republice v porovnání s jinými „novými“ členy EU, členy EU-15 a dalšími kandidáty na vstup do EU.

Práce přinese odpovědi zejména na tyto otázky:

Co je fúze a akvizice?

Jaké jsou důvody uskutečnění fúzí a akvizic?

Jaké jsou způsoby uskutečnění fúzí a akvizic?

Jaké byly a jsou podmínky pro uskutečnění fúzí a akvizic ve světě?

Existuje jednotná právní úprava této problematiky nebo se o ni usiluje do budoucna?

Kdy začaly být první fúze a akvizice uskutečňovány v České republice?

Jaký byl historický vývoj realizace fúzí a akvizic ve světě?

Jaké byly důvody a celkové prostředí pro uskutečnění fúzí a akvizic v České republice?

Byl vývoj uskutečněných fúzí a akvizic odlišný před vstupem ČR do EU a po něm?

Ovlivnil vstup ČR do EU transakční proces fúzí a akvizic?

Které ze států EU jsou nejméně aktivní v oblasti fúzí a akvizic?

Je ČR více či méně aktivní v této oblasti v porovnání s ostatními „novými“ členy EU?

Jaký další vývoj je v oblasti fúzí a akvizic očekáván do budoucna?

Přesouvá se již zájem západních investorů více na východ Evropy?

Předběžná osnova práce:

1. Úvod
2. Fúze a akvizice
 - 2.1. Základní pojmy
 - 2.2. Základní typy fúzí a akvizic
 - 2.3. Motivy uskutečnění fúzí a akvizic
 - 2.4. Zákonná úprava fúzí a akvizic v České republice
 - 2.5. Účast Úřadu na ochranu hospodářské soutěže
 - 2.6. Daňový aspekt fúzí a akvizic
3. Analýza vývoje fúzí a akvizic v České republice
 - 3.1. Vývoj po roce 1989 – privatizace
 - 3.2. Vývoj ve druhé polovině 90.let
 - 3.3. Vývoj od roku 2000
4. Porovnání uskutečněných transakcí v ČR s ostatními státy EU
 - 4.1. Porovnání ČR a ostatních „nových“ členských států EU
 - 4.2. Porovnání ČR a EU 15
5. Závěr

Základní literatura:

Begg, P., Haines, J.: Corporate acquisitions and mergers, Kluwer Law International 1986

Brealey, R.,A., Myers, S.,C.: Teorie a praxe firemních financí, Victoria publishing, Praha 1992

Clark, P., J.: Beyond the deal: Optimizing merger and acquisition value, Harper Business, New York 1991

Dvořák, S.: Kontrola spojování soutěžitelů, C.H.Beck, Praha 2002 Halmstrom, B., Kaplan, S.: Corporate Governance and merger activity in the U.S.: making sense of the 1980s and 1990s, National bureau of economic research, 2001

Hamplová, E.: Ekonomicko-účetní principy a kritéria aplikovaná v procesu fúzování dvou společností, ESF MU 1999

Horn, H., Levinsohn, J.: Merger policies and trade liberalization, NBER Working paper 6077, Cambridge 1997

Ježek, T.: Kodex převzetí a fúzí Londýnského City, Praha 1998

Kleinert, J., Klodt, H.: Causes and consequences of mergers waves, Kiel working paper No. 1091

Musílek, P.: Trhy cenných papírů, Management Press, Praha 2002

Ravenscroft, D., J., Scherer, F., M.: Mergers, Sell - offs and economic efficiency, Washington 1997

Sudarsanam, P.S.: The essence of mergers and acquisitions, Prentice Hall, Harlow, Velká Británie, 1995

Shy, O.: Industrial Organization: Theory and Practise, MIT Press, Cambridge: Mass., 1996

Šantrůček J.: Fúze a akvizice – Obchodní právo a hodnota, VŠE IOM, Praha 2001

Tirole, J.: The Theory of Industrial organization, MIT Press, Cambridge: Mass., 1989

Vomáčková, H.: Účetnictví akvizicí, fúzí a jiných vlastnických transakcí, Polygon 2002
Zákony České republiky

V Praze dne 8.10.2006

Podpis konzultanta:

Podpis autorky:

Prof. Ing. Michal Mejstřík CSc.

Bc. Zuzana Drlíková