

Niektoré teoretické aspekty stratégie akvizície a vývoj akvizícií v Európe

Martin VOLOŠIN – Darina VOLOŠINOVÁ

Úvod

Európske firmy, konfrontované s nutnosťou adaptovať sa na spoločný trh, vznik Európskej menovej únie a na rastúcu globalizáciu trhov¹, sa výrazne orientujú na akvizíčné stratégie najmä od polovice osemdesiatych rokov 20. storočia. Veľký trh by mal otvárať možnosti, ale aj privádza nových konkurentov na tradične chránené teritórium. Akvizície sú iba jedným z prejavov preskupovania síl v ekonomike a sú spravidla používané v súčinnosti s inými stratégiami: kooperáciou, vnútorným rastom, integráciou a pod. Tradičný názor na akvizície hovorí o ich rastúcom počte a význame. Výskum realizovaný z hľadiska dlhšieho časového obdobia hovorí skôr o tom, že akvizície prebiehajú v určitých vlnách. Na cyklický charakter fúzií a akvizícií medzi prvými poukázali Golbe a White v roku 1993. Zatiaľ sa v literatúre spomína päť veľkých vln akvizícií, ktoré prebehli začiatkom storočia, v dvadsiatych rokoch, šesťdesiatych rokoch, osemdesiatych rokoch a v deväťdesiatych rokoch 20. storočia.

Z teoretického i praktického hľadiska je zaujímavé skúmať vývoj akvizícií ako špecifickej stratégie expanzie podnikov, a to najmä z hľadiska ich motívov a skutočne dosiahnutých efektov, ktoré smerujú do oblasti dotknutých podnikov, odvetvia, vývoja kapitálového trhu aj ekonomiky ako celku.

Teoretické aspekty stratégie akvizície

Akvizícia je strategické rozhodnutie podniku o prevzatí iného podniku a jeho realizácia s cieľom dosiahnutia strategických cieľov. Tieto ciele môžu byť a spravidla sú heterogénne. Medzi ne najčastejšie patrí:

1) Realizácia operačných a/alebo finančných synergií

Medzi firmou, ktorá je akvizítorom a cieľovou firmou, ktorá je objektom akvizície, môžu existovať komplementarity a vzájomne využiteľné zdroje. Ich využitie teda môže znamenať značný ekonomický prínos. Hľadanie finančnej synergie vychádza zo širších aspektov. Prvý spočíva v diverzifikácii aktivít

¹ Lissauerová, D.: Euro and the Process of Constitution of the European Monetary Union. In: Integracja europejska a rynek. PSB-SW Kraków 1999, s. 47 – 62, ISBN 1427-7719.

podniku s cieľom redukovať riziko. Druhý aspekt pri hľadaní synergii sleduje získanie výhodných úverových podmienok pri úveroch kontrahovaných podnikom. Tretí sa týka zvýšenia schopnosti podniku brať ďalší úver. Využitie synergických efektov v konečnom dôsledku môže zvýšiť efektívnosť celého podniku.

2) Získanie efektov úspor z rozsahu

Druhým častým dôvodom akvizície je hľadanie úspor nákladov na základe rastu objemov produkcie. Pri kombinácii dvoch podnikov možno získať viacero druhov nákladových úspor, v závislosti od stupňa proximity ich aktivít. Mnohé akvizície sledovali medzi iným realizáciu relatívnych úspor nákladov najmä v oblasti výskumu a vývoja a v oblasti výroby. Tieto úspory dávajú možnosti absolútneho zvýšenia vkladov do výskumu a do ostatných oblastí. Jav úspor z rozsahu existuje nielen v oblasti technickej, komerčnej a organizačnej. Prejavuje sa aj v oblasti finančnej. Ak nový zložený podnik používa úvery, v princípe má šancu na dosiahnutie vyššej finančnej efektívnosti, ako dva oddelené menšie podniky.

3) Zlepšenie koordinácie medzi aktivitami

Koordinácia aktivít sa zameriava najmä na odstránenie duplicit a neefektívnosti. Obsahom riešenia je jednak časová a tiež vecná (obsahová koordinácia) v oblasti výroby, marketingu, výskumu a vývoja.

4) Aplikácia osvedčených spôsobov riadenia a skúseností

Podnik, ktorý je zle riadený v oblasti operačnej alebo finančnej, môže dosahovať oveľa lepšie výsledky, keď sa dostane do správnych rúk. Tento spôsob uvažovania je často sledovaný akvizítormi, ktorí sú schopní dodať cieľovému podniku novú dynamiku aplikáciou dokonalejších metód riadenia. Tento transfer znalostí nevytvára síce sám osebe hodnoty, pretože podnik by mohol teoreticky zlepšiť svoju činnosť aj bez akvizície. Naopak, akvizítor môže získať firmu, ktorá je rentabilnejšia, ako jeho vlastná, ale je momentálne ekonomicky slabšia.

5) Využitie daňových výhod

Niektoré podniky, ktoré sú deficitné, využívajú dosť podstatné daňové úľavy v dôsledku strát naakumulovaných v predchádzajúcom období. Tieto podniky môžu byť privilegovaným cieľom firiem, ktoré sú vysoko ziskové, a ktoré tak môžu akvizíciou zarobiť. Napriek tomu však, tento krátkodobý zisk nemôže vytvoriť ekonomickú hodnotu, pokiaľ nie je sprevádzaný inými akciami, zameranými napr. na hľadanie synergie, alebo úspory z rozsahu.

6) Využitie prebytku likvidity pre návratné investície

Ak podnik disponuje vysokou likviditou, má viacero možností jej využitia. Prvá možnosť spočíva v jej distribúcii vo forme dividend. Avšak zdanenie zisku je v tomto prípade vyššie, ako keď sa prebytky použijú na zvýšenie kapitálu. Preto sa podnik môže prednostne orientovať na túto druhú možnosť. Treťou možnosťou je investovať do nových projektov. Vhodné projekty nie sú vždy k dispozícii, a preto sa často používajú tieto prostriedky na spätný nákup vlastných akcií. Tento typ operácie je v niektorých krajinách považovaný za podobný proces ako distribúcia dividend, čo je z hľadiska zdanenia nie veľmi výhodné. Zostáva teda posledná možnosť, investovať do akcií vybraného podniku, ktorého očakávaná rentabilita je vyššia, ako cena kapitálu.

7) Predaj podhodnotených aktív

Existuje dosť častý prípad, kedy cieľová firma vlastní aktíva vysokej hodnoty: výrobné zariadenia, značku, budovy a pod., ktoré nie sú dostatočne ocenené trhom v podobe trhovej ceny akcií. To je prípad niektorých leteckých alebo naftových spoločností, ktorých hodnota rezerv a majetku je často oveľa vyššia ako hodnota ich cenných papierov. Tieto spoločnosti majú oveľa väčšiu cenu keď sa predávajú po častiach, než vcelku. V tomto prípade je akvizícia menej vyhľadávaná kvôli synergiám, ale je uskutočňovaná rôznymi „žralokmi“ v snahe zmocniť sa týchto podnikov, v podstate so špekulatívnymi zámermi.

Nehľadiac na tento problém, tie podniky, ktoré vedia nielen využiť nerovnováhu medzi trhovou hodnotou a fyzickou hodnotou pre akvizíciu cieľovej firmy, ale vedia rozhybať aj synergie, získavajú v tomto prípade veľký potenciál pre tvorbu hodnoty.

8) Snaha o urýchlenie rastu, predstihnutie konkurencie a ovládnutie trhu

V niektorých sektoroch je veľkosť podniku rozhodujúcim faktorom z hľadiska konkurenčnej schopnosti. Preto býva dôležité čo najskôr dosiahnuť potrebnú veľkosť, alebo určitú kompetenciu. Snaha o urýchlenie je však často v rozpore s možnosťami vnútorného rastu. V tejto situácii je akvizícia najrýchlejšou cestou a podniky ju neváhajú použiť. V Európe je tento jav daný najmä konkurenčným ohrozením zo strany veľmi aktívnych firiem z juhovýchodu Ázie. V rámci zosilnenej konkurencie európske podniky tiež cítia ohrozenie zo svojho vlastného rastu. Snažia sa realizovať eventuálne akvizície rýchlo, skôr než to urobí konkurencia. Akvizícia je tu skôr nástrojom taktiky, než spôsobom pre zvýšenie tvorby zisku. Okrem toho vytvorenie dominantnej pozície v určitom sektore umožňuje podniku dosahovanie monopolného zisku, ľahším vnútením svojich cien. Nejde tu teda o tvorbu hodnoty v globálnom zmysle, ale o jej transfer smerom od kupujúceho k akcionárovi. Tento prístup, aj keď je sledovaný protimonopolnými orgánmi, ostáva stále dôležitým motívom akvizície.

Ak to teda zhrnieme, pre akvizíciu existuje mnoho dôvodov. Niektoré z týchto motívov majú väčší potenciál pre skutočné zvýšenie tvorby hodnoty ako iné,

niektoré z nich sú opodstatnené len vtedy, ak ide o súbeh zvláštnych podmienok. Ide najmä o to, či príbuznosť spájaných aktivít podporuje, alebo naopak blokuje realizáciu synergii, transfer skúseností, rast úspor z rozsahu a ďalšie potenciálne zdroje rastu hodnoty.

Ekonomická opodstatnenosť akvizície a finančné aspekty

Početné práce, ktoré sa zaoberali týmto problémom naznačujú, že akcionári kupujúceho podniku spravidla získavajú akvizíciou veľmi málo, prípadne vôbec nič. Naopak, pomerne veľa ziskavá cieľová firma, s prémieou od 20 do 50 % podľa použitého spôsobu platenia (peniazmi alebo výmenou cenných papierov). Tento jav môže mať dve príčiny:

Prvou je **existencia vysokej účinnosti (citlivosti) finančného trhu** pri fixácii cien akcií na úrovni, ktorá zodpovedá očakávaniam akcionárov. Akcionári po ohlásení projektu akvizície môžu do ceny akcií integrovať tvorbu hodnoty, ktorá môže byť v budúcnosti podnikom vyprodukovaná a zvýšiť ceny akcií, za ktoré sú ochotní ich predať.

Druhá príčina spočíva v **konkurenčnej povahe vzťahov** pri snahe získať kontrolu nad určitým podnikom. Preto nie je prekvapujúce, že cena akvizície je minimálne rovná cene fixovanej finančným trhom. Zdá sa, že akvizícia je považovaná skôr za prostriedok, než za cieľ. Musí sa robiť v rámci jasnej strategickej predstavy podniku. V tomto duchu strategická analýza, ktorá sa opiera o hodnotenie kompetencií podniku a možností, ktoré sa pred ním otvárajú, musí dokázať, že navrhované varianty (a medzi nimi prípadne aj akvizícia) mu zabezpečia ďalší rozvoj. Preto príležitosť pre voľbu akvizíčnej stratégie musí byť ocenená vzhľadom na hodnotu, ktorú môže vytvoriť pre iniciatívny podnik. Za týmto účelom je vhodné postupovať podľa ujasneného algoritmu. Doporučený postup pri akvizícii sa skladá zo **šiestich etáp**.

V prvej etape sa vykonáva podrobná **diagnostika** kapacít akvizítora za účelom ukázania oblastí, kde je možné vytvoriť novú hodnotu, napr. v dôsledku synergii a efektov ekonomie mierky. V tomto smere je veľmi vhodné použitie metódy reťazca hodnôt. Po určení oblastí, kde je potenciálna možnosť tvorby hodnoty, musí akvizítor stanoviť **kritériá**, ktoré umožnia určiť odvetvie (odbor) a cieľový podnik. Kritériá týkajúce sa odvetvia môžu byť kritériá trhové a obchodné, technologické, môžu hodnotiť stupeň konkurencie medzi akvizítorom a cieľovým podnikom a pod. Kritériá určenia cieľového podniku sú obdobné, ale majú detailnejší charakter. Môžu zahrňovať také elementy, ako synergia medzi podnikmi, kvalita manažmentu, veľkosť podniku, rentabilita a pod.

Keď sú vybraté cieľové podniky, ďalší postup sa koncentruje na ich podrobnejšiu analýzu: analýzu ich konkurenčnej pozície, analýzu sektorov, v ktorých pôsobia, možností tvorby hodnoty a rozvoja trvalej konkurenčnej výhody budúcej jednotky. Štvrtá etapa spočíva v stanovení **finančnej hodnoty** cieľového podniku a jeho maximálnej akceptovateľnej ceny.

Po realizácii finančného ohodnotenia nasleduje etapa **vyjednávania**. Úspešnosť tejto etapy závisí od kvality práce, vykonanej v predchádzajúcich etapách. Poslednou etapou je príprava a **realizácia vlastnej integrácie** (fúzie) oboch podnikov. Nie je v tejto etape zriedkavé, že vzniká množstvo organizačných problémov, a to najmä v dôsledku odlišných organizačných zvyklostí, kultúr, spôsobov riadenia a názorov jednotlivcov. Tieto problémy sú pôvodcom vyskytujúcich sa neúspechov takýchto fúzií, pričom z ekonomického hľadiska sa zdali tieto problémy nepravdepodobné. Výsledkom potom je, že vytvorená nová firma nie je schopná dosahovať také ekonomické výsledky, ako sa od nej očakávali.

Ako je zrejmé, podstatnou súčasťou rozhodovania o akvizícii je jej finančné zhodnotenie. V tejto oblasti sa používa viacero metód, a to buď izolovane, alebo komplementárnym spôsobom. Medzi týmito metódami je najrozšírenejšia **metóda P/E** koeficientu. Metóda P/E stanovuje cenu akcie v závislosti od hospodárskeho výsledku generovaného podnikom. Ak vychádzame z hypotézy, že pomer P/E sa v budúcnosti nezmení, je cena akvizície vypočítateľná z budúceho hospodárskeho výsledku. Používajú sa tiež ďalšie metódy ohodnotenia podnikov založené na stanovení substančnej hodnoty podniku:

- likvidačnej (hodnoty likvidácie),
- náhradnej (hodnota náhrady aktív),
- hodnoty podniku bez aktív.

Alternatívne sa môže použiť kombinované hodnotenie s uvažovaním všetkých uvedených hodnôt. Nedostatkom metódy substančnej hodnoty je, že neberie do úvahy budúcu rentabilitu firmy.

Iná základná metóda ohodnotenia, odvodená z finančnej teórie portfólia, je založená na známom modeli rovnováhy finančných aktív. Podľa tohto modelu existuje vzťah medzi rizikovosťou a rentabilitou kótovaných akcií na efektívnom finančnom trhu. Tento vzťah môžeme použiť pre ohodnotenie akcií cieľového podniku tak, že cenu kapitálu považujeme za rentabilitu, ktorú musí dosiahnuť cieľový podnik. Hodnota cieľového podniku je potom daná ako čistá súčasná hodnota budúcich výnosov podniku, kde diskontný činiteľ je daný cenou kapitálu a koeficientom rizika.

Pri aplikácii tejto metódy sa môžu vyskytnúť niektoré ťažkosti. Prvá z nich sa týka odhadu budúcich výnosov v dôsledku efektov synergie a zlepšenia produktivity. Druhá sa týka voľby horizontu pre výpočet ČSH. Teoreticky by mal byť tento horizont taký, pre ktorý je hraničná rentabilita rovná marginálnym nákladom (t.j. cene kapitálu). V praxi sa však často volí empiricky v závislosti od povahy akvizície. Nakoniec, posledná sa týka miery aktualizácie, čiže ukazovateľa požadovanej rentability. Táto rentabilita závisí do určitej miery od krokov, ktoré akcionári môžu uskutočniť za účelom redukcie systematického rizika, oddeliac aktivitu cieľovej firmy od jej ekonomického prostredia, napr. získaním dlhodobých kontraktov.

Vývoj akvizícií v Európe po roku 1990

Európa zaznamenala po roku 1990 významnú vlnu akvizícií, pričom hrala určitú rolu aj ekonomická transformácia a privatizácia podnikov bývalého východného bloku. Vývoj akvizícií bol predmetom viacerých výskumov, ktoré naznačujú niektoré dôležité skutočnosti. Napríklad, významnú časť prevzatí podnikov v deväťdesiatych rokoch predstavovali zahraničné resp. cezhraničné akvizície. V rokoch 1993 až 2001 sa uskutočnilo v Európe asi 2400 fúzií a akvizícií, z čoho bolo vyše 700 cezhraničných. Podniky v strednej a východnej Európe boli prevažne cieľovými objektmi a zahraničné firmy v rokoch 1993 – 2001 odkúpili asi 110 významných firiem v týchto štátoch. Akvizície domácich aj zahraničných firiem boli orientované najmä na príbuzné odvetvia. Finančná štruktúra ponúk na prevzatie sa postupne vyvíjala od prevažujúcej cash formy ku kombinácii majetkovej, dlhovej a hotovostnej formy, pričom pri najväčších transakciách išlo väčšinou o celkovú transformáciu vlastného imania. Zvláštnosťou bolo, že kým v kontinentálnej Európe počet násilných prevzatí narastal, v Spojenom kráľovstve došlo oproti osemdesiatym rokom v tomto smere k poklesu.

Z hľadiska motívov boli transakcie zamerané najmä na redukcii nákladov, expanziu na nové trhy alebo využitie cenových rozdielov medzi ekonomikami. Pokiaľ ide o reakciu kapitálového trhu, tento reagoval na ohlásené akvizície rastom cien akcií podnikov, väčší efekt v tomto smere dosiahli cieľové podniky. Napríklad, podľa výskumu Martynovej (2006) ceny akcií cieľových podnikov sa po oznámení akvizície zvýšili v priemere o 9 %, ale ceny akcií kupujúcich podnikov reagovali len asi 0,5 %-ným zvýšením. Maximálne zvýšenie ceny akcií cieľového podniku predstavoval nárast o 21 %, pri kupujúcich došlo k maximálne zvýšeniu o 0,9 %. Táto hodnota podstatne súvisí s typom akvizície. Pri násilných prevzatíach cena akcie cieľového podniku vzrástla až o 15,5 %, pri dobrovoľných len asi o 3 %. Cena akcie kupujúceho podniku pri násilnom prevzatí poklesla o 0,4 %, pri dobrovoľnom prevzatí mierne stúpala asi o 0,8 %.

Záverom možno povedať, že akvizícia je dôležitým strategickým variantom. Jej zdanlivá výhodnosť však nesmie nechať zabudnúť na zložitosti a problémy, ktoré môžu byť s ňou spojené. Medzi ne môže patriť odpor majiteľov voči predaju, problémy integrácie, ktoré sú niekedy neprekonateľné. Zaplatená cena v prípade existencie viacerých záujemcov o akvizíciu často prevyšovala hodnotu cieľového podniku. Problémy naznačuje aj fakt, že 50 % predaných podnikov sa znova predá v období do piatich rokov. Napriek týmto úskaliam však stratégia akvizície, správne pochopená a riadená, zostáva dôležitým vektorom rozvoja. Manažment podniku však nesmie pritom stratíť zo zreteľa prioritný cieľ - zvýšenie tvorby hodnoty.

Literatúra

1. GOLBE, D. - WHITE, L.: Catch a Wave: The Time Series Behaviour of Mergers. *Review of Economics and Statistics* 75/1993, p. 493-497.
2. LISSAUEROVÁ, D.: Euro and the Process of Constitution of the European Monetary Union. In: *Integracja europejska a rynek*. PSB-SW Kraków 1999, s. 47 – 62, ISBN 1427-7719.
3. VOLOŠIN, M.: *Strategický manažment podniku*. Bratislava : Ekonóm 2003, ISBN 80-225-1628-7.
4. MARTYNOVA, M. – RENNEBOOG, L.: *Mergers and Acquisitions in Europe*. Tilburg University Discussion Papers, 2006, ISSN 0924-7815.

Summary

Some theoretical aspects of the strategy of acquisition and development of acquisitions in Europe

Acquisitions represent a typical feature of the economic restructuring and they are connected with other strategies such as cooperation, internal venturing, vertical and horizontal integration and diversification. Traditional opinion tells about the growing number and importance of acquisitions. But the systematic research shows that the mergers and acquisitions are realized in waves. The literature concerning the acquisitions mentions the five big waves of acquisitions with the start in the beginning of 20th century. The theoretical study of acquisitions is interesting from the practical point of view too, because it is important to know the motivations and real achieved results for bidding and target firms, but also for the industries and the whole economy. Presented article deals with some theoretical aspects of the acquisition strategy and the development of acquisitions in Europe by the end of the 20th century.

Adresa autora

doc. Ing. Martin Vološin, PhD. – Ing. Darina Vološinová
Podnikovohospodárska fakulta v Košiciach
Ekonomická univerzita v Bratislave
Tajovského 13, 041 30 Košice
Slovensko
Tel.: +0421(0)55 / 622 19 55 - 239
Fax.: + 0421(0)55 / 623 06 20
E-mail: volosin@euke.sk; volosinova@euke.sk