**Vysoká škola ekonomická v Praze**

**Fakulta financí a účetnictví**

katedra finančního účetnictví a auditingu

Doktorská disertační práce

# Due diligence

Autor doktorské práce: Ing. Jekaterina Šmídová

Vedoucí disertační práce: doc. Ing. Vladimír Králíček, CSc.

Rok obhajoby: 2017

**Čestné prohlášení**

Prohlašuji, že doktorskou disertační práci na téma „Due diligence“ jsem vypracovala samostatně a veškerou použitou literaturu a další prameny jsem řádně označila a uvedla v přiloženém seznamu.

V Praze dne……

vlastnoruční podpis

**Poděkování**

Velice ráda bych touto cestou poděkovala svému školiteli doc. Ing. Vladimíru Králíčkovi, CSc. za mé vedení nejen doktorským studiem, během kterého mne dokázal inspirovat a vzdělávat, ale i za jeho významný vliv na můj profesní rozvoj a růst. Děkuji mu za vloženou důvěru a neustálou motivaci. Velice děkuji svým rodičům a příteli za jejich bezmeznou podporu.

## Seznam zkratek

| | |
|---|---|
| BSC | Balanced Scorecard |
| EBIT | Zisk před úroky a zdaněním |
| EBITDA | Zisk před odpisy, úroky a zdaněním |
| EU | Evropská unie |
| FASB | Financial Accounting Standards Board |
| HDP | Hrubý domácí produkt |
| IPO | První veřejná nabídka akcií |
| IT | Informační technologie |
| IFRS | Mezinárodní standardy účetního výkaznictví |
| LOI | Dohoda o společném záměru |
| M&A | Fúze a akvizice |
| NDA | Dohoda o mlčenlivosti |
| OECD | Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj |
| pb | Procentní bod |
| VDD | Vendor due diligence |

# Obsah

Úvod ..... 11

1 Teorie firmy ..... 15

2 Transakce s podniky ..... 17

2.1 Druhy transakcí ..... 18

2.2 Důvody uskutečnění transakcí ..... 20

2.3 Makroekonomické důvody uskutečnění transakcí ..... 23

2.4 Průzkum počtu uskutečněných transakcí v České republice ..... 28

2.5 Příklady neúspěchů při fúzích a akvizicích ..... 31

3 Due diligence ..... 34

3.1 Pojem due diligence ..... 34

3.2 Proces due diligence v tradičním pojetí ..... 35

3.3 Důvody provedení due diligence ..... 37

3.4 Přínos due diligence při transakcích s podniky ..... 38

3.5 Další případy provedení due diligence ..... 40

3.6 Vhodnost cílového podniku ..... 41

3.7 Due diligence a strategická vhodnost cílového podniku ..... 43

3.8 M&A strategie – praktické příklady ..... 45

3.9 Druhy due diligence ..... 49

3.9.1 Strategická due diligence ..... 50

3.9.2 Právní due diligence ..... 53

3.9.3 Daňová due diligence ..... 60

3.9.4 Finanční due diligence ..... 63

3.9.5 Účetní due diligence ..... 68

3.9.6 Due diligence při koupi značky ..... 72

3.9.7 Další druhy due diligence ..... 74

4 Realizace projektu ... 76
4.1 Kroky před zahájením due diligence ... 76
4.2 Práce s externími poradci ... 79
4.3 Dostupnost informací ... 82
4.4 Zpráva o provedené prověrce na příkladu finanční due diligecnce ... 83
4.5 Analýza výkazů a úpravy výkazů v rámci finanční due diligence ... 85
4.6 Metoda reálné opce při transakcích s podniky ... 98
4.7 Podpis kupní smlouvy ... 103
4.8 Uzavření transakce ... 104
5 Post-akviziční due diligence ... 106
5.1 Proces post-akviziční integrace ... 106
5.1.1 Pyramida post-akviziční integrace ... 107
5.1.2 Strategie ... 108
5.1.3 Architektura integrační due diligence ... 112
5.1.4 Spojovací prvky ... 113
5.2 Proces integrační due diligence ... 114
5.3 Měření výsledků post-akviziční integrace ... 116
5.3.1 Měření post-akviziční synergie ... 118
5.4 Post-akviziční růstová due diligence ... 120
5.4.1 Tradiční přístup k due diligence ... 120
5.4.2 Tradiční due diligence versus post-akviziční růstová due diligence ... 120
5.4.3 Analýza schopností ... 121
5.4.4 Proces ... 122
5.4.5 Definice přístupu k hodnocení anorganického růstu ... 123
5.4.6 Identifikace a hodnocení aktiv ... 124
5.4.7 Identifikace a hodnocení růstových driverů ... 125
5.4.8 Identifikace a hodnocení investičních rizik ... 126

5.4.9 Závěry post-akviziční růstové due diligence ..... 127

6 Provedené průzkumy ..... 128

6.1 Průzkum rozhodujících faktorů při provedení due diligence..... 128

6.1.1 Načasování prověrky ..... 129

6.1.2 Due diligence tým..... 130

6.1.3 Důležitost oblastí, které musí být zahrnuty v kontrolním seznamu ..... 131

6.1.4 Hlavní účel provedení due diligence ..... 132

6.1.5 S jakými složitostmi se společnosti při provedení due diligence setkávají. 133

6.2 Smluvní nástroje minimalizace rizik ..... 135

Závěr ..... 138

Seznam literatury ..... I

Seznam tabulek ..... VI

Seznam obrázků ..... VII

Seznam grafů ..... VIII

**Příloha č. 1: Ukázka zkoumaného vzorku transakcí** ..... IX

**Příloha č. 2: Požadované podklady pro finanční a daňovou due diligence.** ..... X

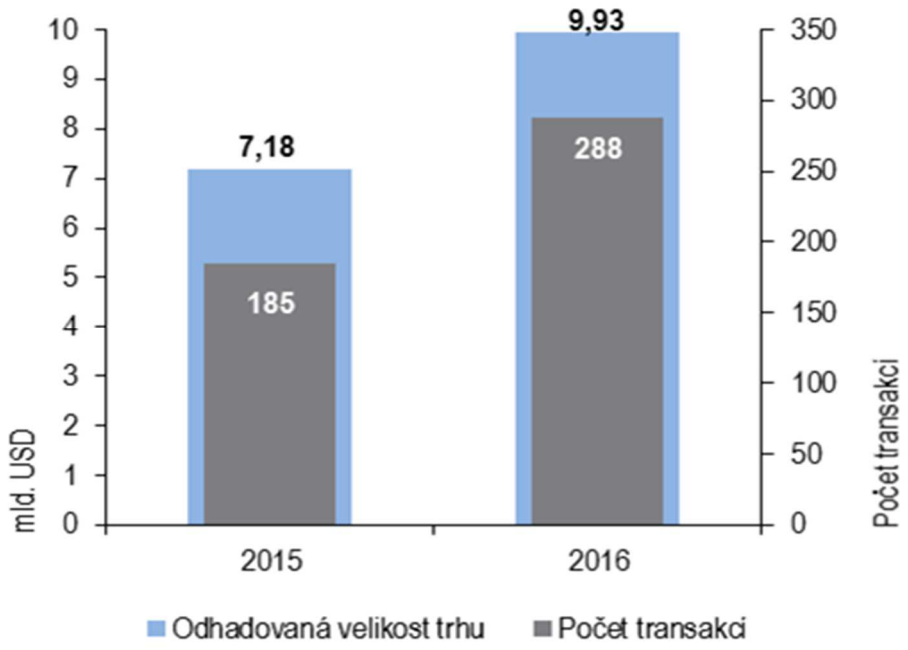
**Příloha č. 3: Vzorový zadávací dopis k provedení due diligence** ..... XIV

**Příloha č. 4: Rozsah práce finanční a daňové due diligence** ..... XXII

# Úvod

Fúze a akvizice (dále také jen M&A) jsou nástrojem, který umožňuje urychlit růst firmy, a zároveň jsou jednou z nejvýznamnějších investic, kterou management společnosti může uskutečnit. Téma fúzí a akvizic je velice oblíbeným předmětem bádání odborné veřejnosti a je mu věnováno velké množství článků, knih a výzkumů. Odborníci se věnují nejen tématu samotného procesu M&A, ale v hojné míře i tématu dopadů uskutečněných transakcí na další ekonomický vývoj zúčastněných společností. Z provedených výzkumů vyplývá, že 50 až 70 procent uskutečněných transakcí nepřináší očekáváné výsledky. Rozhodování o uskutečnění transakce probíhají za podmínek nejistoty a nedostatku informací na straně kupujícího, což se dá považovat za jeden z faktorů, vedoucích k neúspěchům na trhu M&A. Tato disertační práce je věnována due diligence – nástroji, který umožňuje kupujícímu zmírnit (nikoli však zcela odstranit) informační riziko. Due diligence poskytuje kupujícímu jedinečnou příležitost poznat kupovanou společnost lépe ještě před tím, než podstoupí riziko a převezme její vlastnictví. Jedná se o zásadní prvek celého procesu M&A, který má přímý dopad také na stanovení ceny transakce a vyhodnocení budoucí výkonnosti kupované společnosti. Disertační práce poskytuje všem, kteří se jakkoli zajímají o procesy M&A obecné i specifické charakteristiky due diligence a její kritické body. Zároveň rozšiřuje pojetí due diligence od tradičně vnímaného procesu investiční prověrky na komplexnější proces, pokračující nastavením integračních pravidel po uzavření kupní smlouvy.

Mimo výše popsané důvody bylo téma této disertační práce zvoleno i proto, že existuje minimální množství literatury v češtině věnované procesu due diligence. S ohledem na mimořádný růst transakčního trhu České republiky (38% meziroční nárůst mezi lety 2016 a 2015), považuji za nutné a přínosné popsat a provést analýzu procesu due diligence.




Graf 1: Vývoj transakčního trhu ČR

Zdroj**:** EY M&A Barometr

Při volbě tématu disertační práce vyvstala otázka, zda due diligence je disciplínou, která má vědní základy anebo se jedná o ryze praktickou disciplínu. Východiskem pro odpověď na položenou otázku posloužila definice pojmu vědecká disciplína, která je dle wikipedie určená jako: „teoreticky a empiricky odůvodněná, historicky vzniklá, poměrně stálá strukturní jednotka vědy. Je součástí vědy v obecném smyslu, charakterizovaná specifickým předmětem a metodou bádání“. Předpokládala jsem a zároveň i došla k závěru, že due diligence je vědeckou disciplínou, neboť má stanovený předmět bádání dynamicky se vyvíjí v čase (má svojí historii) a rovněž se vyvíjí metodika a navazující praktické postupy. Jedná se o vědeckou disciplínu patřící do vědeckého oboru ekonomie s interakcí do oblasti práva, sociologie a patrně i dalších vědních oborů. Položila jsem si i otázku, zda a proč je due diligence zkoumána například na vysokých školách. Argumentem pro zařazení due diligence mezi předměty zkoumanými na vysokých školách je její komplexnost, v rámci které spojuje a vyžaduje znalosti širokého okruhu tradičních vědeckých disciplín jako ekonomie, finance podniku, účetnictví, auditing, právo a dalších. Z výše uvedeného se dá udělat závěr, že due diligence se dá zařadit mezi mladé vědecké disciplíny a předměty vyučované na vysokých školách.

**Cíle práce a použité metody**

Cílem disertační práce je analýza procesu due diligence v jeho širších souvislostech s důrazem na finanční due diligence a post-akviziční integraci. V návaznosti na provedenou analýzu a praktické příklady jsem se pokusila prokázat, nebo vyvrátit přínos due diligence k úspěšnosti realizace procesu fúzí a akvizic. Hlavní stanovenou hypotézou disertační práce je předpoklad, že **due diligence v jeho tradičním pojetí výrazně přispívá k úspěšné realizaci fúzí a akvizic.**

Popis procesu due diligence může posloužit jako odrazový můstek pro investory, připravující se k pořízení podniku, a tak aspoň částečně přispět k jeho úspěšné realizaci, upozornit na rizika a vhodné postupy, které budou demonstrovány v průběhu práce. Důraz na post-akviziční integraci byl zvolen z toho důvodu, že v průběhu psaní práce jsem dospěla k dílčím závěrům, že velká míra neúspěšnosti realizace transakcí s podniky spočívá v chybné realizaci této fáze nebo jejím opomenutí.

K dosažení stanovených cílů práce byla použita převážně metoda kvalitativní analýzy společně s rešerší informačních zdrojů. Kvantitativní analýza byla použita v omezené míře v kapitolách zabývajících se průzkumem počtu transakcí a rozhodujících faktorů při provedení prověrky.

Dosažení stanovených cílů byla přizpůsobena i struktura disertační práce.

**Struktura práce**

Práce je rozdělená do šesti hlavních kapitol, které čtenáře provádí krok za krokem celým procesem due diligence.

První kapitola je věnována výchozím důvodům existence firmy – základnímu prvku celé disertační práce. *Teorie firmy* popisuje ekonomickou opodstatněnost a výhody existence a fungování takového subjektu, jakým je firma.

Due diligence je proces, který se uskutečňuje při realizaci *transakcí s podniky*, proto účelem druhé kapitoly je definice základních druhů transakcí a především analýza důvodu jejich provedení, a to jak v rovině podnikatelské pohledu, tak i z makroekonomického pohledu. Důvody realizace transakcí hrají významnou roli při provedení due diligence, stanovení

rozsahu prověrky, ověřovaných oblastí, a především při analýze post-akviziční integrace a vhodnosti cílového podniku.

Třetí kapitola je věnována *druhům due diligence,* popisuje podstatu a zaměření především základních druhů due diligence, které jsou nezbytné v procesu každé M&A transakce, zároveň zdůrazňuje nutnost provedení due diligence a strategické vhodnosti cílového podniku, jejíž opomenutí může vést k neúspěchům při následném společném fungování obou společností.

Po uvedení nezbytných teoretických základů navazuje kapitola čtyři zabývající se *realizací projektu* provádějící analýzu nezbytných kroků a doporučení, které se nesmí opomenout při provedení transakce. Vzhledem k tomu, že cílem práce je zaměření na finanční due diligence, byla provedena analýza dostupných zpráv z provedení finanční prověrky a na jejich základě byly sumarizovány základní druhy úprav účetních výkazů a oblastí, které musí být součástí zprávy o provedení prověrky.

Pátá kapitola se plně věnuje závěrečné fázi transakcí s podniky a jedné z nejproblematičtějších oblastí při provedení prověrky – *post-akviziční růstové due diligence*. V průběhu zpracování disertační práce a hledání příčin neúspěchů při realizaci transakcí s podniky vyplynulo, že i přes úspěšné a řádné provedení základních druhů předinvestičních prověrek může docházet k tomu, že požadovaných výsledků není dosaženo. Pravděpodobná příčina neúspěchů spočívá v opominutí post-akviziční růstové due diligence.

Závěrečná kapitola sumarizuje výsledky provedených průzkumů. Jedná se o průzkum praktické realizace rozhodujících faktorů při provedení due diligence, tedy ověření aplikace teorie popsané v předchozích kapitolách. Další část výzkumu měla za cíl zjistit, jak společnosti zúčastněné na fúzích a akvizicích snižují svá rizika zapracováním určitých záruk, podmínek a specifických ustanovení do kupních smluv.

**Použité zdroje**

Teoretická část práce byla zpracována na základě dostupných domácích, a především zahraničních zdrojů věnovaných tématu transakcí s podniky a due diligence. Veškeré použité zdroje jsou uvedené v závěru práce v seznamu použité literatury.

Data pro zpracování výzkumu byla čerpána z informačních databází zaměřených především na fúze a akvizice, Mergermarket a Zephyr.

# 1 Teorie firmy

Základním prvkem této disertační práce je pojem firma.[1] Toto slovo se bude neustále objevovat v každé kapitole, a proto je třeba uvést jeho význam a podstatu firmy jako ekonomického subjektu. Stěžejnost pojmu firma je vyvolána jeho významností jak v ekonomické teorii, tak i v mnoha dalších ekonomických a neekonomických oborech. Různorodost disciplín vede ke vzniku nesčetného množství definic, které zobrazují odlišnost pohledů odborníků z oblasti ekonomie, podnikové ekonomie a například i práva[2]. Z pohledu Machlupa (Machlup, 1967) je firma imaginární jednotka, která reaguje na změny ve svém prostředí. Z pohledu českých autorů ekonomického slovníku (Hindls, 2003) s□ j□d□á o s□bj□kty □ko□omi□k□ho □ozhodová□í – domá□□osti, fi□my a s□bj□kty veřejného sektoru (politici, □□□d□í□i). Eko□omi□p□□dpokládá jejich racionální ekonomické □hová□í.

Otázkou vzniku firmy a důvody její existence v tržním prostředí se zabývá ekonomická teorie, jejíž základy jsou mimo jiné postaveny na teorii firmy. Vysvětlením a analýzou důvodů, proč spolupráce jedinců je efektivnější a výhodnější než jejich samostatné fungování, se zabývá mikroekonomie. Nabídka na trhu je tvořená subjekty, které díky kombinaci a přeměně základních zdrojů[3] vyrábí ekonomické statky.[4] Jak dokazuje ekonomická teorie, dělba práce a specializace v jednotlivých oblastech přináší konkurenční výhody a zvyšují efektivitu, ovšem výroba statků vyžaduje kombinaci specializované práce většího počtu jedinců. Právě nutnost sdružování jednotlivců pro zefektivnění výroby je prvotní příčinou existence firmy, ale nikoliv jedinou. Jednotlivci se mohou seskupovat

[1] V následujícím textu práce jsou používány pojmy firma, společnost a podnik. Přestože v rámci této disertační práce budou považovány všechny výše uvedený pojmy za synonyma, je přece jen třeba poukázat na některá specifika jednotlivých definic. Ekonomická teo□i□po□žívá př□váž□ě poj□m fi□ma, kt□ý j□d□fi□ová□□například □Sam□l□so□a jako: „základ□í vý□ob□í j□d□otka v hospodá□ství, kt□á □ajímá p□á□i, kapitál a p□d□a □ak□p□j□ další vst□py za □□l□m vy□ob□□í a p□od□j□ zboží a sl□ž□b“. Pojem podnik se v převážné většině učebnic finančního a ekonomického zaměření používá ve stejném významu jako pojem firma, tedy jako synonymum. Většina autorů pojem podnik nedefinuje a odkazuje na definici v legislativní úpravě, ovšem z kontextu je zřejmé, že je tomuto slovu dán stejný význam jako pojmu firma. (https://dspace.vutbr.cz/bitstream/handle/11012/41904/Terminologie.pdf?sequence=1)

[2] Z pohledu práva je pojem firma používán jako zkratka pojmu obchodní firma, který byl původně definován v obchodním zákoníků před jeho rekodifikaci v části 19 §8 odst. 1 jako „název, pod kterým je podnikatel zapsán v obchodním rejstříku“. Nový občanský zákoník již definuje v části 20 §423 odst. 1 pouze pojem obchodní firma a nezmiňuje se o jeho zkratce. Přesto pojem firma je i nadále používán například v důvodové zprávě k novému obchodnímu zákoníku. Další pojem, který používá obchodní právo je obchodní závod (legislativní zkratka závod), který nahradil původně používaný pojem podnik. Definici obchodního závodu najdeme v části 20 §502 jako „organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti“.

[3] Neboli výrobní činitelé, kterými jsou práce, půda a kapitál.

[4] Statek je předmět (výrobek, služba), při jehož spotřebě nebo využití dochází k růstu užitku uživatele.

nejenom v rámci firmy, ale i na základě různorodých smluv, které jim umožní spolupráci a zároveň zachovají jejich nezávislost. Nutnost uzavření vícenásobných smluvních vztahů pro jednotlivé zakázky vede k nárůstu dodatečných nákladů, tzv. transakčních nákladů. Snaha o minimalizaci těchto nákladů vede k tomu, že externí výrobní faktory přestávají být najímány a jsou přesouvány do jednotného vnitřního uspořádání neboli firmy, která má jasně definovanou organizační strukturu. Hlavním průkopníkem teorie transakčních nákladů byl Ronald Coase (Coase, 1937), který uvádí minimalizaci transakčních nákladů jako jeden z nejdůležitějších faktorů vzniku firmy. Další závěr Coase má velký význam i pro otázky, které jsou rozebírány v průběhu celé této disertační práce:

*„Firma bude mít tím více tendenci růst:*

a) *čím nižší jsou náklady na organizaci a čím pomaleji tyto náklady s dalším začleňováním transakcí rostou,*
b) *čím méně chyb podnikatel dělá a čím pomaleji množství těchto chyb roste s dalším začleňováním transakcí,*
c) *čím výraznější pokles ceny výrobních faktorů se dá očekávat při růstu velikosti firmy.“*

Podmínkám růstu firmy, úspěšnosti rozhodování managementu a významnosti transakcí budou věnovány následující kapitoly.

# 2 Transakce s podniky

Variabilita globální ekonomiky má vliv i na život podniků, kdy s ohledem na interní – strategické podmínky a externí – ekonomické podmínky může docházet ke změnám ve vlastnické struktuře společnosti. Transakce, které mají za následek vznik, zánik nebo změnu vlastnické struktury jsou označovány jako kapitálové transakce. Jak uvádí Vomáčková (Vomáčková, 2006), v souvislosti s vlastnickými transakcemi může docházet i k tzv. podnikovým kombinacím, které vedou buď ke spojení podniků do ekonomických celků, nebo naopak k jejich rozdělení. Podnikové kombinace a kapitálové transakce jsou označovány jako transakce s podniky.

Dalšími pojmy, které jsou používány v rámci celé této práce, jsou fúze a akvizice. Pojem akvizice je pojmem obecnějším a označuje proces získání podniku nebo jeho majetku, a proto akvizice můžeme rozdělit na kapitálové a majetkové. Příkladem majetkové akvizice může být vklad nebo prodej obchodního závodu, tedy aktiv a souvisejících závazků. Kapitálová akvizice je pojmem, který zahrnuje veškeré transakce související s pořízením vlastnického podílu ve společnosti a s tím související získání kontroly nad touto společností.

Pojem fúze označuje transakci, do níž vstupují dvě nebo více společností a v jejím průběhu alespoň jedna z nich zaniká a její jmění přechází na společnost nástupnickou. Fúze mohou mít formu sloučení nebo splynutí. Oficiální definice těchto pojmů najdeme ve směrnici Rady EU č. 78/855 EHS:[5]

- Článek 3: Pro účely této směrnice se „fúzí sloučením“ rozumí operace, kterou jedna nebo více společností převádí v důsledku zrušení bez likvidace celé své obchodní jmění na jinou společnost výměnou za přidělení akcií nástupnické společnosti akcionářům jedné nebo více zanikajících společností a případně doplatek na dorovnání, který nepřekročí 10 % jmenovité hodnoty přidělených akcií, nebo nemají-li jmenovitou hodnotu, jejich účetní hodnoty.
- Článek 4: Pro účely této směrnice se „fúzí splynutím“ rozumí operace, kterou více společností převádí v důsledku zrušení bez likvidace celé své obchodní jmění na společnost, kterou zakládají, výměnou za přidělení akcií nové společnosti jejich akcionářům a případně doplatek na dorovnání, který nepřekročí

[5] Third Council Directive 78/855/EEC of 9 October 1978 based on Article 54 (3) (g) of the Treaty concerning mergers of public limited liability companies, platná do 30.6.2011

10 % jmenovité hodnoty přidělených akcií, nebo nemají-li jmenovitou hodnotu, jejich účetní hodnoty.

Jak vyplývá z výše uvedených definic, fúze sloučením vede k převodu majetku zanikající společnosti na společnost nástupnickou. Zanikající společnost bude na konci fúze zrušena bez likvidace. V případě fúze splynutím jsou v procesu transakce minimálně dvě zanikající společnosti a jejich majetek se převádí na nově vzniklou nástupnickou společnost a všechny zanikající společnosti jsou zrušeny bez likvidace.

## 2.1 Druhy transakcí

Fúze a akvizice lze členit dle různých kritérií. Nejpoužívanější je členění dle investičního záměru, na jehož základě můžeme transakce rozdělit na:

- Horizontální;
- Vertikální;
- Konglomerátní;
- Koncentrické;
- Odštěpení (Spin off).

Horizontální akvizice představuje spojení dvou konkurenčních společností, které působí ve stejném odvětví a vyrábí stejný druh výrobků. Účelem této transakce je dosažení výhod plynoucích z úspory nákladů, doplnění produktového portfolia a znalostí, efektivnější výroby, snížení množství konkurentů na trhu a čerpání výhod z tržní síly. Nicméně získání tržní síly a dominantního postavení na trhu může vyvolat problém ze strany státních orgánů, které dohlíží na hospodářskou soutěž. Každý členský stát OECD má ve své legislativě zabudovanou regulatoriku, která brání deformování trhu. V podmínkách České republiky se jedná o zákon č. 143/2011 Sb., o ochraně hospodářské soutěže a dohledem je pověřen Úřad pro ochranu hospodářské soutěže. Úřad má mimo jiné pravomoc posuzovat a povolovat velké transakce, které by mohly vést k monopolnímu postavení nově vzniklých celků.

Na rozdíl od horizontálně směrovaných transakcí umožňuje vertikální akvizice zahrnutí několika výrobních procesů na různých úrovních pod jednu společnost. Jedná se o akvizici dodavatele a odběratele, a to obousměrně jak „dopředu“, tak i „dozadu“. Tento druh transakcí přináší výhodu ovládnutí celého, popřípadě části výrobního procesu nebo získání

přístupu ke zdroji surovin. Tato konkurenční výhoda umožňuje ovlivňování výrobních a dalších procesů konkurenčních společností, což může způsobit deformaci trhu. Proto i vertikální transakce jsou pod dohledem Úřadu pro ochranu hospodářské soutěže.

Koncentrické akvizice umožňují rozšíření produktové řady o doplňkové služby nebo navazující produkty. Jedná se o získání konkurenční výhody díky rozšíření sortimentu.

Konglomerátní akvizice jsou transakce s podniky, které mezi sebou nemají žádný vztah, nejsou v dodavatelsko-odběratelském vztahu a nekonkurují si navzájem na daném trhu. Nejčastějším cílem realizace podobného typu transakcí je diverzifikace rizika. Dalším častým cílem je realizace investičního záměru, jehož účelem je dosažení zisků z volných finančních prostředků.

Pro úplnost členění transakcí podle záměru investora je třeba uvést i transakci opačného typu než fúze, a to spin off. Jedná se o oddělení určité části podniku, určité devize, do nové společnosti. Důvodů pro uskutečnění tohoto typu transakcí je mnoho, mezi hlavní patří především získání finančních prostředků pro rozvoj podnikání a zaměření se na hlavní obor činností.

Dalším kritériem členění je právní forma transakce. Prvním typem jsou akvizice vlastnického podílu, tzv. share deal. Jedná se o přímý vstup do cílové společnosti s možností jejího řízení a ovládání. Cílová společnost se tak stává dceřinou společností kupujícího. Opakem share dealu je akvizice aktiv a případně i souvisejících závazků společnosti. Může se jednat o prodej podniku (prodej obchodního závodu) nebo jeho části. Kupující společnost nezískává majetkový podíl v cílové společnosti, ale pouze její majetek.

Existují další typologie a členění transakcí s podniky jako například přátelské a nepřátelské převzetí, leveraged buy-outs apod. Pro účely této práce se nejedná o podstatné pojmy, které by bylo třeba přesněji definovat.

## 2.2 Důvody uskutečnění transakcí

Hlavním důvodem realizace transakcí je tvorba hodnoty pro akcionáře, která je tvořena několika zdroji, jež je možné formálně seskupit do následujících okruhů:

- Synergie;
- Tržní síla;
- Daňové aspekty;
- Další důvody.

Synergické efekty očekávané při realizaci transakce jsou jedním z hlavních hnacích motorů, které vedou k uskutečnění fúzí a akvizic. Synergické efekty se dají realizovat napříč celou firmou. Hlavním očekávaným synergickým efektem v provozní oblasti je dosažení úspor z rozsahu, které mohou mít formu snížení nákladů nebo zvýšení efektivnosti. Dalších úspor je možno dosáhnout ve finanční oblasti, a to vhodným nastavením finančních toků mezi jednotlivými společnostmi ve skupině anebo dosažením lepších úvěrových podmínek díky velikosti skupiny či vzájemnému ručení. K synergickým efektům přispívá i pořízené know-how, například v oblasti řízení, kdy často po akvizici dochází ke změnám v řídicích orgánech akvírované společnosti a nastavení efektivnějšího řízení.

Tvorba hodnoty pro akcionáře je zajištěná i díky navýšení tržní síly, a to například provedením horizontálních fúzí, které vedou ke zvýšení podílu na trhu. Pro přesnost je nutno ovšem doplnit, že podíl na trhu není vždy rozhodujícím faktorem, zajišťujícím zlepšení tržní síly. V úvahu se musí vzít především povaha konkurenčního prostředí. Tržní síla je prezentována schopností firmy určit cenu a dlouhodobě ji udržet. Tržní síla je ovlivněná těmito faktory:

- Podíl společnosti na trhu;
- Bariéry vstupu a trh;
- Diferenciace produktu.

Neexistence bariér bránících vstupu nových firem na trh a nízká diferenciace produktů mohou přispět k tomu, že konkurence na trhu bude růst a negativně ovlivní původně určenou cenu. Vysoká tržní síla jednoho nebo několika málo subjektů na trhu vede k deformaci konkurenčního prostředí, které je regulováno antimonopolním úřadem, a proto fúze vedoucí

ke zvýšení tržní síly podléhají jeho odsouhlasení. Pro měření tržní koncentrace se využívá Herfindal-Hirschman Index[6], který je vyjádřen jako suma druhých mocnin podílů na trhu.

V rámci transakcí s podniky se dá dosáhnout určitých daňových úspor, ovšem transakce nesmí být provedena primárně či výlučně za účelem snížení nebo vyhnutí se daňové povinnosti. Pro realizaci transakce musí existovat řada významných ekonomických důvodů.

V praxi se fúze a akvizice snaží být strukturovány tak, aby nezakládaly samy o sobě dodatečné zdanění a aby navíc umožnily přenos daňově efektivních položek ze zanikajících společností na nástupnickou společnost.

Podle pravidel pro daňovou neutralitu přeměn implementovaných do českého zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, je nástupnická společnost při fúzi oprávněna:

- pokračovat v daňovém odpisování započatém zanikajícími společnostmi u hmotného a nehmotného majetku, který na ni přešel v důsledku fúze;
- převzít daňově účinné rezervy a daňové opravné položky vytvořené zanikajícími společnostmi;
- převzít daňové ztráty vyměřené zanikajícím společnostem, které dosud nebyly uplatněny jako položka odčitatelná od základu daně;
- převzít jiné položky odčitatelné od základu daně, na něž vznikl nárok zanikajícím společnostem a které dosud nebyly uplatněny zanikajícími společnostmi (např. odčitatelná položka na výzkum a vývoj).

Uplatnění daňové ztráty bývá hlavním zdrojem daňových úspor, realizovaných v rámci transakce. Odpočet daňové ztráty od základu daně je možný ve lhůtě pěti zdaňovacích období následujících po zdaňovacím období, v němž byla daňová ztráta vyměřena. Omezením pro uplatnění daňové ztráty v důsledku transakce, kdy dochází k podstatné změně vlastnické struktury (více jak 25 %), je dodržení testu „stejných činností“.

[6] HHI = s1^2 + s2^2 + s3^2 + ... + sn^2, kde s je podíl jednotlivých firem na trhu. Tématu koncentrace na trhu auditorských služeb se věnuje například Šindelář (Auditorské služby v České republice pohledem analýzy tržní koncentrace (se zaměřením na auditory subjektů veřejného zájmu), 2016)

Nástupnická společnost je oprávněna převzatou daňovou ztrátu, která byla v minulosti vyměřena zanikající společnosti, uplatnit pouze proti té části svého základu daně, která připadá na stejné činnosti vykonávané zanikající společností v roce vzniku příslušné daňové ztráty. Poměr, v němž je možné daňovou ztrátu uplatnit, se stanoví jako poměr tržeb za vlastní výkony a zboží ze „stejných činností“[7] zaúčtovaných do výnosů ve zdaňovacím období, v němž má být ztráta uplatněna, k celkovým tržbám za prověřované zdaňovací období.

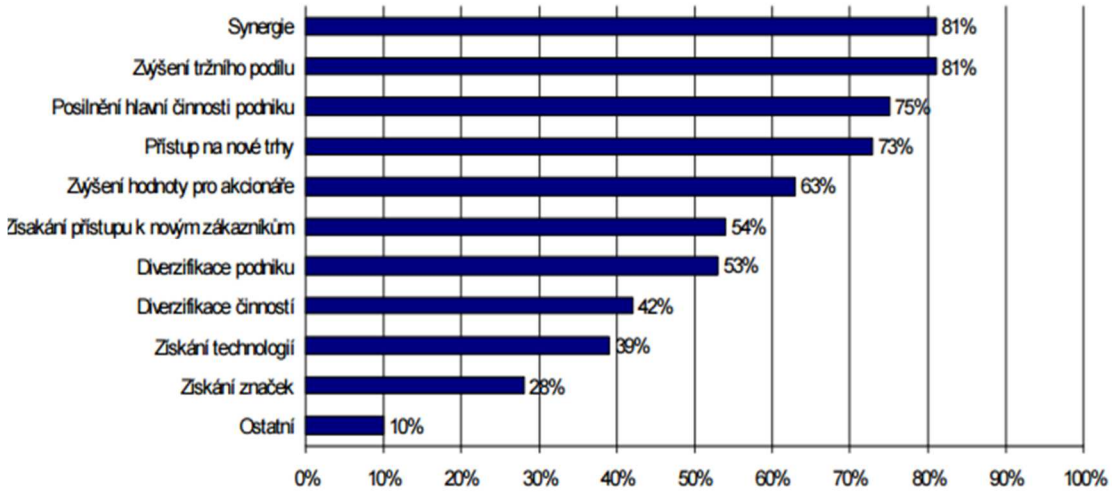
Dalším daňovým důvodem realizovaným v českém prostředí je úspora daně z nabytí nemovitých věcí. Převod a přechod majetku právnických osob při jejich přeměně není předmětem daně z nabytí nemovitých věcí. Proto pokud jsou předmětem transakce převážně nemovitosti, je daňově výhodnější je uskutečnit ve formě převodu podílu na společnosti než prodej samotné nemovitosti.

Další důvody jsou přehledně shrnuty u Skálové (Skálová, 2012):

- proniknutí na nové trhy nebo do nových zemí;
- realizace „výhodné koupě“, pokud je prodávající v dočasných problémech;
- uložení disponibilních prostředků za účelem jejich zhodnocení;
- získání nehmotných aktiv (technologie, licence, know-how);
- získání výjimečných zaměstnanců a týmů;
- diverzifikace rizik spojených s činností kupujícího;
- odstranění konkurence;
- zjednodušení organizační struktury (fúze v rámci skupiny).

[7] Tento pojem však není definofán v žádném ustanovení ZDP. Z důvodu nejasného znění zákona byla problematika výkladu tohoto ustanovení projednána na Koordinačním výboru („KV“) Komory daňových poradců ČR a Ministerstva financí ČR (č. 691/17.03.04) KV ze dne 17. 3.2004 a ze dne 24. 6. 2004 a (č. 423/26.02.14) KV ze dne 2. 3. 2014.
Při posuzování pojmu stejná činnost se budou ve většině případů posuzovat činnosti zapsané u poplatníka v obchodním rejstříku jako předmět podnikání. KV z roku 2014 upřesňuje, že by pojem stejná činnost měl být vykládán ve smyslu obecně používaného vymezení ucelené činnosti v daném oboru podnikání (např. stavební činnost, reklamní činnost atd.) s odkazem na oddíly v rámci statistické klasifikace činností CZ-NACE. Důležité je, aby se jednalo o činnosti skutečně aktivně vykonávané a nejednalo se o pouhé oprávnění k provozování.

Výše uvedené potvrzuje i průzkum uskutečněný společností KPMG v roce 2016.




Graf 2: Motivy fúzí a akvizic ve střední a východní Evropě

Zdroj: Studie KPMG (2016)

Všechny výše uvedené důvody realizace transakcí jsou obecné, ovšem jejich původ pramení v ekonomické teorii, která je popsána v následující subkapitole.

## 2.3 Makroekonomické důvody uskutečnění transakcí

Každý den probíhají transakce, v jejichž rámci se rozličné společnosti spojují, aby vytvořily jeden celek. Hlavní důvody, které motivuji k uskutečnění transakcí s podniky, byly popsány v předchozí kapitole: synergie a diverzifikace. Zvlášť se dají kategorizovat výhody, které plynou z nedokonalostí kapitálových trhů jednotlivých států a jejich makroekonomického vývoje.

Transakce se dají rozdělit na tuzemské a přeshraniční, do kterých vstupují jen domácí subjekty anebo domácí a zahraniční. Historicky v celkovém počtu uskutečněných transakcí vždy převládaly tuzemské transakce nad přeshraničními. Tato skutečnost je založená na zřejmých důvodech, které snižují riziko podstupované v rámci transakce:

- znalost tuzemského ekonomického a právního prostředí;
- jazyková znalost;
- eliminace kulturních rozdílů.

Globalizace ovšem přináší nové trendy a počet přeshraničních transakcí výrazně roste. Tomuto trendu přispívá například i legislativa Evropské unie, která má za cíl sjednotit právní úpravu nejen ve vztahu k transakcím, ale celkovou úpravu obchodních vztahů a zjednodušení přesouvání firem v rámci celé EU, například institut Evropské akciové společnosti. Zajímavý výzkum uskutečnili Erel a kol. (Erel, 2012), kteří na vzorku 56 978 celosvětově uskutečněných transakcí v letech 1990 až 2007 definovali trend nárůstu poměru přeshraničních transakcí na celkovém množství transakcí z 23 % v roce 1998 na 45 % v roce 2007. Narůst přeshraničních transakcí je mimo jiné odůvodněn vlivem rozdílů makroekonomických ukazatelů jednotlivých států. Ukázalo se, že počet transakcí uskutečňovaných ve státech s vysokým HDP a stabilním politickým prostředím je výrazně vyšší a vykazuje i rychlejší nárůst oproti zemím s nízkým HDP. Vliv kurzu měny také ovlivňuje strukturu transakce, a to při určení směru toku investovaných prostředků:

- Kurz měny posiluje – společnosti z této země budou na straně kupujícího.
- Kurz měny klesá – společnosti z této země budou na straně cílové společnosti.

Další studie ukazují na vzájemnou závislost makroekonomických faktorů a počtu provedených transakcí. Zkoumáním vlivu reálného hrubého domácího produktu[8] na provedené transakce v letech 1987 až 2006 na území Velké Británie prokázali Uddin a Boateng (Uddin & Boateng, 2011) významný vliv na směřování investic:

- Vysoký reálný HDP vede ke snížení počtu přeshraničních transakcí uskutečněných směrem z Velké Británie do zahraničí.
- A zároveň vysoký reálný HDP vede k nárůstu počtu přeshraničních transakcí uskutečněných směrem do Velké Británie ze zahraničí.

Studie Uddina a Boatenga také potvrdila výše zmíněný vliv kurzu měny na uskutečňování transakcí a také prokázala pozitivní vliv cenového indexu,[9] který má pozitivní vliv na množství prováděných transakcí, a to jak tuzemských, tak i přeshraničních.

Dalším trendem posledních desetiletí jsou transakce, ve kterých je cílová společnost umístěná v rozvojové zemi a kupující je představitelem ekonomicky vyspělé země. Bez

[8] Hrubý domácí produkt je ukazatelem, který měří výkonnost ekonomiky určitého státu a vyjadřuje v peněžních jednotkách hodnotu statků a služeb vytvořených za dané období na určitém území. HDP může být v nominální hodnotě anebo v reálné hodnotě, tedy očištěný o vliv inflace.
[9] Cenový index je nástroj měření cenové hladiny.

ohledu na vysokou rizikovost těchto transakcí, a to především z důvodu výrazných kulturních rozdílů, lákají investory:

- vysoká poptávka po kapitálu;
- vysoká míra výnosnosti;
- rostoucí HDP;
- nenasycenost trhu;
- levné zdroje.

V případě rozhodování se o uskutečnění transakce v rozvojových zemích jsou sledovány oproti již zmíněným tradičním makroekonomickým ukazatelům také míra korupce[10], stabilita politického prostředí a právního prostředí a zejména míra inflace.

Vykazovaný vysoký HDP nebo vysoká míra růstu HDP jsou výrazně motivujícími faktory pro společnosti, které vystupují v transakci na straně kupujícího. Rostoucí HDP je předpokladem velkého trhu se zvýšeným množstvím příležitostí vyžadujících vysoké množství investic, které chybí na tuzemském trhu. Trh je proto otevřený a je schopen absorbovat vysokou míru zahraničního kapitálu, jehož příliv se v převážné většině případů uskutečňuje pomocí transakcí s podniky. HDP pozitivně ovlivňuje nejenom zahraniční transakce, ale i tuzemské fúze a akvizice. Lokální investoři díky růstu trhu kumulují prostředky, které jsou disponibilní pro další investice. Znalost domácího prostředí a kulturních specifik vede k preferování tuzemských transakcí tuzemskými investory oproti možnosti využití kapitálu v zahraničí. Při tuzemských transakcích je třeba brát na vědomí potřebu diverzifikace: v případě přehřátí rychlé rostoucí ekonomiky nebo při změnách politického prostředí budou negativně ovlivněny všechny společnosti na daném trhu.

Míra inflace je dalším základním prvkem, který ovlivňuje rozhodování ekonomických subjektů. Jak ukazují průzkumy, například Boateng (Boateng & Hua, 2014), mezi mírou

[10] Organizace Transparency International provádí každoroční průzkum vnímání korupce po celém světě. Jak vyplývá s posledního provedeného „Indexu vnímání korupce 2016“ (CPI 2016): „Ve srovnání s členskými zeměmi Evropské unie si ČR nepatrně polepšila: na sdílenou 19. pozici. Ve středu žebříčku se drží pobaltské státy (11., 16. a 18. místo), nebo například sousední Polsko (13. příčka, 62 bodů), Slovensko je na 22. místě s 51 body. Na chvostu Evropy zůstávají Itálie (47 bodů), úplně poslední příčky obsazují Řecko (44 bodů) a Bulharsko (41 bodů)“.

inflace a počtem přeshraničních transakcí prováděných z daného státu směrem ven je negativní závislost. Na vzorku transakcí uskutečněných v období 1990–2008 ve Velké Británii, autor zjistili pokles provedených fúzí a akvizic mimo Velkou Británii o 1,47 % při růstu domácí inflace o 1 %. Růst inflace negativně ovlivňuje i počet uskutečňovaných tuzemských transakcí a přeshraničních transakcí směřujících do země. Zvýšení inflace zdražuje domácí cílové společnosti pro potenciální kupující.

V otázce investičního rozhodování jednu z hlavních rolí hraje reálná úroková míra. Jak vyplývá z provedených studií, nízká úroková míra v tuzemsku motivuje investory k uskutečnění přeshraničních transakcí ve státech, kde je nedostatek kapitálu a úroková míra je vyšší. Nárůst úrokové míry zvyšuje návratnost investic a tím motivuje domácí investory provádět transakce na domácím trhu a zároveň způsobuje příliv zahraničního kapitálu a nárůst počtu přeshraničních transakcí směrem do země.

Dobré ekonomické, politické a právní prostředí je dalším prvkem ovlivňujícím počet uskutečňovaných transakcí. Zajímavým zjištěním, které ukazuje praxe, je to, že fúze a akvizice jsou směrovány převážně ze států se stabilním politickým a právním zázemím do států s méně stabilními vládami a častými změnami zákonů. Podstupované riziko ovšem musí být kryto odpovídající výnosností. Častěji jsou ovšem preferovány transakce směřující do států se stabilní politikou a nízkou mírou zákonných změn.

Odborná literatura je bohatá na články a výzkumy zabývající se vlivem ekonomických faktorů na množství a směrování realizovaných fúzí a akvizic. Přehled vybraných studií, které dospěly k zajímavým zjištěním, je uveden v následujících tabulkách.

Tabulka 1: Sumář studií vztahu fúzí a akvizic a ekonomických faktorů, USA

| Autor | Téma studie | Závěry |
|---|---|---|
| Ravenscraft a Scherer<br>1989 | 1. Ex ante analýza výnosnosti společnosti po provedení akvizice<br>2. Ex post analýza provozních výsledků<br>3. Na základě vzorku výrobních společností, 1957-1977 | 1. Ex ante se cílové společnosti se ukázaly být velice ziskové.<br>2. Ex post výnosnost cílových společností měla výraznou klesající tendenci. |
| Caves<br>1989 | 1. Průzkum publikovaných studií<br>2. Použití ex ante případových studií a vyhodnocení jejich ex post výsledků<br>3. Na základě vzorku z USA. | 1. Ex ante případové studie ukázaly nepatrný nárůst hodnoty akcií jak cílových, tak i kupujících společností. |
| Lichtenberg<br>1992 | 1. Vzájemná závislost mezi změnami ve vedení společnosti, produktivitou a investicemi do výzkumu a vývoje<br>2. Na základě vzorku z USA., 1972- 1981 | 1. Významný růst produktivity a investic do výzkumu a vývoje po realizaci transakce. |
| Brown a Medoff<br>1988 | 1. Vliv fúzí a akvizic na výši mezd a zaměstnance<br>2. Na základě vzorku z USA. | 1. Fúze a akvizice vyvolaly v průměru 4% pokles výše mezd a 2% pokles počtu zaměstnanců. |
| Hall<br>1988 | 1. Vliv fúzí a akvizic na investice do výzkumu a vývoje<br>2. Na základě vzorku výrobních společností v USA., 1976-1985 | 1. Nebyl prokázán pokles výdajů na výzkum a vývoj v důsledku provedení fúze nebo akvizice.<br>2. O společnosti, které jsou úspěšné ve výzkumu a vývoji, je velký zájem ze strany potenciálních kupujících. |

Zdroj: McDougall (1995)

Tabulka 2: Sumář studií vztahu fúzí a akvizic a ekonomické faktory, Kanada

| Autor | Téma studie | Závěry |
|---|---|---|
| Baldwin a Gorecki<br>1987 | 1. Analýza vztahu produktivity a fúzí a akvizic<br>2. Na vzorku kanadských výrobních společností, 1971-1979 | 1. Fúze a akvizice vedly k výraznému nárůstu produktivity. |
| Baldwin a Caves<br>1990 | 1. Výzkum vlivu fúzí a akvizic na podíl na trhu a produktivitu<br>2. Věnuje se prvku zahraničního vlastnictví<br>3. Na vzorku kanadských výrobních společností, 1970-1979 | 1. Fúze a akvizice vedly k nárůstu podílu na trhu a produktivity.<br>2. Výše uvedený výsledek byl výraznější u společností se zahraničními vlastníky. |
| Tarasofski a Corvari<br>1991 | 1. Analýza vztahu mezi výnosností a realizací fúzí a akvizic<br>2. Na vzorku kanadských výrobních společností, 1983-1987 | 1. Fúze a akvizice neměly vliv na výnosnost. |
| Allen<br>1992 | 1. Analýza výkonnosti společností, které byly předmětem akvizice<br>2. Na vzorku kanadských výrobních společností, 1983-1987 | 1. Ekonomická výkonnost společností, které byly předmětem akvizice, vzrostla po realizaci transakce.<br>2. Výše investic do majetku a výzkumu a vývoje se výrazně zvýšila po realizaci transakce. |

Zdroj: McDougall (1995)

## 2.4 Průzkum počtu uskutečněných transakcí v České republice

Na základě nejaktuálnějších údajů dostupných k okamžiku zpracování disertační práce, zachoval trh fúzí a akvizic v regionu střední a jihovýchodní Evropě v roce 2015 a prvním pololetí roku 2016 dlouhodobě přetrvávající trend vysoké aktivity a zároveň hodnoty transakcí uskutečněných v roce 2015 výrazně převýšily hodnoty předkrizového roku 2007 a činily 7,2 miliard USD.[11] S celkovým počtem 185 realizovaných transakcí se zařadil český trh fúzí a akvizic na třetí místo v regionu centrální a jihovýchodní Evropy[12] za Tureckem s 312 transakcemi za 10,8 miliardy USD a Polskem s 278 transakcemi s objemem 7,6 miliardy USD. Celkově se v regionu centrální a jihovýchodní Evropy uskutečnilo 1 281 transakcí v celkové hodnotě 43,1 miliardy USD. V porovnání s předchozími roky došlo k mírnému poklesu jak počtu, tak i objemu realizovaných obchodů, které v roce 2013 činily 1 467 transakcí v hodnotě 39,4 miliardy USD a 1 304 transakcí v hodnotě 38,5 miliard USD v roce 2014.

Růst českého transakčního trhu je odborníky zdůvodňován nízkými úrokovými sazbami a vytvořenými silnými českými investorskými skupinami, které začínají investovat nejen na lokálním trhu, ale i v zahraničí.

[11] http://www.ey.com/cz/cs/newsroom/news-releases/2016_ey-m-a-barometr--v-ceske-republice-se-v-roce-2015-realizovalo-185-transakci-v-celkovem-objemu-7-2-miliard-usd

[12] Pro účely této studie do regionu centrální a jihovýchodní Evropy jsou zahrnuty následující státy: Bulharsko, Chorvatsko, Česká republika, Řecko, Maďarsko, Polsko, Rumunsko, Srbsko, Slovensko, Slovinsko, Turecko.

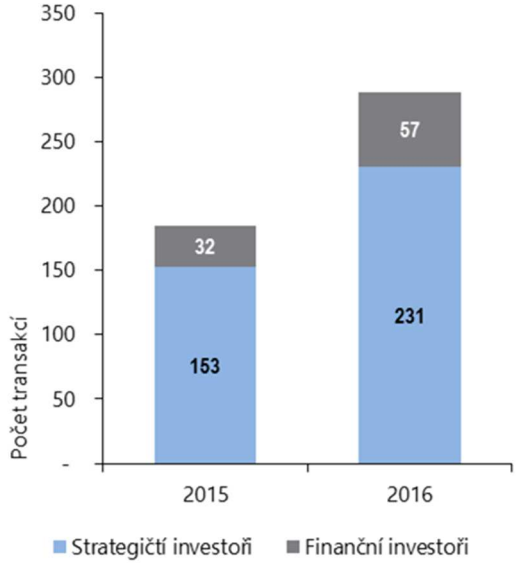
Tabulka 3: Žebříček TOP 10 největších transakcí v roce 2015 v České republice

| | Cílová společnost (% podíl) | Stát | Kupující | Stát | Hodnota v mil. USD |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 | ČGS Holding a.s. | ČR | Trelleborg AB | Švédsko | 1 262 |
| 2 | Úhelné a plynové elektrárny E.ON, Italia | Itálie | Energetický a průmyslový holding, a.s. | ČR | 592 |
| 3 | Slovenské elektrárne, a.s. | Slovensko | Energetický a průmyslový holding, a.s. | ČR | 407 |
| 4 | Heureka.cz a Netretail Holding | ČR | Rockaway Capital SE | ČR | 201 |
| 5 | Hamé s.r.o. | ČR | Orkla ASA | Norsko | 192 |
| 6 | 255 000m2 logistického parku v Praze | ČR | AEW Europe | Francie | 168 |
| 7 | Pivovary Lobkowicz Group (79,4%) | ČR | CEFC China Energy Co. | Čína | 108 |
| 8 | Projekt Savarin | ČR | Crestyl Real Estate s r.o. | ČR | 93 |
| 9 | Bucharest West Industrial Park | Rumunsko | CTP Invest spol. s r.o. | ČR | 66 |
| 10 | Kancelářská budova Corso Court | ČR | Invesco Real Estate | USA | 61 |

Zdroj: EY M&A Barometr

Podíl domácích transakcí, tedy investic do českých společností českými investory, činil v roce 2015 48 %, což výrazně převýšilo podíl zahraničních investic do českých podniků. Zajímavé je sledování trendu nárůstu investic směřujících z České republiky do zahraničí. Nejaktivnějšími českými investory roku 2015 byly Energetický a průmyslový holding (8 investic) a skupina CTP Invest (5 transakcí). V regionu střední a jihovýchodní Evropy se čeští investoři umístili na vedoucí pozici spolu s tureckými v množství transakcí uskutečněných v zahraničí (38 transakcí).

Český M&A trh sleduje trend celého regionu střední a jihovýchodní Evropy, kde mezi investory výrazně převládají strategičtí investoři nad finančními. Počet transakcí uskutečněných finančními investory na českém trhu zaznamenal výrazný pokles oproti roku 2014, kdy bylo realizováno 64 transakcí, na 32 transakce v roce 2015.




Graf 3: Počty transakcí podle typů investorů

Zdroj: EY M&A Barometr

Odvětvový vývoj v roce 2015 se výrazně liší oproti předcházejícím rokům. Stabilní zůstává odvětví služeb, došlo ovšem k výraznému poklesu aktivit v oblasti nemovitostí. Výrazný nárůst byl zaznamenán v odvětví potravinářství, kde došlo ke zvýšení transakcí o 250 %.

Graf 4: Zastoupení odvětví ekonomiky na trhu fúzí a akvizic

Zdroj: EY M&A Barometr

K datu zpracování této disertační práce jsou k dispozici údaje o uskutečněných transakcích pouze za 1. pololetí roku 2016, které výrazně převýšilo počet a objemy transakcí celého roku 2015, a to o 98 %. To v absolutních číslech činilo 194 transakcí, což přineslo ČR prvenství v celém regionu centrální a východní Evropy, Turecko obsadilo druhou příčku se 133 transakcemi a následovalo Polsko se 121 transakcemi.

Co se týká trendů ve skladbě investorů, i v první polovině roku 2016 převládali investoři z České republiky s transakcemi do českých podniků se 142 operacemi. Byli aktivní i na zahraničním trhu, kde uskutečnili 14 transakcí a zařadili se na druhé místo ve sledovaném regionu za Tureckem s 23 transakcemi. Skupina Czechoslovak group byla nejaktivnějším investorem a oznámila 5 transakcí. Ze zahraničních investorů byla nejaktivnější čínská skupina CEFC se 4 transakcemi. Ve skladbě finančních a strategických investorů došlo k menšímu poklesu podílu strategických investorů z 85 % na 78 % za srovnatelné období roku 2015. Množství transakcí v jednotlivých odvětvích se srovnalo s dlouhodobým trendem a žebříčku vévodí fúze a akvizice v oblasti nemovitostí a IT.

Ovšem jak ukazuje historický vývoj, skoro polovina uskutečněných transakcí skončí buď plným neúspěchem, nebo se nepodaří dosáhnout všech plánovaných synergických efektů. Příkladům neúspěšných transakcí je věnována následující kapitola.

## 2.5 Příklady neúspěchů při fúzích a akvizicích

Z pohledu kupujícího je cílem transakce pořízení takové cílové společnosti, která bude díky strategickým výhodám pod svojí kontrolou vytvářet dodatečnou hodnotu pro akcionáře. Manažeři kupujících společností definují strategické výhody nejčastěji jako synergické efekty, upevnění konkurenceschopnosti, nárůst úspor z rozsahu a například přístup na zahraniční trhy. Jako u každé jiné investice přicházejí spolu s užitkem i rizika. V rámci M&A transakcí se jedná především o riziko kupujícího, kdy v rámci spojení společností může dojít k narušení schopností cílové firmy vytvářet očekávané ekonomické hodnoty. Vzhledem k tomu, že vedení kupujících společností nemá před uskutečněním transakce dostatek informací o potenciálních hrozících rizicích, velice často se tak setkává s negativními post-akvizičními překvapeními, která přinášejí významné ekonomické následky.

Jedním z prvních významných případů neúspěšné transakce je fúze dvou železničních společností New York Central a Pennsylvania Railroads do společnosti Penn Central, která se uskutečnila v roce 1968. Nově vzniklá společnost se stala šestou největší společností v Americe s aktivy v hodnotě 4,6 bilionů dolarů. Důvodem fúze byl společný boj proti inovativním trendům v odvětví, jako jsou aktivní výstavba dálničního systému a rozvoj letecké dopravy. Už po pouhých dvou letech společného fungování vyhlásila Penn Central bankrot a zažádala o ochranu před věřiteli. Důvodem neúspěchu byl nárůst osobních nákladů způsobený změnou tras a přepravní strategie. Dalším faktorem, který vedl k nárůstu nákladů, byla striktní regulatorní opatření, zavedená v daném sektoru. Rozepře managementu a neschopnost adekvátně vyhodnotit situaci byly posledním důvodem, který vyústil v zánik železničního gigantu.

Dalším veřejně známým příkladem neúspěšné transakce je prodej Rolls Royce. Poté, co se v roce 1971 nacházel Rolls-Royce na hranici bankrotu, zasáhl stát a v rámci několika intervencí došlo k rozdělení společnosti na Rolls-Royce Motor Cars (automobilový průmysl) a Rolls-Royce PLC (letecký průmysl). Britský výrobce zbraní Vickers koupil výrobce automobilů v roce 1980 a odprodal ho v roce 1998. Původním plánem byl prodej BMW, ovšem Volkswagen přišel s atraktivnější nabídkou a pořídil Rolls-Royce Motor Cars za přibližně 800 milionů dolarů. Nicméně zatímco si výrobce automobilů se sídlem ve Wolfsburgu myslel, že si kupuje Rolls-Royce Motors se všemi atributy, zjistil až po dokončení transakce, že práva na značku Rolls-Royce zůstala ve vlastnictví Rolls-Royce PLC. Chyba byla způsobena nekvalitně provedenou due diligence. Důsledky této chyby se zhoršily v okamžiku, kdy značka z Rolls-Royce PLC přešla do vlastnictví BMW. Poté, co značky Rolls-Royce a Bentley byly rozděleny v roce 2003, Volkswagen odkoupil Bentley a BMW obdrželo práva používat značku Rolls-Royce.

Ovšem i BMW má zkušenosti s neúspěšnou realizací transakce. Jedná se o fúzi společnosti Rover v roce 1994 za 1,7 bilionu liber. Tato transakce je vzorovým příkladem špatně provedené akvizice. Chyby byly udělány v každém jejím kroku, počínaje stanovením strategické vhodnosti cílového podniku a samotné strategie růstu až po chybějící integrační proces. Původním motivem uskutečnění transakce byla predikce nutnosti navýšení objemu výroby na dva miliony aut ročně. Společnosti s nižší výrobou by dle této predikce nemohly čelit silnější konkurenci. Následoval výběr cílové společnosti, jejíž strategická vhodnost byla omezena na jediný požadavek – společnost mimo jiný automobilový koncern. V úvahu tak

připadal jedině Rover. Podpis smlouvy se uskutečnil deset dní poté, co BMW obdrželo požadované finanční údaje. Za tak krátké období nebylo možné provést řádnou due diligence, a tak nebyly objeveny ani zásadní nesrovnalosti v účetnictví Roveru. Následná chybějící integrace vedla k neřešeným zásadním kulturním rozdílům. Po šesti letech byl Rover prodán za pouhých 10 milionů liber společnosti Phoenix Consorcium.

Pokud zůstaneme u automobilového průmyslu, dalším příkladem neúspěšné fúze je transakce uskutečněná v roce 1998, kdy Daimler-Benz koupil Chrysler. Hodnota transakce činila 36 bilionů amerických dolarů a jednalo se o jednu z největších akvizic v oboru. Záměrem tohoto spojení bylo vytvořit automobilový gigant, který by mohl konkurovat takovým skupinám, jakými jsou Toyota Motor, General Motors a Volkswagen. Bohužel kulturní rozdíly obou společností byly tak zásadní, že jejich společné fungování bylo nemožné. Daimler-Benz se zaměřoval na segment dražších automobilů, zatímco Chrysler vyráběl dostupnější vozy. Daimler-Benz nebyl schopen akceptovat cenovou politiku koupené společnosti. Dalším faktorem byly obavy o zhoršení jména značky Daimler-Benz. Z tohoto důvodu byla zrušena smlouva o společných dodávkách součástek, což bylo spouštěčem pro další separování firem namísto jejich integrace; tím byla také znemožněna realizace zamýšlených synergií. V roce 2007 prodal Daimler-Benz za 650 milionů dolarů společnosti Cerber Capital Management zabývající se restrukturalizací společností nacházejících se v krizi.

Fúze dvou nejúspěšnějších společností ve svém odvětví – Time Warner a America Online (AOL) byla uskutečněna v roce 2001 za částku 165 bilionů dolarů. Zatímco Time Warner byl obrem tradičního mediálního světa, AOL byl poskytovatelem internetových a emailových služeb. Spojení tradičního a moderního mělo vybudovat nejmocnější mediální společnost ve svém regionu. V roce 2002 vykázal AOL ztrátu ve výši 99 bilionů dolarů způsobenou odpisem goodwillu, který vznikl v rámci transakce. Důvodem neúspěchů byla především neschopnost integrace odlišných firemních kultur obou společností a nedostatek zkušeností managementu AOLu při řízení společností s více jak 90 000 zaměstnanci. V roce 2009 došlo k rozdělení obou společností.

Výše uvedené příklady poukazují na problematiku rozhodování se za podmínek informační asymetrie mezi kupujícím a prodávajícím a rozhodování se za nejistoty při odhadování budoucího vývoje.[13] Nástrojem, který umožňuje snížit tato rizika, je právě due diligence.

# 3 Due diligence

## 3.1 Pojem due diligence

Pojem due diligence pochází z amerického obchodního práva, kde se používá v oblasti uzavírání obchodních smluv. Jeho překlad jako „obvyklá péče“ se dá uchopit ve smyslu stanovení určitého standardu při transakci, komplexní prověrky nebo hloubkové kontroly.

Nástroj due diligence se nejčastěji používá při fúzích a akvizicích pro vyrovnání informačního nesouladu mezi stranou kupující a prodávající. Due diligence může plnit několik funkcí:

- prověrku společnosti;
- nástroj pro stanovení nebo obhajobu ceny transakce.

Transakce s podniky vyžadují velké investice s poměrně vysokým stupněm rizika. Prvotní zájem kupující strany na uskutečnění transakce je založen na veřejně dostupných informacích o cílové společnosti, popřípadě na informacích obsažených v nabídce, zaslaných cílovou společností. V rámci procesu due diligence se testuje spolehlivost prezentovaných informací a jejich budoucí dosažitelnost. Hledají se potenciální rizika, skryté závazky, testují se možné vývojové scénáře apod.

Jak uvádí Howson (Howson, 2003), due diligence vyhodnocuje cílovou společnost z obchodního, finančního a právního pohledu. Účelem je lépe porozumět podnikání cílové společnosti, potvrdit, že skutečně přináší to, co je předmětem koupě, objevit rizika transakce, podpořit závěrečná jednání o předmětu koupě a v neposlední řadě pomoci s plánováním transakční integrace.

Cena cílové společnosti se často odvíjí od ukazatelů, které jsou odvozeny z účetních podkladů. Například cena může být stanovena jako x násobek zisku před úroky, odpisy a zdaněním při určité úrovni čistého dluhu a pracovního kapitálu. Cílem due diligence je

[13] Další příklady jsou dostupné na https://www.law360.com/articles/601042/the-5-biggest-m-a-failures-of-2014

najít všechny zkreslující, jednorázové a mimořádné položky, které tento ukazatel nesprávně navyšují, a tím otevřít prostor pro jednání a snížení ceny transakce pro kupujícího.

Cílem due diligence je vytvořit tzv. bezpečnostní síť (safety net), která ochrání jak prodávajícího, tak i kupujícího, nikoliv pouhé hledání kostlivců, které by vedlo ke zrušení transakce.

## 3.2 Proces due diligence v tradičním pojetí

Je na místě začít popis procesu due diligence definicí účastníků, kteří jsou do něj zapojeni. Na jedné straně je zadavatel prověrky. Tím může být jak strana kupující, tak i strana prodávající. V případě, kdy objednatelem due diligence je společnost, která hledá zájemce o sebe sama, bude se jednat o vendor due diligence (v textu také jako VDD). Proces se pak poměrně liší od prověrky, kdy zadavatelem je zájemce o koupi cílové společnosti. Dalším účastníkem prověrky je samotná kontrolovaná společnost. Kontrolovanou společností může být jak zadavatel v případě vendor due diligence, tak i cílová společnost. Provedení vendor due diligence umožňuje urychlit, zlevnit a zefektivnit proces transakce. Přínos spočívá v tom, že velké množství zájemců o společnost klade stejné otázky, díky VDD všichni obdrží odpověď bez nutnosti duplikovat práci. VDD je uskutečňována nezávislou třetí stranou. Tento fakt přináší větší důvěryhodnost a spolehlivost prezentovaných čísel a dalších prověřovaných dat. Další výhoda spočívá v tom, že kupovaná společnost nemusí poskytovat zájemcům velké množství důvěrných materiálů. Zejména se dá tato skutečnost ocenit v okamžiku, kdy na straně zájemců stojí konkurenční společnosti a kdy je jisté, že transakce s některými z nich neproběhne. Z pohledu kupujícího nemůže VDD nahradit due diligence prováděnou kupujícím, může ovšem snížit její rozsah. Kupující nemůže plně věřit datům, která byla zpracována a poskytována třetí stranou na popud prodávajícího.

Mezi zadavatelem a prověřovanou společností stojí due diligence tým, který se skládá z širšího okruhu odborníků na různé oblasti, a to dle rozsahu sjednané práce a požadavků zadavatele. Dalšími účastníky procesu mohou být financující banky, spolupracující pojišťovny atd. Složení due diligence týmu, výběr účastníků a jejích pravomoce jsou podrobněji popsány v kapitole 4.2.

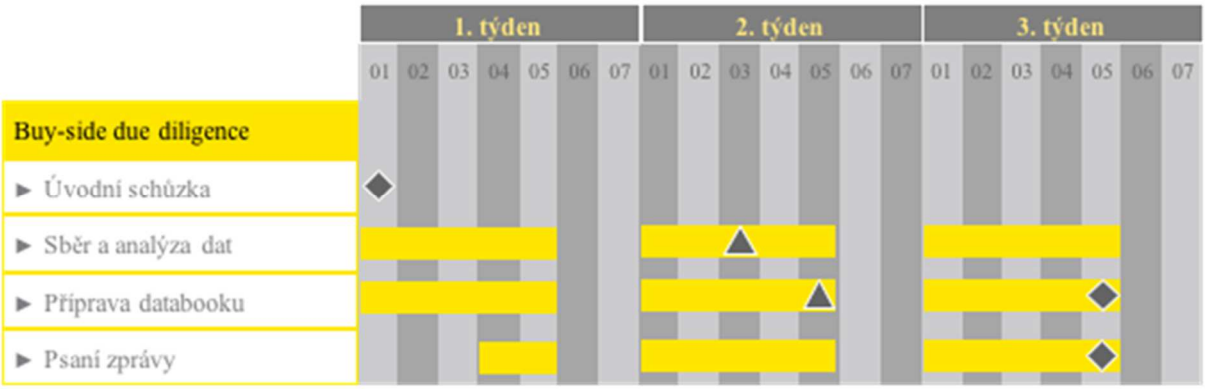
Proces due diligence začíná stanovením jejího rozsahu. Jedná se o jednu z nejdůležitějších fází. V jejím průběhu dochází k pochopení charakteru podnikání a podnikatelského prostředí

cílové společnosti. Jak ukazuje praxe, nesmí se podcenit ani diskuze se zadavatelem ohledně cílů pořízení společnosti. Zjištění a pochopení záměrů investora usnadní proces plánování due diligence a vytyčení hlavních oblastí zaměření.

V dalším kroku se tým due diligence zaměřuje na výběr vhodných informačních zdrojů. Dostupnost, objem a kvalita zdrojů ve velké míře závisí na velikosti a typu cílové společnosti i na aktuální fázi jednání mezi kupujícím a prodávajícím (Lajoux, 2010). O požadovaných podkladech bude ještě zmínka.

Po identifikaci a obdržení potřebných podkladů začíná samotná prověrka, která zjišťuje, zda cílová společnost naplňuje předpoklady investora, na jejichž základě byla učiněna prvotní nabídka. Dále se prověřují podstatné faktory, které mohou mít vliv na stanovení kupní ceny.

Závěrem práce due diligence týmu je zpráva, která obsahuje veškerá zjištění, analýzy a doporučení, která se zjistila v rámci prověrky. Některé poradenské společnosti, které se podílejí na due diligence, přikládají ke zprávě i tzv. databook, což je soubor obsahující výpočty a kalkulace.




Obrázek 1: Proces due diligence

Zdroj: EY TAS Academy

Výše popsaný proces zobrazuje tradiční pojetí due diligence, tedy pouze jeho předakviziční fázi. V dalších kapitolách bude toto tradiční pojetí rozšířené o další oblasti due diligence, které doprovází tým M&A v průběhu celé transakce.

## 3.3 Důvody provedení due diligence

Případy neúspěšně realizovaných transakcí, popsané v kapitole 2.5., vyvolávají otázku na příčinu neúspěchů.

Příklad neúspěšné akvizice Roveru je sice příkladem extrémních negativních dopadů transakce, ovšem názorně prezentuje důsledky, se kterými se musí kupující potýkat, pokud neobdrží vhodné informace o cílové společnosti před její koupí, ale rovněž i to, jak nedostatek těchto informací může ovlivnit plány post-akviziční integrace. Jedná se nejenom o rizika spojená se strategickou vhodností cílové společnosti, ale i o provozní, finanční a další chybějící informace. Poté, co se transakce uskuteční, jsou všechna rizika převedena na kupujícího a on bude mít na starosti řešení veškerých potenciálních problémů.

Hlavní problém kupujícího při realizaci akvizice společnosti se dá obecně definovat jako informační riziko. Jak uvádí Francis (Francis, 2004), pojem informační riziko popisuje nejistotu dostupných informací, které jsou relevantní pro rozhodování investora v otázkách hodnocení společnosti a očekávaných budoucích odtoků kapitálu.

Management kupující společnosti se nachází v nevýhodě oproti managementu cílové společnosti z toho důvodu, že management cílové společnosti má k dispozici důvěrné informace, jež mohou mít podstatný vliv na rozhodování o uskutečnění transakce a případných rizicích s tím spojených. Dalším rizikovým faktorem, který přináší rozhodování se v atmosféře nejistoty, je nemožnost určit, jak budou společně fungovat kupovaná a kupující společnost a jakou konsolidovanou hodnotu budou vytvářet. Praxe ukazuje, že akvizice úspěšně fungujících společností přináší ve svém důsledku menší hodnotu pro akcionáře, než jakou společnosti přinášely při individuálním fungování. Při tvorbě nabídky na koupi společnosti v podmínkách informační nejistoty je třeba, aby si management a vlastnicí kupující společnosti položil následující otázky:

- Máme dostatek informací o cílové společnosti, abychom mohli správně stanovit nabídku?
- Jak velkou máme míru jistoty, že se podaří dosáhnout plánované post-akviziční integrace?

Pro nalezení odpovědí na výše položené otázky se snaží management kupující společnosti získat co nejvíce relevantních informací o cílové společnosti a provést jejich prověrku – due diligence. Due diligence je jedinečným nástrojem v rukou managementu kupujícího, který

umožňuje zmírnit informační nerovnováhu mezi kupujícím a prodávajícím, snížit tím informační nedostatek a snížit rozhodovací nejistotu. Due diligence je zároveň zdrojem informací pro provedení analýzy úspěšnosti budoucího společného[14] fungování obou společností a schopnosti jejich integrace.

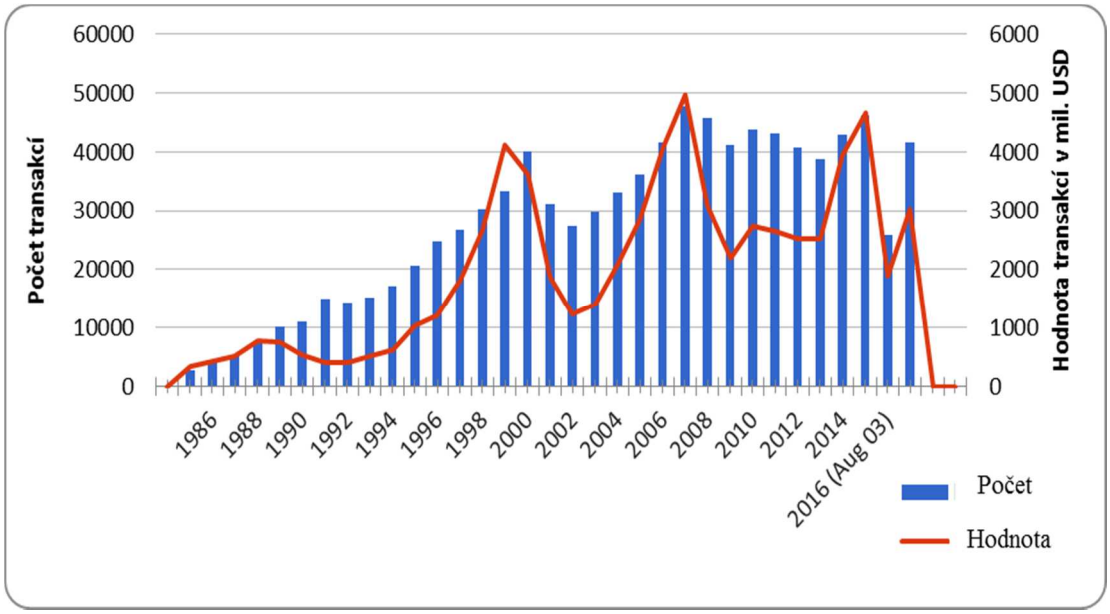
Míra podstupovaného informačního rizika má vliv i na cenu transakce. Čím vyšší riziko podstupuje investor při uskutečnění transakce, tím vyšší rizikovou prémii vyžaduje. Například se může vycházet z teorie, kterou zpracoval Lambert (Lambert, 2007). Dle něj vysoká kvalita informací poskytnutých pro provedení due diligence snižuje náklady na kapitál z toho důvodu, že snižuje rizikovost očekávaných budoucích peněžních toků dané firmy v porovnání s ostatními firmami na trhu. Zlepšení kvality poskytovaných informací vede ke snížení systematického – beta rizika, což vede k přímému snížení nákladů na kapitál. Snížení nejistoty ohledně budoucích peněžních toků společnosti přispívá k lepší koordinaci mezi managementem a externími poskytovateli kapitálu.

Hodnocení firmy je ovlivněno kvalitou účetních informací a nejistotou očekávaných peněžních toků. V oblasti M&A je tento problém komplexnější a významnější, protože kupující musí vyhodnotit předpokládaný budoucí vývoj kupované společnosti a také vliv plánované post-akviziční integrace na vývoj budoucích peněžních toků kupované společnosti. Očekávané budoucí peněžní toky kupované společnosti jsou klíčovým vstupem při hodnocení investice kupujícím. V případě, kdy informační riziko zvyšuje míru nejistoty ohledně výše a variability očekávaných post-akvizičních peněžních toků, zhoršuje se schopnost manažerů kupující společnosti správně stanovit hodnotu kupované společnosti, a proto se zvyšuje riziko úhrady příliš vysoké ceny.

## 3.4 Přínos due diligence při transakcích s podniky

Transakce s podniky jsou poslední dobou jedním z hlavních strategických nástrojů, který umožňuje rychlý růst a rozvoj podniku. Popularitu tohoto nástroje potvrzují i čísla, která vychází z nejrůznějších průzkumů věnovaných transakcím s podniky. Tak například průzkum společnosti IMAA Institute ukazuje, že rok 2015 byl jedním z nejúspěšnějších roků v oblasti M&A, kdy bylo celosvětově uskutečněno nejvíce transakcí za posledních 7 let:

[14] V případě, že se jedná o fúzí ve skupině, odpadá potřeba řešení převážné většiny rozebíraných otázek, protože se jedná o pouhou změnu skupinové struktury.




Graf 5: Trend růstu trhu transakcí

Zdroj: IMAA Institute (2015)[15]

Ovšem z celkového množství uskutečněných transakcí dle různých průzkumů činí podíl úspěšných transakcí pouze 50 %, zbytek nepřináší očekávané výsledky. Právě tak vysoký počet neúspěšných transakcí a jimi vygenerovaná ztráta je důvodem bádání vědců po celém světě s cílem najít odpověď na otázky:

- Proč tak velké množství operací skončí neúspěchem?
- Jak proti tomu bojovat?
- Jak vylepšit již existující nástroje?

Při odpovědi na tyto otázky se autoři zabývající se výzkumy v oblasti M&A dělí na dva tábory. První skupina připisuje neúspěchy pouze chybnému stanovení ceny transakce. Druhá skupina, ta s modernějším přístupem, zohledňuje vliv kulturních a mezilidských vztahů. Zároveň je třeba uvažovat i o neodůvodněných očekáváních.

Výchozím bodem procesu M&A je zjištění možností růstu hodnoty podniku pomocí akvizice. Na počátku se provádí analýza, zda pořízení nové společnosti dokáže přispět k hlavní strategii společnosti a pomůže k dosažení stanovených cílů. Tato analýza se obvykle provádí interně, tedy bez přivolání externích odborníků. Ve chvíli, kdy je tento záměr

[15] https://imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions/

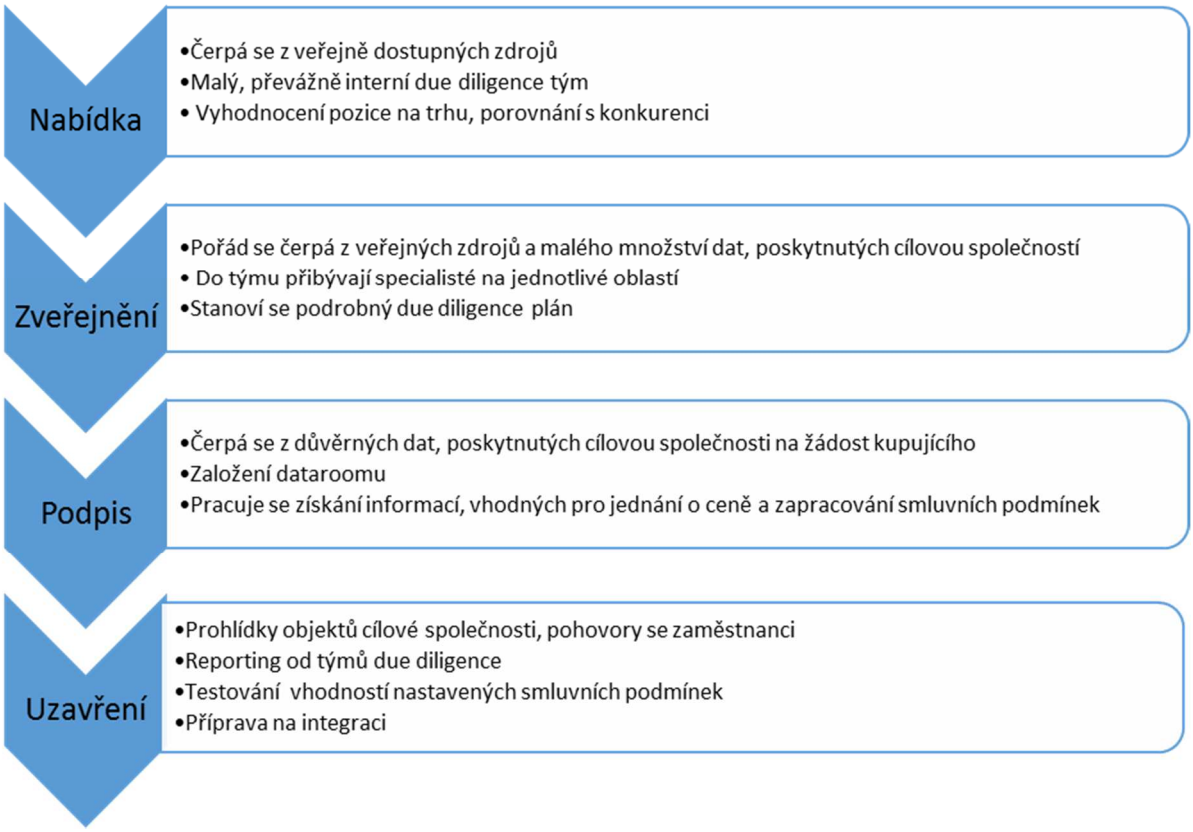
schválen a společnost se rozhodne pro fúzi nebo akvizici, je nejčastěji přivolán tým externích expertů, kteří se především věnují due diligence kupované společnosti. Složení expertního týmu a počet odborníků záleží nebo by neměl záležet jenom na stanoveném rozpočtu, ale především na velikosti transakce, oblasti působnosti všech zúčastněných podniků a dalších faktorech, které jsou stanoveny v rozsahu dohodnuté práce. Nejčastějšími oblastmi, ve kterých se due diligence provádí, jsou:

- finanční;
- právní;
- daňová;
- technická;
- informačních technologií;
- lidských zdrojů.

Výsledkem práce due diligence týmu v tradičním pojetí je odhalení existujících a potenciálních rizik, spojených s cílovým podnikem a promítnutí těchto zjištění do výše nabízené kupní ceny. Práce due diligence týmů v širším pojetí zahrnuje i tvorbu business plánu a rovněž post-akviziční podporu a eliminaci jak rizik zjištěných v průběhu due diligence, tak i obávaných integračních rizik.

## 3.5 Další případy provedení due diligence

Due diligence není pouze nástrojem používaným výhradně v rámci fúzí a akvizic. Due diligence je vhodný nástroj také k získání a prověření informací při procesech převzetí firem jejich managementem, získání kapitálu ve formě půjček nebo navýšení vlastního kapitálu ze zdrojů získaných od investorů, vstupem společností na burzu (IPO), restrukturalizací nebo privatizací.




Obrázek 2: Proces transakce M&A

Zdroj: vlastní zpracování

Pokud se zaměříme na proces due diligence v rámci M&A transakcí, dají se jednotlivé kroky definovat tak, jak je prezentováno ve výše uvedeném schématu.

## 3.6 Vhodnost cílového podniku

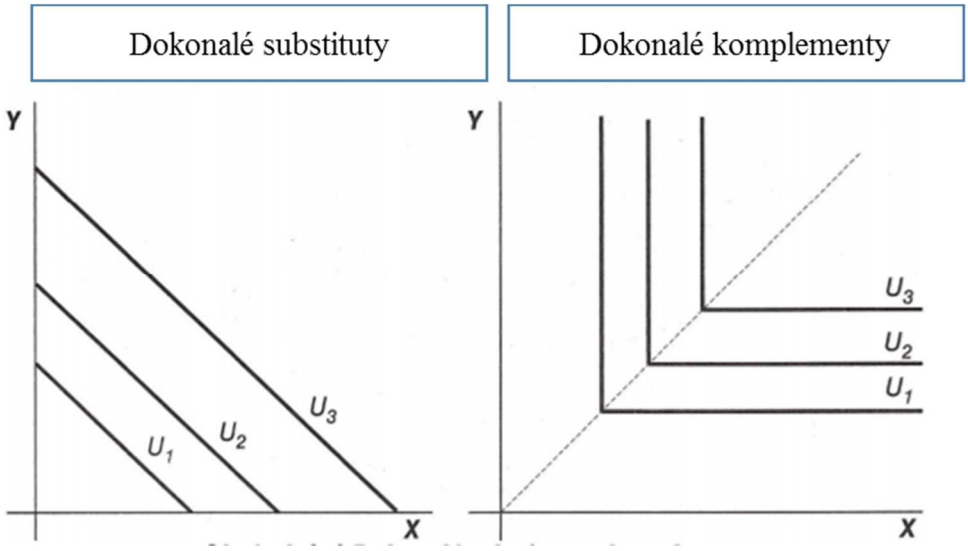
Jak již bylo zmíněno výše, vědci bádají po důvodech neúspěchů transakcí s podniky. Už koncem sedmdesátých let navrhli odborníci jako Lubatkin (Lubatkin, 1987) a Salter (Salter & Weinhold, 1980) začlenit hodnocení strategické vhodnosti cílového podniku již do fáze předtransakční prověrky. Strategická vhodnost se nestanoví pouze vyhodnocením, zda kupovaná společnost vyhovuje koncepci budoucího strategického vývoje společnosti (např. získání většího podílu na trhu), ale zkoumá kompatibilitu obou entit a schopnost dosažení lepších výsledků podniku vzniklého v důsledku transakce. Bohužel možnost změřit dosažitelnost těchto strategických přínosů je mimo rámec práce klasických due diligence směrů. Například se může jednat o schopnost předání/převzetí podstatných znalostí a know-how.

Mezi vědci se vedou diskuze na téma, jak stanovit a vypočítat vhodnost cílového podniku. Pro účely tohoto hodnocení mohou posloužit náklady na přemístění technologií. Více technologicky rozvinutý podnik vždy poskytuje své technologie a znalosti do méně rozvinutého podniku. Náklady v tomto případě závisí na schopnosti přijímající společnosti absorbovat a implementovat předávané hodnoty.

Další možnost měření vhodnosti cílového podniku navrhl Shelton (Shelton, 1988). Dle jeho názoru může měření probíhat na základě vyhodnocení přínosů plynoucích kupujícímu z převzetí určitých složek majetku cílové společnosti. Jedná se o případy, kdy fúze nebo akvizice ve výsledku tvoří kladnou hodnotu, ovšem jednotlivé kombinace převzatého majetku mohou tvořit hodnotu negativní. Ve fázi prověrky by due diligence tým měl identifikovat vhodné kombinace přebíraných aktiv, jejich kompatibilitu s kupující společností a navrhnout vyřazení některých z nich z transakčního perimetru s případnými dopady na úpravu kupní ceny. Závěry Sheltona jsou stanoveny na základě analýzy komplementu a substitutu, kterou navrhli Salter a Weinhold (Salter & Weinhold, 1980). Analýza vychází z ekonomického pojetí produktů a jejich schopnosti se vzájemně zaměňovat a doplňovat:

- Komplementy jsou produkty, které se vzájemně doplňují.
- Substituty jsou produkty, které se zaměňují.

Vzájemný vztah produktů nabízených cílovou společností a kupující společností má vliv na poptávku po těchto produktech. V případě, že kupující společnost začne nabízet stávajícím zákazníkům nové produkty, může vybudovat na trhu lepší a pevnější pozici – produkty komplementy. V případě, že cílová a kupovaná společnost nabízí produkty, které jsou vzájemně zaměnitelné, může začít působit substituční efekt a dojde pouze k nahrazení výrobků, což nemusí přinést prospěch ve formě zlepšení postavení na trhu.




Graf 6: Dokonalé substituty a komplementy

Zdroj: Mikroekonomie (Hořejší, 2006)

Jak uvádí Shelton, znalost strategické vhodnosti cílového podniku může výrazně přispět ke správné kombinaci produktů nabízených cílovou a kupující společností tak, aby přispěly k maximální tvorbě hodnoty nově vytvořené společnosti. Dle Sheltona mohou tvorbu hodnoty zajistit následující kombinace výrobků s ohledem na různé trhy:

- identické produkty: synergický efekt při nabízení stejných produktů na stejném trhu;
- substituty: podobný produkt se nabízí na novém trhu;
- komplementy: nové produkty jsou nabízeny na stávajícím trhu;
- nezávislé produkty: nové produkty jsou nabízeny na novém trhu.

Nicméně ne všichni autoři přijímají strategickou vhodnost cílového podniku jako jeden z rozhodujících faktorů transakčního procesu. Například Jemison a Sitkin (Sitkin & Jemison, 1986) vyvrací roli strategické vhodnosti cílového podniku jako významného faktoru budoucího úspěchu transakce.

## 3.7 Due diligence a strategická vhodnost cílového podniku

Provedené průzkumy zabývající se zjištěním a zaznamenáním chyb, které vedly k neúspěchu při fúzích a akvizicích, poukazují na to, že většina potíží byla způsobena problémy ve strategických, organizačních a kulturních oblastech. Očekávané synergické efekty, které jsou předpokládány v projektu fúze nebo akvizice, často vyprchají v průběhu fáze realizace projektu. Většina prováděných due diligence se soustřeďuje na oblast právní a finanční,

hledá v nich a identifikuje překážky a rizika, které mohou bránit dosažení požadovaného přínosu transakce. Váha a význam due diligence „nehmotných“ oblastí je ovšem značně podceňována. Významnost rizikových faktorů, které se vyskytují v těchto oblastech, je podstatná a měla by mít vliv na posouzení vhodnosti transakce a popřípadě i na úpravy kupní ceny.

Se zajímavou definicí due diligence při fúzích a akvizicích přichází Sinickas (Sinickas, 2004): *„due diligence je proces, kdy se zúčastněné strany snaží poznat navzájem co nejlépe, aby eliminovaly nedorozumění a ujistily se, že cena transakce je stanovena správně. Účelem je analyzovat všechna dostupná data cílové společnosti a ujistit se, zda všechny finanční informace jsou úplné a nechybí nic zásadního.“*

Jak již bylo naznačeno, je chybou soustředit se pouze na finanční nebo právní aspekty, due diligence musí být komplexní proces. V literatuře je možné najít i pojem 360stupňová due diligence (3 D–360 degree due diligence). Tento pojem zdůrazňuje nutnost důkladného prošetření všech organizačních oblastí a systémů cílového podniku, včetně „nehmotných“ oblastí, jako jsou kulturní prostředí a lidské zdroje, a nejenom provedení klasických aktivit, tzn. finanční analýzy a vyhodnocení účetních výkazů.

Pro zvýšení pravděpodobnosti úspěšnosti transakce je vhodné začít proces due diligence již v samotné kupující společnosti. V rámci procesu přípravy je třeba se ujistit, že je fúzující společnost připravena přijmout akvírovaná aktiva, procesy a zaměstnance do své struktury. V tomto procesu se jedná o ověření, zda důvody a cíle uskutečňované transakce jsou v souladu se strategickými cíli kupující společnosti. Bez důkladného posouzení je pak složité identifikovat cílovou společnost, která by byla strategicky vhodným partnerem pro akvizici. Každá společnost, která má v plánu provádět transakce s podniky, by měla mít připravený dlouhodobý plán těchto transakcí s vytyčenými cíli.

Due diligence strategické vhodnosti cílové společnosti by měla poskytnout odpovědi na následující otázky:

- Má společnost stanovený program akvizic a post-akvizičních aktivit?
- Je strategická vhodnost cílové společnosti odpovídající akvizičnímu plánu?
- Je cílová společnost ochotna a schopna plnit a přispívat k plnění strategie fúzující firmy?
- Bude klíčový personál cílové společnosti pokračovat ve své práci po fúzi?

- Jsou kulturní podmínky obou podniků kompatibilní?
- Existují integrační překážky?
- Jaké plány jsou odsouhlaseny pro úspěšnou integraci?
- Uvědomuje si cílová společnost možné dopady změny podnikatelského prostředí fúzované společnosti?

Odpověď na tyto otázky by měla zformovat základní představu kupující společnosti, zda je připravena k transakci, či nikoliv. Ve fázi, kdy je již vybrána cílová společnost a jsou podepsány potřebné dokumenty pro zahájení due diligence, je vhodné sestavit M&A týmy z představitelů jak kupující, tak i prodávající společnosti, které provedou analýzu možností budoucího společného fungování obou společností a identifikují případná rizika. Po analýze a identifikaci je třeba připravit plán postupného zapracování potřebných změn. Týmy due diligence musí mít dostatek znalostí, nástrojů a zkušeností, díky kterým jsou schopny předpovědět budoucí vývoj společností po fúzi nebo akvizici.

## 3.8 M&A strategie – praktické příklady

Stanovení správné M&A strategie je jedním ze základních pilířů úspěchu realizace akvizice, a proto je vhodné prezentovat praktickou aplikovatelnost výše popsaných teoretických základů na příkladech úspěšných společností, pro které jsou akvizice hlavním nástrojem umožňujícím držet krok s rychle se vyvíjejícím okolním prostředím a udržovat neustálý náskok oproti konkurenci.

Jedním z nejúspěšnějších hráčů v oblasti fúzí a akvizic je společnost Google. Za dobu svého fungování provedla společnost okolo 180 akvizic a utratila biliony dolarů.

Tabulka 4: Fúze a akvizice společnosti Google 2015-2017

| Datum akvizice | Společnost | Činnost | Země | Hodnota transakce | Použito pro nebo integrováno s |
|---|---|---|---|---|---|
| 04.02.2015 | Launchpad Toys | Mobilní aplikace pro děti | USA | Nezveřejněno | You Tube for Kids |
| 08.02.2015 | Odysee | Sdílení a ukládání multimédií | USA | Nezveřejněno | Google+ |
| 23.02.2015 | Softcard | Mobilní platby | USA | Nezveřejněno | Android Pay |
| 24.02.2015 | Red Hot Labs | Aplikace pro reklamu a hledání n ainternetu | USA | Nezveřejněno | Google Play |
| 16.04.2015 | Thrive Audio | Technologie prostorového zvuku | Irsko | Nezveřejněno | Google Cardboard |
| 16.04.2015 | Skillman & Hackett | Software na virtualní realitu | USA | Nezveřejněno | Tilt Brush |
| 04.05.2015 | Timeful | Mobilní software | USA | Nezveřejněno | Google Inbox, Google Calendar |
| 28.05.2015 | Pulse.io | Oprimalizátor mobilních aplikací | USA | Nezveřejněno | Android |
| 21.07.2015 | Pixate | Protokolování mobilních softwarů | USA | Nezveřejněno | Android |
| 21.09.2015 | Oyster | Předplatné e-knížek | USA | Nezveřejněno | Google Play Books |
| 30.09.2015 | Jibe Mobile | Zlepšování komunikačních služeb | USA | Nezveřejněno | Android |
| 18.06.2015 | Agawi | Aplikace pro moilní streaming | USA | Nezveřejněno | Android, Google Play |
| 17.10.2015 | Digisfera | 360 stupňové fotografování | Portugalsk o | Nezveřejněno | Street View |
| 11.11.2015 | Fly Labs | Úpravy videi | USA | Nezveřejněno | Google Photos |
| 11.11.2015 | bebop | Cloudový software | USA | 380 mil. USD | Google Cloud Platform |
| 12.02.2016 | BandPage | Platforma pro hudebniky | USA | Nezveřejněno | YouTube |
| 18.02.2016 | Pie | Podniková komunikace | Singapur | Nezveřejněno | Spaces (app) |
| 02.05.2016 | Synergyse | Interaktivní výuka | Kanada | Nezveřejněno | Google Docs |
| 22.06.2016 | Webpass | Poskytovatel internetu | USA | Nezveřejněno | Google Fiber |
| 06.07.2016 | Moodstocks | Rozpoznávání obrázků | Francie | Nezveřejněno | Google Photos |
| 08.07.2016 | Anvato | Cloudové služby pro videa | USA | Nezveřejněno | Google Cloud Platform |
| 12.07.2016 | Kifi | Link management | USA | Nezveřejněno | Spaces (app) |
| 27.07.2016 | LaunchKit | Výrobce nástrojů pro mobilní telefony | USA | Nezveřejněno | Android |
| 08.08.2016 | Orbitera | Cloudový software | USA | 100 mil. USD | Google Cloud Platform |
| 08.09.2016 | Apigee | Správa API a prediktivní analýza | USA | 625 mil. USD | Google Cloud Platform |
| 15.09.2016 | Urban Engines | Polohové analýzy | USA | Nezveřejněno | Google Maps |
| 19.09.2016 | API.AI | Jazýkové služby | USA | Nezveřejněno | Neuvedeno |
| 11.10.2016 | FameBit | Značkový obsah | Neuvedeno | Nezveřejněno | YouTube |
| 24.10.2016 | Eyefluence | Virtuální realita | Neuvedeno | Nezveřejněno | Google VR |
| 13.12.2016 | Cronologics | Chytré hodinky | USA | Nezveřejněno | Android Wear |
| 05.01.2107 | Limes Audio | Hlasová komunikace | Švédsko | Nezveřejněno | Google Duo, Google Hangouts |
| 19.01.2107 | Fabric | Crash Analytics | USA | Nezveřejněno | Google Developer Product Group, Firebase |
| 08.03.2017 | Kaggle | Datová analýza | USA | Nezveřejněno | Google Cloud Platform |
| 09.03.2017 | AppBridge | Produkce | USA | Nezveřejněno | Google Docs |
| 10.03.2017 | Owlchemy Labs | Virtuální realita | USA | Nezveřejněno | Google VR |
| 15.03.2017 | Wet Crow Internet | | USA | Nezveřejněno | Neuvedeno |

Zdroj: vlastní zpracování[16]

Na první pohled vypadá akviziční chování Googlu poměrně chaoticky – společnost se podílí na obrovském množství projektů v různých oblastech. Ve skutečnosti má ovšem propracovanou M&A strategii, která se drží tří základních pilířů:

- Lidské zdroje.
- Podnikání, které bezprostředně souvisí s hlavním podnikáním Googlu.

[16] Čerpáno z https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_mergers_and_acquisitions_by_Alphabet

- Strategické investice do budoucího technologického vývoje.

Po prozkoumání uskutečněných transakcí je zřejmé, že Google si pořizuje především pracovníky, a to lidi velice talentované a s vysoce odbornými znalostmi. Nejčastěji se jedná o osoby, které vymyslely unikátní produkt. Google pak očekává, že mu tento produkt přinese růst hodnoty a přispěje ke zlepšení poskytovaných služeb hlavního businessu. Může se jednat o analytické know-how v rámci vyhledávacích služeb, reklamy a základní „páteřová“ řešení internetu. Příklady takových akvizic jsou DoubleClick (zatím třetí největší akvizice v hodnotě 3,1 bilionu dolarů), Teracent nebo spider.io.

Další oblastí, na kterou se Google zaměřuje při vyhledávání potenciálních cílových společností, je budoucí technologický rozvoj. Aby Google udržel svůj náskok před konkurencí, musí přicházet na trh s inovativními službami a produkty. Vlastní výzkum a vývoj je aktivně podpořen nákupem firem, nejčastěji start-upů, které přinášejí Googlu svoje know-how. Nejznámějším příkladem takové technologické akvizice je Android. Pořízení Androidu sloužilo především k tomu, aby Google pronikl do světa mobilních telefonů, ale zároveň nějakou mírou přispěl i k růstu výnosů.

Dalším zajímavým faktem je i to, že skoro 60 % akvizic Googlu se nacházelo nejenom na území USA, ale dokonce na území Kalifornie – domovského státu Googlu.

Zajímavým příkladem aplikace M&A strategie v praxi je Facebook. V porovnání s Googlem je jeho přístup naprosto odlišný. Facebook se zaměřuje na hlídání existující uživatelské základny a její rozšiřování, a proto je jeho základní strategií zbavit se nepřátel. Někteří autoři přirovnávají tento druh strategie k pastýřství.

Facebook neustále pozoruje vyvíjející se konkurenci a v případech, kdy hrozí nebezpečí velkého odtoku uživatelů k jiné platformě, přechází Facebook do útoku. Nejlepšími příklady jsou Instagram a WhatsApp. Manažeři Facebooku dobře věděli, že sdílení fotografií je jedním z hybných motorů jejich platformy a přináší nové uživatele a četnost návštěv Facebooku. V okamžiku, kdy velké množství uživatelů začalo používat Instagram, stal se z něj hlavní cíl strategické M&A Facebooku.

V případě pořízení WhatsApp získal Facebook obrovskou uživatelskou základnu, která se dá použít i pro systém Messenger. Zároveň pořízení této cílové společnosti přispělo 22 biliony dolarů k hodnotě akcií Facebooku.

Strategickým cílem M&A Facebooku je pokrýt veškeré oblasti, které mohou být předmětem zájmu jejich uživatelů v on-line světě. Nejedná se ovšem o jediný cíl a záměr. Dalším cílem Facebooku je růst tržeb a vývoj nových technologických platforem, které jsou schopné posunout jejich podnikání na novou úroveň, získat nové uživatele a které pomohou prosadit se na nově vznikajících trzích. Jak uvádí Max Doufour ze společnosti Harmeda, v nejbližší době Facebook soustředí především na investice do takových společností, které mu pomůžou monetizovat existující základnu. Může se jednat o podporu reklamy, mobilní aplikace a e-commerce. Příklady podobných akvizic jsou společnosti Onavo (platforma pro mobilní analýzu) a LiveRail (reklamní video platforma).

Dalším zajímavým příkladem M&A strategie je strategie společnosti SAP – jedná se o integrační strategii. SAP je stabilním kupujícím, který pravidelně pořizuje společnosti přispívající k udržení konkurenceschopnosti. Převážná většina pořízených společností patřila svým oborem podnikání do oblasti hlavního businessu SAPu. Jako příklady mohou posloužit akvizice společností Concur, Ariba a Sybase.

M&A strategie SAPu je často přirovnávána ke strategii společnosti Oracle, ovšem existuje několik základních rozdílů.

Prvním rozdílem je způsob integrace koupených společností. Jedná se o celkovou integraci – pohlcení a plné začlenění jako součást existujícího produktového portfolia.

SAP se zaměřuje na společnosti, které mohou rozšířit již nabízené služby na určitých trzích, navíc mohou posílit určitou produktovou řadu. Aktuální otázkou, kterou SAP řeší, je poskytování cloudových řešení. V průběhu předchozího rozvoje společnosti byla tato oblast zanedbána a lze tedy očekávat, že pozdní reakce na moderní požadavky trhu bude stát SAP větší vynaložené úsilí a peníze. Poskytování cloudových řešení bude pro SAP novým ekonomickým driverem, který povede k nárůstu finančních výsledků. Ovšem prvotní investiční náklady při nákupu společností v této oblasti budou významné.

Všechny výše uvedené příklady jsou praktickým důkazem úspěšného fungování a růstu firem díky předem promyšleným akvizicím, uskutečněným v rámci dobře propracované M&A strategie. Pro úplnost považuji za vhodné zmínit se i o společnostech, jejichž akvizice postrádaly promyšlenost a uspořádanost přehledu budoucího růstu a vývoje společnosti.

Prvním příkladem může být společnost Eckerd,[17] americký řetězec lékáren, který byl založen v roce 1898. Ve snaze o neustálý růst provedla společnost několik nesouvisejících akvizic, kdy si například pořídila řetězec obchodních domů, výrobce cukrovinek, dodavatele stravovacích služeb, a dokonce i bezpečnostní agenturu. Největší neúspěch ovšem přinesla akvizice společnosti American Home Video. Tato akvizice vyvolala ztrátu ve výši 310 milionů amerických dolarů. Z této ztráty se společnost již nedokázala vzpamatovat a byla v roce 1996 prodána společnosti J. C. Penney.

Výrobce tabákových výrobků R.J. Reynolds začal realizovat nepromyšlené akvizice v okamžiku, kdy se stal terčem kritiky odpůrců kouření. Ve snaze diverzifikovat případná rizika došlo k akvizici společnosti Sea-Land Services – společnosti zajišťující kontejnerovou přepravu. Koupě Sea-Landu si vyžádala dodatečné investice ve výši 2 mld. USD, které ovšem chyběly v hlavním businessu společnosti. Nakonec byla společnost Sea-Land prodána po pětileté snaze se ztrátou.

Posledním příkladem je společnost Chrysler, jejíž historie je bohatá na rychlé vzestupy a náhlé pády. Většina pádů ovšem byla zapříčiněna nepromyšlenými akvizicemi, kdy se společnost snažila namísto soustředění se na svůj hlavní obor podnikání, tedy výrobu automobilů, prosadit na trhu s proudovými letadly a v sektoru obrany. Ani jeden z těchto kroků nevedl k úspěchu.

Jak prohlásil významný americký ekonom a odborník na management Peter Drucker, popud k uskutečnění fúzí a akvizic často nevychází z rozumových důvodů, ale pouze z toho, že uzavírání obchodů je mnohem více vzrušující způsob trávení času, než kdybychom měli skutečně pracovat. Jak vyplývá z výše uvedených příkladů neúspěšných akvizic, značné množství společností se snaží řešit své strategické problémy unáhlenými a nepromyšlenými akvizicemi.

## 3.9 Druhy due diligence

Due diligence je rozsáhlý proces prověrky kupované společnosti jako celku a tím pádem i každé jednotlivé oblasti jejího působení. Pro získání celkového obrazu o pořizovaném podniku je třeba jej poskládat z dílčích částí, tedy v našem případě z dílčích prověrek. Rozsah a zaměření na jednotlivé prověřované oblasti záleží na druhu cílové společnosti, odvětví, rozsahu a typu transakce, cíli pořízení a dalších individuálních faktorech. Dá se

[17] Více informací o společnosti a její historii na https://en.wikipedia.org/wiki/Eckerd_Corporation

ovšem tvrdit, že klasické oblasti jako jsou finanční, právní a daňová jsou prověřovány v rámci každé transakce. Čím dál tím aktuálnější a častěji se vyskytující jsou due diligence marketingová, IT a lidských zdrojů. V této kapitole bude podrobně popsáno zaměření jednotlivých druhů due diligence. V návaznosti na předchozí podkapitolu popíšu jako první strategickou due diligence.

### 3.9.1 Strategická due diligence

Hlavním důvodem, proč jsou uskutečňovány transakce s podniky, je tvorba hodnoty pro vlastníky a investory. Očekává se, že pomocí transakcí bude růst společnosti rychlejší a generované zisky vyšší. Praxe bohužel ukazuje,[18] že více jak polovina uskutečněných transakcí nepřináší očekávánou hodnotu pro majitele a investory. Důvodem je chybné začlenění strategických cílů do procesu uskutečnění transakce a post transakční integrace.

Nástrojem ke snížení rizika neúspěchu transakce a postupnému naplnění stanovených strategických cílů kupující společnosti je strategická due diligence. Na začátku rozhodování o uskutečnění transakce je třeba, aby si kupující společnost uvědomila, zda jsou naplněny následující základní podmínky:

- Je plánovaná transakce v souladu s hlavní strategií kupující společnosti?
- Je vybraná cílová společnost nejlepším kandidátem pro uskutečnění transakce a naplnění hlavních strategických cílů investorů?
- Jakou cenu je ochotna cílová společnost nabídnout za cílovou společnost?
- Jak náročný bude proces integrace a nedojde v jeho průběhu ke ztrátám plánované hodnoty?

Pokud se podíváme na základní, výše uvedené body, předmětem due diligence je prověrka samotné společnosti, která se chystá transakci uskutečnit, a uvědomění si, zda je tato společnost schopna úspěšné realizace transakce. Doporučuje se podívat se na základní oblasti, jako jsou náklady, zákazníci, konkurence a schopnosti. Analýza těchto oblastí musí navazovat i na důvod uskutečnění transakce: získání know-how, průnik na nový trh, úspora nákladů atd. Při provedení due diligence se nejdříve zjistí, v jakém stavu se nachází

[18] Například průzkumy, které se pravidelně provádí na Harvard Business School.

konkrétní oblast u kupující společnosti a jak integrace nové společnosti ovlivní dosavadní fungování a zda bude plánovaných cílů dosaženo.

V rámci strategické due diligence se provádí komerční due diligence, v jejímž rámci se analyzují potenciální cílové společnosti z pohledu:

- analýzy trhu;
- konkurence;
- zákazníků;

Po provedení analýzy výše uvedených oblastí následuje vyhodnocení zjištěných nálezů. Nejčastěji používané ukazatele pro provedení vyhodnocení jsou uvedeny v následujícím přehledu:

| | Ponechat zavedená pravidla | | Nastavit nová pravidla | |
|---|---|---|---|---|
| Hodnoty | Aktivní investování | Posílení stávajícího hlavního podnikání | Změna podnikatelského modelu | Změna oboru |
| Individuální cash flow | ● | ● | ● | ● |
| Náklady na integraci | | ● | ● | ● |
| Úspory z rozsahu | | ● | ● | ● |
| Výnosy a zákaznická synergie | | | ● | ● |
| Hodnota podnikatelských možností | | | ● | ● |

Obrázek 3: Použití ukazatelů při provedení komerční due diligence

Zdroj: Gleich (2010)

Transakce může být uskutečněna v případě, kdy je hodnota cílové společnosti pro kupujícího vyšší nebo se rovná ceně, kterou požaduje prodávající. Pokud je cena nižší, znamená to, že společnost je podhodnocená anebo bude pomocí efektivnějšího řízení a využitím úspěšné integrace dosaženo vyšší hodnoty pro kupujícího.

Pro vyhodnocení výsledků strategické due diligence je důležité i zařazení plánované transakce do jedné z následujících skupin dle sledovaného záměru:

- Investice – jsou uskutečňovány především investičními fondy, kdy cílem je rychlé získání výnosů, a to buď následným prodejem restrukturalizované společnosti, anebo efektivní restrukturalizací a držením.
- Rozsah – získání většího rozsahu pomocí realizace transakce může vést k získání konkurenční výhody v jednotlivých oblastech podnikání.
- Příbuzné obory – nákup společnosti z obdobné oblasti působení, který umožní například doplnění produktového portfolia, nového trhu nebo segmentu. Dalším záměrem může být pořízení společnosti, která umožní zlepšit již existující business, a to například implementací výzkumu a vývoje nebo modernějších technologií.
- Změna – jedná se o strategicky nejnáročnější transakční záměr. V tomto případě jsou předmětem koupě takové společnosti, které umožní postupnou transformaci existujícího businessu kupujícího. Jako příklad může sloužit společnost Kimberley-Clark, která se postupně transformovala z výrobce papíru na jednu z největších společností v oblasti papírového spotřebního zboží.

Hodnocení výsledků strategické due diligence v případě uskutečnění transakce za účelem dosažení výhod z rozsahu vyžaduje nejenom vyhodnocení například čisté současné hodnoty, ale především zaměření se na následující ukazatele:

- Jsou náklady na integraci umožňující dosažení požadovaných výhod z rozsahu nižší než předpokládané pozitivní efekty?
- Jaké jsou hlavní odlišnosti mezi kupující společností a společností cílovou? Umožní tyto rozdíly dosáhnout požadovaných přínosů? Příkladem mohou být rozdílné mzdové náklady, případně jiné náklady na vstupní zdroje v případě přeshraničních transakcí.
- Bude uskutečněná transakce vyžadovat likvidaci nebo omezení existujících kapacit kupující společnosti? Jaké další náklady s tím budou souviset?

Odpovědi na výše uvedené otázky by měly být zapracovány do propočtového modelu ceny transakce pro každou jednotlivou cílovou společnost.

Pokud se podíváme na specifika hodnocení transakcí v rámci příbuzných oborů, jedná se o náročnější analýzu, a to z toho důvodu, že je třeba vyhodnotit velké množství „nehmotných“ faktorů, jakými jsou chování zákazníků, vzájemná závislost všech produktů, jak bylo popsáno v kapitole 3.6., a celkové nastavení nové prodejní a zákaznické strategie. Jako kritéria mohou posloužit náklady na stanovení nových strategií, případná potřeba změny značky a marketingových kampaní, úspora nákladů při zajištění cross-sellingu[19] a dosažení výnosů díky cross-sellingu.

V případě transakcí uskutečňovaných pro potřebu zajištění změny v celkovém podnikání kupující společnosti anebo v případě investičních transakcí jsou hodnoticí kritéria stanovena individuálně v závislosti na snaze dosáhnout konkrétních cílů.

Provedení strategické due diligence je základním pilířem, na kterém je postaveno rozhodování o uskutečnění transakce. Prověrka začíná v samotné kupující společnosti, kde je třeba detailně pochopit systém fungování a možnost zapracování vývojových strategií. Následná prověrka potenciálních cílových společností je základním výběrovým sítem vhodného kandidáta a pomocným bodem pro kupujícího při ověření, zda je schopen pomocí transakce realizovat svůj strategický záměr.

### 3.9.2 Právní due diligence

Právní oblast je dalším tradičním předmětem due diligence. Někteří autoři přirovnávají právní due diligence k nosné konstrukci budovy, která tvoří její základ, ovšem po jejím dokončení není vidět. Právní prověrka má svoje místo nejen v rámci velkých a kapitálově náročných transakcí, ale také i v případě menších tuzemských fúzí a akvizic a majetkových transakcí. Role právníků je významná v průběhu celého procesu. Na začátku se jedná o prověrku cílové společnosti, následně o stanovení vhodné právní struktury a vytvoření smluv a samozřejmě také o nejatraktivnější část – vyjednávání o cenových a dalších podmínkách transakce.

V podmínkách právní due diligence je zapotřebí zdůraznit, že významná role právních zástupců je nejen na straně kupující, ale i na straně prodávající. Zatímco právní tým

[19] Pojem cross-selling nemá přesný český ekvivalent, ale pouze doslovný překlad křížový prodej. Jedná se o techniku prodeje, kdy zákazníkovi při nákupu určitého zboží nebo služby je nabídnut související produkt převážně za zvýhodněných podmínek.

kupujících se snaží najít „zakopané kostlivce“ kupované společnosti, účelem právního týmu cílové společnosti je být připraven na případná požadovaná vysvětlení nálezů protistrany. Tato připravenost vyžaduje důkladnou a včasnou přípravu cílové společnosti, tedy provedení vlastní právní due diligence. Dalším úkolem týmu provádějícího právní due diligence cílové společnosti je nastavení a kontrola plnění podmínek kupní smlouvy ze strany kupujících. Sem patří například prověrka vhodnosti nastaveného výměnného podílu, emise nových akcií apod. Jedním z nejdůležitějších úkolů obou týmu due diligence je ale nastavení vhodných záruk a dalších ochranných prvků (jak pro kupující, tak i pro prodávající stranu), které zajistí náležitá plnění v případě, že se po uzavření transakce objeví skutečnosti ohledně již prověřených dat, které přinesou významné změny ve struktuře transakce, dodatečná rizika, změnu finančních předpokladů, ekologických parametrů atd. Nastavení záruk do kupní smlouvy je běžnou praxí. Právní tým kupující strany se bude snažit prosadit do kupní smlouvy co největší počet těchto záruk, aby přenesl maximální možnou míru rizika na prodávající stranu. Proto právní tým cílové společnosti musí provést vyhodnocení všech navržených záruk a určit, která rizika skutečně mohou být přenesená na prodávající, která nikoliv a na kterých se mohou podílet oba subjekty. Jak vyplývá z výše uvedeného, právní due diligence můžeme rozdělit na dvě části nebo dva druhy:

- Prověrka poskytnutých informací z právní oblasti ve spolupráci se zjištěními z dalších oblastí due diligence.
- Prověrka a nastavení struktury transakce.

Každý druh vyžaduje jiný způsob práce a načasování. Výchozím bodem pro zahájení procesu, je podpis dohody o společném záměru.[20] Přestože se jedná o nezávazný dokument, většina ustanovení má závazný charakter ve vztahu k due diligence a zbývající část popisuje předběžně dohodnuté podmínky transakce. Po podpisu dohody o společném záměru jsou cílovou společností poskytnuty požadované dokumenty a začíná due diligence. Paralelně s due diligence mohou právníci začít s přípravou kupní smlouvu včetně základních podmínek a záruk.

V praxi se lze setkat i se situaci, kdy se provedení hloubkové právní prověrky v plném rozsahu odsouvá až do okamžiku, kdy je finálně připravena kupní smlouva. Odborníci ovšem tento postup nedoporučují a shodují se na vhodnosti provedení právní due diligence

[20] V praxi se běžně používají spíše anglické názvy Letter of Intent nebo také Memorandum of Understanding

co nejdříve. Vynaložené prostředky se mohou stát utopeným nákladem v případě, kdy nebude nalezen žádný závažný problém. Ovšem návratnost vynaložených nákladů v případě zásadních zjištění je dvojí povahy, a to při vyjednávání o kupní ceně, která je obvykle stanovená jako násobek určitého ukazatele, tak i ve formě úspory nákladů, které by bylo třeba vynaložit na případné soudní spory nebo neúspěšnou transakci.

Právní prověrka je komplexní práce, jejíž hlavní důvody se dají specifikovat následovně:[21]

- Porozumění podnikání cílové společnosti. Právní due diligence je jedním ze základních prvků, které pomáhají kupujícímu vytvořit si představu o tom, jak funguje podnikání cílové společnosti. Takové porozumění pomáhá kupujícímu připravit vhodnou strukturu transakce a metodiku začlenění nové společnosti do vlastní struktury.
- Součást ocenění společnosti. Ocenění společnosti není založeno pouze na vyhodnocení finančních ukazatelů. Svou roli hrají i takové faktory, jakými jsou uzavření důležitých smluv a v nich sjednané podmínky, případně z toho vyplývající závazky anebo probíhající, popřípadě hrozící soudní spory, které mohou být zdrojem potenciálních budoucích závazků. Právní due diligence má přesah i do dalších oblastí due diligence. Například ekologické závazky vyplývající z uzavřených smluv, pracovně právní závazky, povinnosti plynoucí z užití práv duševního vlastnictví apod.
- Pomoc při přípravě transakční dokumentace. Provedená prověrka je užitečným nástrojem při přípravě a vyjednávání ohledně kupní smlouvy jak pro kupujícího, tak i pro prodávajícího. K zajištění významných rizik jsou do smlouvy zapracovány vhodné záruky, vyžádána ujišťující prohlášení od kupujícího nebo ujednána náhrada za vzniklé post transakční škody.
- Identifikace faktorů překážejících uzavření transakce. V rámci právní prověrky musí být identifikovány veškeré faktory, které musí být odstraněny před uzavřením transakce. Například se může jednat o identifikaci osob, jejichž souhlas je nutné obdržet před uskutečněním transakce. Součástí prověrky je seznámení se s regulatorními požadavky, jako je například potřebný souhlas antimonopolního úřadu apod. Další překážky mohou vyplývat z úvěrových

[21] www.stoel.com

a leasingových smluv, které mohou podmiňovat získání souhlasu poskytovatele úvěru nebo leasingu se změnou vlastnické struktury dlužníka.

Právní due diligence je nástrojem, který slouží kupujícím k překonání neznalosti kupované společnosti a získání jistoty o tom, co je kupováno a jakým způsobem to koupit. Řádně provedená právní prověrka je klíčem ke snížení rizika následných soudních sporů mezi kupující, prodávající a dalšími zúčastněnými stranami. Poklidný průběh post-akvizičního procesu umožní kupujícím nejenom ušetřit náklady na případné spory, ale také nezanechá „vady“ na dobrém jménu společnosti a ušetří čas k zajištění hlavní činnosti společnosti.

Kvalita provedené prověrky závisí i na organizaci samotného procesu. K efektivitě a kvalitě přispívají následující prvky:

- zajištění kvalitního týmu;
- sestavení přehledu prací a rozdělení úkolů;
- provedení prověrky a shrnutí zjištění;
- obousměrná komunikace zjištění s dalšími týmy, pokud jsou na zakázce použity.

V rámci prověrky je nutno si uvědomit, že data poskytnutá prodávající stranou nejsou jediným zdrojem informací, a proto není možné udělat finální rozhodnutí založené pouze na nich. Due diligence tým musí provést dohledání dodatečných informací jak z veřejně dostupných rejstříků, tak i z různých dostupných databází.

Podmínkou, která výrazně ztěžuje práci due diligence týmu, je tajnost záměru připravované transakce. Dokud prodávající společnost veřejně neoznámí svůj záměr, je třeba postupovat s nejvyšší obezřetností při získávání informací jak z externích, tak i z interních zdrojů. Diskrétnost při získávání dat z externích zdrojů je zřejmá – u externích partnerů může plánovaná transakce vyvolat určité konkurenční kroky, které mohou přitížit při budoucím vývoji cílové společnosti. V případě získávání informací z interních zdrojů se může jednat o vnesení paniky mezi zaměstnance, vzbuzení nejistoty ohledně zachování jejich zaměstnaneckých pozic, pokles loajality ke společnosti a další procesní změny v již zaběhlém a všem důvěrně známém systému. Důsledkem může být pokles kvality práce, případný odchod zaměstnanců ke konkurenci a tím vynášení know-how.

V prvním kroku musí due diligence tým prozkoumat významné smlouvy a jejich ustanovení. V počáteční fázi se jedná o zjištění možnosti převodu těchto smluv na novou společnost,

popřípadě podmínky trvání smlouvy v případě, kdy se změní majoritní vlastník společnosti. I v případě, kdy smlouva neobsahuje žádné ustanovení o omezení její převoditelnosti a trvání v případě změny vlastnictví, u nejvýznamnějších smluv se doporučuje vyžádat si od druhé smluvní strany potvrzení o možnosti trvání smlouvy i po realizaci akvizice. Překážky totiž mohou být součástí všeobecných obchodních podmínek nebo v případě přeshraničních transakcí v ustanovení lokálních zákonů. Otázkou ovšem je, jakým způsobem provést vyžádání potvrzení v případě, kdy záměr o transakci nebyl ještě zveřejněn.

Podmínky převoditelnosti je třeba prozkoumat nejenom u významných smluv, ale především u předmětů duševního vlastnictví, kterými jsou například registrované licence, patenty a obdobná aktiva, a také například u poskytnutých dotací.

Další základní povinností týmu právní due diligence je účast jeho členů na schůzkách kupující strany s výkonnými pracovníky a klíčovými zaměstnanci cílové společnosti. Pokud cílová společnost pořádá pravidelné právní porady, musí se due diligence tým účastnit i těchto porad.

Due diligence týmy mají mohutný nástroj pro získávání dodatečných informací – internet. Posloužit mohou takové zdroje dat, jakými jsou například obchodní rejstřík, registr smluv, katastr nemovitostí apod. Vhodné informace poskytují také komerční databáze jako Moody`s, Bisnode apod. Jedná se o podložené zdroje s dlouholetou historií, ve kterých se dá ověřit věrohodnost předkládaných údajů.

Po shromáždění všech dostupných údajů a jejich vyhodnocení je třeba zvolit vhodnou formu prezentace a komunikace výsledků a zjištění. V praxi se nejčastěji setkáváme se strukturou, kdy vedoucí pracovník due diligence týmu není stejnou osobou jako právník, který připravuje kupní smlouvu a další právní dokumentaci k provedení transakce. V tomto případě je nutné nastavit včasnou oboustrannou komunikaci těchto dvou osob. Osoba odpovědná za provedení due diligence potřebuje mít k dispozici informace o připravované struktuře transakce, dojednávaných zárukách a dalších opatřeních, aby provedla ověření s tím souvisejících oblastí. Na druhé straně osoba, která připravuje právní dokumentaci ke kupní smlouvě, potřebuje včasnou komunikaci zjištěných a dalších rizikových oblastí, objevených v průběhu due diligence. Další vhodnou radou z praxe je archivování všech dokumentů získaných v průběhu due diligence, všech pracovních verzí due diligence zpráv, dílčích zpráv apod. Archiv je výraznou pomocnou rukou v případě, kdy po uzavření

transakce dojde k soudnímu sporu, nebo se vyskytnou další potíže. Díky archivu a uložení všech postupně zpracovaných verzí, např. různých zpráv nebo kupní smlouvy, se dá zpětně obnovit celý proces práce due diligence tymů a zjistit, zda někde došlo k chybě, nebo se jednalo o nepředvídatelné riziko.

#### *3.9.2.1 Rizikové oblasti z pohledu právní due diligence*

Rizikové oblasti v rámci ověřování právního stavu cílové společnosti jsou závislé především na jejím oboru podnikání, právní struktuře cílové společnosti a právní struktuře transakce. Obecně lze definovat základní přehled oblastí, které nesou riziko při uskutečnění většiny transakcí. Níže uvedený přehled není zdaleka vyčerpávajícím přehledem rizik v rámci právní due diligence, hlubší analýza by objemem vystačila na samostatnou disertační práci.

V poslední době se i na území České republiky uskutečňují stále častěji transakce, po jejichž dokončení získávají společnosti bezmála monopolní postavení na trhu. Proto ihned na jejich začátku musí právní tým zhodnotit rizika související s ustanoveními antimonopolního zákona. Pro přeshraniční transakce je tato otázka poměrně náročná, a to z důvodu nutnosti provedení prověrky ve všech státech, jichž se transakce dotkne.

Dalším klíčovým bodem je otázka duševního vlastnictví. S ohledem na současný vývoj podnikatelského světa je hodnota duševního vlastnictví mnohem významnější než hodnota tradičních hmotných a nehmotných aktiv. Často je právě duševní vlastnictví hlavním důvodem, proč je transakce uskutečňována a proč je cílová společnost předmětem zájmu kupující strany. Příkladem duševního vlastnictví může být značka, patenty a licence, copyright a další.

Soudní spory jsou tradiční oblastí prověrky, které musí být věnována zvláštní pozornost. Kupující potřebuje vědět, jaký je aktuální stav a jaké potenciální budoucí výdaje a rizika hrozí. V tomto případě se nejedná jen o již probíhající spory, ale také o odhalení rizika v dalších oblastech, kde může nastat problém.

Při nákupu nemovitostí nebo především výrobních podniků je třeba bedlivě hlídat otázku životního prostředí neboli provést environmentální due diligence. Pokud se jedná o pořízení společností ze západní Evropy nebo Ameriky, je třeba především ověřit, zda je současný stav v souladu s požadavky aktuální legislativy v oblasti životního prostředí. Akvizice společností z bývalých post sovětských oblastí nebo rozvíjejících se států přináší

nejen nezbytnost ověřit soulad s aktuálním zněním ekologických a souvisejících zákonů, ale především prověřit existenci závazků z dřívějšího působení společností anebo jejich předchůdců, dříve ve vlastnictví států. Závazky z likvidace ekologických škod mohou být významným faktorem, vedoucím k odstoupení od realizace transakce. Dá se tvrdit, že se v této oblasti vyžaduje úzká spolupráce právníků a odborníků na životní prostředí. Pouze z právní dokumentace nelze odvodit hrozící rizika, tady je především nutná práce v terénu[22]. Z „papírové práce“ musí due diligence tým ověřit, jaká povolení jsou zapotřebí pro provozování daného podnikání a jaká povolení kupovaná společnost má, ověří se jejich platnost, převoditelnost v případě změny vlastníka společnosti a také případné riziko jejich neprodloužení nebo odebrání. Stejně jako v předchozím případě soudních sporů mají chybějící rezervy na odstranění budoucích škod a dalších druhů ručení za environmentální škody dopad do účetnictví a na kupní cenu. Dalším bodem úpravy kupní ceny mohou být právě dodatečně vynaložené náklady na zajištění nových nebo převod existujících povolení.

Dalším bodem zájmu právní due diligence je možnost vypovězení smluv, a to jak dodavatelsko-odběratelských, tak i zaměstnaneckých a dalších smluv na poskytování služeb. Tým právní due diligence v této fázi úzce spolupracuje s M&A týmem kupujícího a musí mít k dispozici plán budoucích záměrů. Uzavření některých výrobních závodů nebo prodejních řetězců, snížení počtu zaměstnanců, změna prodávaného sortimentu, to vše vede k nutnosti vypovězení některých smluv. Pokud se jedná o přeshraniční transakci, jednoznačně se doporučuje využívat právníky ze země cílové společnosti, kteří jsou perfektně seznámeni se specifiky právních předpisů, umožňujících v této konkrétní zemi vypovědět smlouvy. Seznámit se pouze s ustanoveními konkrétní smlouvy nestačí, je třeba provést hloubkovou prověrku jednotlivých ustanovení předmětných lokálních zákonů, které všeobecně platí na daném území a jejichž ustanovení nebyla uvedena v kontrolovaných smlouvách.

#### *3.9.2.2 Závěry právní due diligence*

Nejlepší zprávou právní due diligence je informace o tom, že nedošlo k žádným zásadním nálezům a realizaci transakce nestojí nic v cestě. I v případě due diligence bez nálezů je jejím

[22] V případě, že některý ze zapojených due diligence týmů zjistí případné riziko například ekologické zátěže, práce v terénu jsou následně prováděny přivolaným odborníkem na danou problematiku, který je schopen vypočítat rozsah nutných paci a jejích hodnotu.

výstupem zpráva o provedených pracích. Ve zprávě jsou shrnuty jednotlivé ověřované oblasti, případně odkazy na použitou dokumentaci a souhrn doporučení a možných rizik.

Zpráva z právní due diligence v žádném případě není dokument, který se má prostudovat pouze samostatně. Celý proces due diligence je komplexní systém, a proto i zpráva z právní due diligence musí být vyhodnocen z pohledu transakce jako celku, vyhodnocení dopadů právní oblasti na due diligence dalších oblastí, stanovení kupní ceny, možnosti realizovat plánované synergické efekty a další plánované efekty transakce. Zároveň finální právní zpráva nemůže být prezentována, aniž by se tým právní due diligence seznámil se zjištěními týmů, provádějících due diligence práce v dalších oblastech.

### 3.9.3 Daňová due diligence

Daně jsou další tradiční oblastí, která vyžaduje prověření v rámci přípravy transakce. Daňová due diligence je často pojata nejen jako proces samotného ověřování dodržování daňových předpisů a odhalování případných rizik, ale i jako proces daňového plánování a strukturování. Čas, věnovaný každé z těchto oblastí, závisí především na typu transakce. V rámci nákupu aktiv je převážná většina času věnována správnému strukturování transakce. V případě nákupu podílu ve společnosti je většina času věnována ověřovací části due diligence, protože při tomto typu transakce přechází na nabyvatele odpovědnost za minulé jednání kupované cílové společnosti.

Rozsah práce due diligence týmu je závislý především na ujednání s klientem a stanoveném časovém a finančním limitu a povaze podnikatelské činnosti cílové společnosti. Due diligence v plném rozsahu práce zahrnuje prověrku všech daní v souladu s daňovými předpisy států, ve kterých cílová společnost operuje. V globálním světě ovšem bývá cílová společnost často zapojena do nadnárodních struktur, které vnáší prvek mezinárodního zdanění, a tak dochází k rozšíření rozsahu prověrky. Pokud je rozsah zahraničního podnikání významný, je na zvážení, zda nezapojit daňové odborníky z dalších států, kde cílová společnost operuje. V případě nízké významnosti zahraničního prvku bývá postačující revize dodržených požadavků smlouvy o zamezení dvojího zdanění a dalších obdobných předpisů. Při zahájení prověrky se musí stanovit hranice významnosti (tzv. materialita) prověřovaných informací, a proto mohou některé nevýznamné podnikatelské procesy v zahraničí zůstat mimo rámec prověrky z důvodu malé důležitosti.

Problematika zahraničních entit výrazně rozšiřuje rizikové oblasti. Prozkoumání lokálních daňových pravidel vyžaduje hloubkovou odbornost a znalost nejenom daňových, ale i účetních předpisů. Například náklady na prodané zboží jsou výrazným nákladem obchodních společností. Je potřeba vědět, jaká metoda ocenění úbytku zásob se používá. Tato informace může být relevantní pro následující daňové plánování. Mezinárodní rozmístění dceřiných společností předpokládá výplatu podílů na zisku a obdobných úhrad. Podobné platby přináší s sebou dodatečné povinnosti převážně ve formě srážkové daně. V rámci prověrky se kontroluje nejenom to, zda je daňové přiznání podáno a zda je podáno včas, ale také zda byla zvolena správná sazba daně a zda daň byla odvedena ve správném termínu. Významné riziko z důvodu neznalosti lokálních daňových a souvisejících předpisů přináší oblast zaměstnaneckých benefitů. V některých státech jsou povinné odvody do penzijních fondů, v jiných státech jsou benefity poskytovány ve formě zaměstnaneckých akcií a opcí. Některé ze zaměstnaneckých benefitů jsou daňově uznatelným nákladem, jiné se mohou vyplácet pouze ze zdaněných zisků, další zase nesou povinnost dodanění u zaměstnanců. Z výše uvedeného stručného výčtu je zřejmé, že oblast zaměstnaneckých benefitů vyžaduje zvláštní pozornost a je poměrně velkým zdrojem rizika.

V současné době výrazného technologického pokroku vykazují společnosti vysoké náklady na výzkum a vývoj. Různé státy mají odlišné přístupy k jejich vykazování:

- kapitalizace nákladů, popřípadě jen za určitých podmínek;
- daňová uznatelnost nákladů v plné nebo zkrácené výši, popřípadě za určitých podmínek;
- poskytování slevy na dani nebo položky snižující základ daně.

Při provedení prověrky se obvykle vyžaduje podpůrná dokumentace, která dokládá metodiku jejich vykazování a soulad se zákonnými požadavky.

Mimo oblasti jednotlivých daní se zaměřují due diligence týmy v čím dál větší míře na problematiku převodních cen (transfer pricing). Jedná se o poměrně rizikovou oblast, která se v poslední době stala terčem častých prověrek ze strany správců daně, a to nejen na lokální úrovni, ale i v rámci mezinárodní spolupráce. Převodní ceny jsou jednoduchým nástrojem, díky kterému nadnárodní společnosti dokáží regulovat zdanění v jednotlivých státech, především vyvádět své zdanitelné zisky do států s výhodnějším systémem zdanění. V případě velkých skupin společností se jedná o jednu z nejrizikovějších oblastí.

Oblasti dalších daní je třeba posoudit individuálně. V rámci téměř všech prováděných prověrek se jedná o prověrku následujících daní:

- Daň z příjmů právnických osob.
- Daň z přidané hodnoty.
- Zdanění mezd.
- Srážková daň.

Některé obory podnikání přináší specifické oblasti prověřování, jako jsou daně spotřební nebo ekologické, které svým objemem a rozsahem mohou představovat výrazné daňové riziko.

Jak ukazuje praxe, známé Paretovo pravidlo 80/20 platí i při provádění daňové due diligence: 80 % rizikových zjištění se najde ve 20 % operací, popřípadě se dá zaměřit na 20 % operací podniku, které tvoří 80 % všech jeho výnosů.

Due diligence tým musí mít k dispozici i přehled plánovaných provozních a strukturálních změn, které chce kupující uskutečnit po dokončení transakce. Budoucí vývoj podnikání může výrazně změnit jak výhodnost nastavené daňové struktury transakce, tak i přinést případné dodatečné daňové náklady. Například při ukončení některých provozů mohou nastat dodatečné výdaje spojené s vrácením nároku na odpočet daně z přidané hodnoty, nedodržení zákonem určených podmínek může vést k vrácení získaných dotací a případným sankcím, náklady na propuštění zaměstnanců atd. Při ukončení podnikání formou prodeje podílů v dceřiných společnostech se může jednat o nedodržení testů na osvobození od daně z příjmu právnických osob.

V praxi se stává pouze výjimečně, že na základě zjištění daňové due diligence dochází k odstoupení od záměru uskutečnit transakci. K odstoupení může dojít s větší pravděpodobností v případě nemožnosti výhodně strukturovat transakci. Fáze prověřování dodržování daňových předpisů přináší s sebou výrazné výhody pro kupující jak ve formě snížení informačního rizika a přenesení zjištěných daňových rizik na prodávající ve formě případných záruk zapracovaných do kupní smlouvy, tak zejména možnosti vyjednávat o ceně transakce díky jejímu snížení na základě zjištěných nesrovnalostí.

Závěry daňové due diligence jsou shrnuty ve zprávě, která sumarizuje zjištěná rizika a jejich dopady. V praxi je obvyklé, že daňovou due diligence provádí tým ze stejné společnosti, která má na starosti finanční prověrku, a tak jsou jeho závěry součástí jedné zprávy. Závěry těchto dvou prověrek bývají hodně propojené, a proto je vyžadována těsná spolupráce obou týmů.

### 3.9.4 Finanční due diligence

Další klasickou oblastí due diligence, bez které se transakce nemůže uskutečnit, je finanční oblast. Na začátku kapitoly je vhodné vysvětit rozdíl mezi finanční a účetní due diligence, jedná se totiž o pojmy, které se často pletou nebo zaměňují především z důvodu blízkosti používaných informačních zdrojů.

Účetní due diligence má užší zaměření než finanční prověrka a věnuje se především ověření věrohodnosti a správnosti účetních informací, které prezentuje cílová společnost. Předmětem prověřování jsou nastavené účetní politiky a směrnice, procesy a aplikace účetních metod a zásad. Důvod této prověrky je zřejmý a jednoduchý. V rámci přípravné fáze před uskutečněním transakce je na top management cílové společnosti vyvíjen poměrně výrazný tlak a vyžaduje se po něm ukázat společnost v co nejlepším světle a zajistit za každou cenu dosažení stanovených plánů. Pod tímto nátlakem se často posouvá hranice akceptovatelného rizika manažerů a oni začínají manipulovat s účetnictvím. Nejjednodušším a nejpoužívanějším nástrojem jsou položky časového rozlišení a dohadné položky, jejichž prověrce se věnuje účetní due diligence, která je popsána v kapitole 3.9.5.

Na rozdíl od účetní due diligence má finanční due diligence širší záběr a poskytuje komplexní spektrum informací o tom, zda čísla prezentovaná cílovou společností odpovídají jejímu skutečnému ekonomickému stavu, zda její budoucí vývoj povede k dosažení cílů stanovených kupujícím a zda slíbený vývoj je realizovatelný, nikoliv jen odhadovaný. Příkladem může být seznámení se se zdroji výnosů cílové společnosti. Příkladem může být papírenská společnost, která získává prodejem poštovních obálek 30 % svých tržeb. Při podrobnějším prozkoumání se zjistí, že výnosy v tomto segmentu mají klesající trend a jsou dosahovány na základě smluv, jejichž platnost brzy skončí. V takovém případě due diligence tým provede úpravy vyloučením výnosů nebo částí výnosů tohoto segmentu z plánovaného hospodářského výsledku. Due diligence tým hledá významné business drivery a významné položky, které ovlivňují finanční situaci cílové společnosti a

provádí jejich hloubkovou prověrku nejen z pohledu správnosti aktuálního vykazování, ale i z pohledu jejich budoucí dosažitelnosti.

Samotný proces finanční due diligence začíná ještě v okamžiku plánovací fáze transakce a pokračuje až do okamžiku, než bude uzavřena kupní smlouva. Počáteční kroky due diligence procesu připomínají spíše audit. Provádí se ověření správnosti prezentovaných čísel. Proto považuji za vhodné uvést na tomto místě odlišnosti mezi finančním due diligence a auditem. Při použití pojmu due diligence dochází často k záměně předpokládané náplně za služby auditu.

Tabulka 5: Odlišnosti mezi auditem a due diligence

| Due diligence | Audit |
|---|---|
| Primárním cílem není ověřovat věrný a poctivý obraz účetní závěrky | Primárním cílem je ověřovat věrný a poctivý obraz účetní závěrky |
| Analyzuje | Ověřuje |
| Pracuje s údaji cílové společnosti, klientem je kupující | Pracuje s údaji, poskytnutými auditovanou společností, výstupy jsou určený akcionářům a dalším třetím stranám |
| Má k dispozici omezené informace (dle podmínek určených prodávajícím v rámci pravidel pro data room a smlouvy o důvěrnosti informací) | Zákonné právo na informace (dle zákona o auditorech):<br>• veškeré požadované doklady a jiné písemnosti<br>• informace a vysvětlení potřebná k řádnému poskytnutí auditorských služeb<br>• právo na přítomnost při inventarizaci, popřípadě si vyžádat její provedení<br>• písemné pověření o přístupu k informacím vedeným u bank<br>účetní jednotka je povinna požadavkům vyhovět |
| Zabývá se delším obdobím, obvykle 2 až 5 let | Zabývá se jedním účetním obdobím (kalendářní nebo hospodářský rok), v úvahu je třeba brát i srovnatelné období |
| Smluvní odpovědnost | Zákonná odpovědnost |
| Není zákonná povinnost pojištění | Zákonná povinnost pojištění odpovědnosti za škodu |
| Neveřejnost výsledků | Zveřejnění části výsledků |

Zdroj: Hlaváč (2010)

Základním a rozhodným bodem pro stanovení rozsahu prověrky je kvalita výchozích finančních informací, které jsou poskytnuty cílovou společností. Obecně se dá konstatovat, že tato kvalita je výrazně vyšší a spolehlivější u společností, které jsou auditovány, podávají zprávy mateřským společnostem nebo jejichž akcie jsou veřejně obchodovatelné.

Dalšími kritickými body pro možnost správného naplánování prověrky je kvalita zaměstnanců cílové společnosti, kteří se na due diligence podílí, a kvalita informačního systému. Pro efektivnější práci při provádění potřebných analýz a prověrek vyžaduje due diligence tým výstupy především v Excelu. Některé informační systémy neumožňují výstup všech potřebných sestav do tohoto formátu. V otázce zaměstnanců se může stát, že ze strany cílové společnosti bude due diligence týmu přidělen zaměstnanec bez potřebných znalostí a kompetencí, který bude plnit pouze funkci zprostředkovatele a nebude moci rovnou poskytovat požadované dokumenty a odpovědi na položené otázky. Tímto jednáním se může celý proces due diligence výrazně prodloužit.

#### *3.9.4.1 Provedení prověrky*

Rozsah a stanovení prověřovaných oblastí záleží především na typu uskutečňované transakce. V případě nákupu podílu ve společnosti bude rozsah prověrky komplexnější a bude zahrnovat větší množství analýz. Jedná se o transakci rizikovější. V případě nákupu aktiva nebo souboru aktiv bude prověrka zaměřena na jiné oblasti a analýzy, jejichž rozsah bude užší. Specifickým typem transakce je nákup nehmotných aktiv, například databáze klientů, značky apod. Těmto transakcím se budu podrobněji věnovat v dalších kapitolách této práce.

S ohledem na skutečnost, že na většině due diligence projektů se podílí externí odborníci, je nutné zdůraznit, že hlavním subjektem, který je zodpovědný za rozhodnutí v rámci transakce, je management a vlastnicí kupující společnosti. V některých případech se vyskytuje tendence přenášet rozhodování o uskutečnění transakce a jejích podmínek na tyto externí odborníky. Ovšem jak je patrné z kapitoly o strategické vhodnosti cílového podniku a strategické due diligence, jedná se o komplexní problematiku spojenou s celkovou strategií kupující společnosti, nikoliv jen s výsledky due diligence dané cílové společnosti. Z tohoto důvodu se zásadně nedoporučuje přenášet zásadní rozhodnutí o transakci na externí odborníky, jejich funkce může být jedině poradenská.

Při uskutečnění transakce, jejímž předmětem je pořízení aktiv, se bude due diligence zaměřovat pouze na čísla související s těmito aktivy a souvisejícími závazky. Ověřování informací souvisejících s vybranými aktivy a závazky je výrazně jednodušší než ověřování v případě nákupu podílu. Bez ohledu na to, jaké druhy aktiv se pořizují, je třeba na začátku prověrky přesně specifikovat, co je předmětem transakce, které konkrétní aktivum nebo

soubor aktiv a jaké s tím související závazky přejdou na kupujícího, dále přesné rozvržení procesů a úkolů mezi jednotlivými členy týmů. Toto rozdělení umožní nejenom zefektivnit samotný proces prověrky, jeho délku, ale především se vyvarovat duplicitně prováděných prací. Při samotném provedení prověrky se nedoporučuje podcenit ani tak základní činnost, jakou je fyzická prohlídka aktiva, například vybraných zásob, revizi technického stavu budovy apod. Účast odborníka na technickou stránku se výrazně doporučuje. Například při pořízení zásoby pneumatik je třeba přivolat experta z gumárenského průmyslu, který dokáže vyhodnotit, zda i tato nová pneumatika, skladovaná v určitých podmínkách, odpovídá všem technickým požadavkům a její účetně vykázaná hodnota odpovídá její reálné hodnotě. V rámci inventury se provede revize, která určí, zda počet a hodnota položek, které jsou prezentovány kupujícímu, odpovídají skutečnosti. Po provedení fyzické revize se přistoupí k prověrce „papírového“ stavu. Ověřuje se dokumentace za celou dobu existence aktiva od okamžiku jeho pořízení. Vhodná je také dokumentace třetích stran, jako jsou přijaté faktury a smlouvy, doklady o provedených revizích a údržbě, dodací listy, potřebná schválení a povolení k provozu, pokud jsou potřeba.

Pokud se podíváme na proces finanční due diligence při pořízení podílu v cílové společnosti, můžeme rozšířit výše uvedené postupy a procesy vztahující se k prověrce při pořízení aktiv o další komplexnější prověrky a analýzy. Due diligence při nákupu podílu totiž vyžaduje především porozumění společnosti jako celku a podnikání, který tato společnost provozuje.

Z pohledu finanční stránky jsou nejvhodnějším zdrojem informací interní finanční zprávy, které umožní porozumět interním procesům, řízení a směřování cílové společnosti. Na začátku prověrky stojí vyžádání přehledu zpracovávaných zpráv a jejich stručný popis. Jeho součástí může být i seznam připravených finančních analýz, analýz vývojových trendů a dalších obdobných informací pro interní účely.

Po obdržení a výběru určitých zpráv začíná jejich analýza, která se věnuje především hledání a zdůvodnění významných odchylek v určitých ukazatelích nebo položkách účetních výkazů a také hledání a vyhodnocení vývojových trendů. Jako příklad lze uvést: V cílové výrobní společnosti je hlavní nákladovou položkou cena vstupních surovin – např. kaučuk, due diligence tým provádí vyhodnocení dosažených výsledků cílovou společností ve sledovaném období, s ohledem na vývojový trend ceny této suroviny nebo vyhodnocení nárůstu hodnoty zásob ve vztahu k vývoji tržeb – nárůst zásob a pokles tržeb

poukazují na určité problémy, např. v nákupní strategii nebo v dodavatelské nebo zákaznické bázi.

Nálezy z právní a daňové oblasti mají významné dopady na úpravy prováděné v rámci finanční due diligence. Pro zajištění úplnosti finanční due diligence je třeba zajistit průběžnou komunikaci s dalšími týmy a zapracování dopadů jejich zjištění do finanční oblasti. Příkladem jsou dopady soudních sporů na nárůst budoucích závazků a případný odtok peněžních prostředků. Zjištění pochybení v daňové oblasti může rovněž vést k výskytu významných závazků vůči správci daně a budoucím negativním dopadům nejenom na peněžní prostředky, ale i na dobrou pověst společnosti.

Pokud se jedná o přeshraniční transakce, je třeba prozkoumat i lokální specifika, jako je například povinnost tvorby penzijního fondu pro zaměstnance apod. Popřípadě při existenci odborů v kupované společnosti je potřeba pečlivě prozkoumat ve spolupráci s právníky, zda při změně vlastnictví nemůže dojít k dodatečným požadavkům odborů[23] a výskytu dodatečných závazků.

Rozsah práce týmu finanční due diligence závisí na podmínkách konkrétní transakce a rozhodnutí managementu kupující společnosti o míře rizika, které je ochoten podstoupit. V závislosti na těchto faktorech je následně vytvořen plán provedení prověrky a její načasování.

Výsledkem práce týmu finanční due diligence je detailní rozbor cílové společnosti, který umožní vytvořit komplexní obraz o stavu společnosti jako celku. Vzorový obsah zprávy z finanční due diligence a příklady prováděných úprav účetních výkazů jsou náplní samostatné kapitoly.

### 3.9.5 Účetní due diligence

Účetní due diligence ,jak již bylo stručně popsáno v předchozí subkapitole, se na rozdíl od finanční due diligence nezaměřuje na finanční stav společnosti jako celku v budoucnosti, ale pouze na věrnost a správnost prezentovaného účetnictví v současnosti. Jak každý odborník ví, účetnictví zdánlivě patří mezi exaktní vědy, ale v práci je zatíženo velkou mírou

[23] Příkladem může posloužit stávka zaměstnanců společnosti Mitas v dubnu 2017. Po dvou letech od provedení akvizice musel nový majitel České gumárenské společnosti švédská skupina Trelleborg začít jednání s odbory Mitasu o zvýšení základních mezd dělníků. V opačném případě hrozila generální stávka.

kreativity. V okamžiku přípravy společnosti k prodeji může nastat situace, kdy management začne používat agresivnější účetní metody a praktiky. Základem práce due diligence týmu je ověření dodržování interních účetních směrnic a funkčnosti vnitřních účetních systémů.

Účetní due diligence ověřuje nejen aktuálně existující čísla, ale také zohledňuje případné dopady plánované restrukturalizace v rámci uskutečněné transakce. Příkladem je aplikace předpokladu trvání podniku v situaci, kdy je plánováno ukončení jeho činnosti v důsledku fúze sloučením nebo splynutím. Narušení předpokladu trvání podniku má významný vliv na vykazované účetní údaje.

Z praktické stránky se může jednat například o řešení otázek tvorby a rozpuštění vytvořených opravných položek, zúčtování vytvořených rezerv, nutnosti uhradit dodatečné náklady při ukončení smluv, korektnost účtování časového rozlišení apod.

#### *3.9.5.1 Lidský faktor*

Provedení účetní due diligence je ovlivněno velkým množstvím faktorů. Jedním z nich je prověrka zaměstnanců cílové společnosti. Prověrka se provádí ve dvou rovinách:

- kdo se nachází v top a středním managementu;
- rozsah možného a popřípadě nezbytného propouštění.

Převážná většina informací, které je zapotřebí získat pro provedení due diligence, pochází z rukou vedení společnosti. Jak již bylo zmíněno výše, účetnictví může být velice flexibilní a dá se při vynaložení i poměrně malého úsilí přizpůsobit aktuálním potřebám. Minulost pracovníků odpovědných za účetní data může vypovídat o jejich postoji k riziku, schopnosti a ochotě podstoupit „optimalizaci“ vykazovaných údajů. Zjištění, že údaje pro due diligence jsou připraveny managementem s pokřivenou minulostí, může být také jedním z klíčových bodů, který povede k odstoupení od transakce.

Dalším úhlem pohledu na zaměstnance v oblasti účetní due diligence jsou náklady na případné propouštění zaměstnanců, ale zároveň i náklady na udržení zaměstnanců pro společnost klíčových. Po uskutečnění transakce je cílová společnost ve většině případů předmětem restrukturalizace, která vede k efektivnějšímu využívání zdrojů včetně těch lidských. Propouštění nese jednorázový nárůst nákladů, který je třeba zohlednit při rozhodování se o transakcích. Na druhou stranu klíčoví zaměstnanci mohou být nespokojeni s uskutečněním transakce nebo mohou mít strach ze ztráty svého místa, a proto začnou hledat

nové pracovní pozice u jiných společností. V tomto případě je zapotřebí zakročit a motivovat je, aby ve firmě zůstali. Nejčastějším motivačním prvkem, který se používá u středního a vyššího managementu, je poskytnutí opce na nákup akcií společnosti, což v budoucnu povede opět k nárůstu nákladů.

#### *3.9.5.2 Vztah s účetní společností a auditory*

Dalším faktorem, který ovlivňuje rozhodování due diligence týmu v rámci účetní prověrky a zároveň nepatří k tradiční kontrole poskytnutých „tvrdých“ dat, je zkoumání vztahu cílové společnosti s auditorem, popřípadě s externí účetní společnosti.

Častá změna auditora nebo účetní společnosti může být jedním z příznaků problémů a nesrovnalostí ve vykazovaných údajích anebo snahy manipulovat s čísly. Toto tvrzení je ovšem pouze jednou stranou mince. Na druhou stranu dlouhodobý vztah s auditorem nebo účetní společností vede k nastavení velice loajálních vztahů a tím i k vysoké míře ovlivnitelnosti účetního a auditora[24].

Nejvhodnější metodou provedení prověrky nezávislosti auditora a účetní společnosti je osobní setkání a diskuze, v jejímž rámci budou zodpovězeny následující otázky:

- Jak významný je tento klient pro auditorskou/účetní společnost?
- Existují rozpory mezi managementem a auditorem/účetní společností v otázce uplatňovaných účetních metod a pravidel?
- Setkal se auditor s překážkami ze strany klienta při provádění své práce?
- Jak velká je rotace zaměstnanců účetní společnosti na pracích pro daného klienta?
- Jak velká je rotace zaměstnanců auditorské společnosti provádějící audit u daného klienta?
- Jaká jsou nejdůležitější zjištění v rámci vedení účetnictví?
- Jaké nejvýznamnější návrhy oprav účetnictví nebo změny účetních politik byly navrženy a jak proběhla jejich implementace?

[24] V případě auditorů loajalitě by měla zabránit povinná rotace auditorů stanovená například Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 537/2014 ze dne 16. dubna 2014 o specifických požadavcích na povinný audit subjektů veřejného zájmu a o zrušení rozhodnutí Komise 2005/909/ES.

#### 3.9.5.3 Kritické oblasti účetní due diligence

Každá cílová společnost je jedinečná a potýká se s jinými účetními problémy a chybami. Ovšem účetní systémy jednotlivých států mají tendenci ke sjednocování svých pravidel a předpisů, a tak lze provést sumarizaci nejkritičtějších oblastí účetnictví, ve kterých se velmi často vyskytují chyby bez ohledu na obor, velikost a stát působení cílové společnosti. Kritické oblasti jsou prezentovány v níže uvedené tabulce.

Tabulka 6: Kritické oblasti účetní due diligence

| Oblast | Problém |
|---|---|
| Vedení účetnictví pro daňové účely | Účetní jednotky zjednodušují vedené účetnictví a podřizují ho především požadavkům daňových předpisů, nikoliv snaze vykázat věrný a poctivý obraz. |
| Výzkum a vývoj | Účetní předpisy jednotlivých států stanoví odlišná pravidla vykazování: kapitalizace vs. Vykázání v běžném období. |
| Koncept trvání podniku | Odpovídá předpoklad trvání podniku prezentovaný v účetnictví reálnému stavu? |
| Zaměstnanecké opce a penzijní fondy | Zobrazení v účetnictví v souladu s lokálními účetními standardy. |
| Chybějící rezervy na budoucí rizika | Účetní jednotky často opomíjí vykazování existujících potenciálních závazků. |
| Účtování bartrových transakcí | Bartrové transakce často nejsou předmětem účtování. |

| | |
|---|---|
| Transakce se spřízněnými stranami | Stanovení ceny obvyklé. |

Zdroj: vlastní zpracování

### 3.9.6 Due diligence při koupi značky

Specifickým případem due diligence je prověrka při nákupu značky – brandu. Dalo by se předpokládat, že due diligence v tomto případě není složitým procesem, protože se jedná o nákup aktiva. Ve skutečnosti se ovšem jedná o celkem náročný proces z toho důvodu, že se jedná o specifický druh nehmotného majetku, jehož budoucí hodnota je obtížně ocenitelná. Značka je často jediným důvodem, proč má kupující v úmyslu uskutečnit transakci. Příkladem může být již zmiňovaná akvizice Rolls Royce. V případech, kdy značka tvoří významnou hodnotu cílové společnosti, se doporučuje rozhodnout, zda je výhodnější uskutečnit transakci formou akvizice cílové společnosti anebo nákupem jediného aktiva. Otázkou ovšem je, zda je pro prodávajícího výhodné uskutečnit pouze prodej svého hlavního aktiva a ponechat si veškeré závazky a méně hodnotný majetek.

Due diligence při akvizici značky je třeba zahájit právní prověrkou. Otázka vlastnického práva k registrované značce není jediným právním aspektem, který je zkoumán v rámci právní due diligence. Právní prověrka musí poskytnout odpověď na následující otázky:

- Jaká práva spadají pod registrovanou značku?
- Jsou práva registrována na všech relevantních teritoriích?
- Je značka vhodně chráněná?
- Jsou práva ke značce převoditelná, mohou se prodat?
- K jak velkým ztrátám dochází kvůli padělání značky?

Po ověření právní stránky je nutné stanovit cenu transakce. Právě určení, zda je pro kupujícího požadovaná cena adekvátní, je nejnáročnějším úkolem due diligence při nákupu značky. Prověrka se dá rozdělit na dvě oblasti – (i) cena značky a (ii) přínos pro kupujícího.

K určení hodnoty samotné značky lze přistupovat různě. Níže uvádím jeden z doporučených postupů.[25]

[25] http://brandirectory.com/glossary/definition/brand_due_diligence

Při jeho aplikaci je proces stanovení hodnoty rozdělen na vyhodnocení odpovědí na určitý okruh otázek ke specifickým oblastem:

1. **Analýza trhu a s tím spojených rizik**
   - Celkové porozumění rizikovému profilu odvětví.
   - Nachází se odvětví ve fázi růstu, nebo poklesu?
   - Jaká je závislost odvětví na vývoji externích, sociálních, politických, technologických a environmentálních faktorů?
   - Jak internet a e-commerce ovlivňují distribuční kanály na daném trhu?
2. **Analýza konkurence a s tím spojených rizik**
   - Kdo je lídrem na trhu a jaká je jeho strategie a tržní chování?
   - Jací další významní konkurenti působí na daném trhu a jaký je jejich vztah k trhu, zda ho následují, vytváří nebo vyplňují díru na trhu? Jaká je jejich strategie?
   - Jaké jsou překážky vstupu na trh?
3. **Analýza značky a s ní spojených rizik**
   - Je rozvoj značky řízen?
   - Jaké je portfolio cílových zákazníků?
   - Jaká je cenová strategie?
   - Jaká je úroveň marketingové podpory značky?
   - Je značka natolik silná, že by mohla měnit okolní tržní prostředí?
   - Jak velké riziko poškození dobrého jména značky existuje a jak se proti tomu dá bránit?
   - Jaké je riziko produktového selhání?
   - Etické a environmentální problémy spojené se značkou.
4. **Analýza podnikání, které spadá pod značku**
   - Existuje trvale udržitelná konkurenční výhoda?
   - Inovace produktu.
   - Výrobní kapacity.
   - Struktura distribučních kanálů.
   - Kvalita souvisejících služeb a zaměstnanců.
   - Variabilita úpravy prodejní ceny nebo nákladů.
   - Loajalita zákazníků.

Na základě provedené analýzy a odpovědí na výše položené otázky bude stanovena hodnota značky.

Další složkou kupní ceny, kterou je kupující ochoten zaplatit, je přínos značky pro hodnotu jeho vlastní společnosti. Například kupující je velká mezinárodní společnost se širokou sítí distribučních kanálů. Díky použití existujících podmínek kupující společnosti může koupená značka přinést výrazně vyšší výnosy než u prodávajícího. Začlenění nové značky do portfolia kupujícího může přinést i další synergické efekty. Výhody, které poskytne začlenění značky do portfolia kupujícího, je třeba snížit o výši předpokládaných integračních nákladů.

### 3.9.7 Další druhy due diligence

V předchozích kapitolách byly popsány tradiční druhy due diligence, které jsou součástí každé transakce, specifický druh prověrky – due diligence značky a často opomíjená due diligence strategické vhodnosti. Tento výčet není zdaleka úplný, proto další druhy due diligence, cíle jejích zaměření a závěry jsou sumarizovány v následujícím přehledu.

Tabulka 7: Druhy due diligence

| Druh due diligence | Zaměření prověrky | Závěry prověrky |
|---|---|---|
| Komerční | Dynamika trhu, konkurenční postavení cílové společnosti, obchodní plány. | Udržitelnost budoucích zisků, formulace budoucí strategie společného podnikání, vliv na ocenění. |
| Lidských zdrojů a kulturní | Organizační struktura a kultura, smluvní závazky k zaměstnancům, loajalita a motivovanost zaměstnanců. | Odhalení závazků k zaměstnancům, vyhodnocení nákladů na lidské zdroje, dosažení kulturní integrace, rizika spojená s integrací společnosti a nutností reorganizace. |
| Environmentální | Závazky, vyplývající z provozování výroby, soulad s regulatorními požadavky. | Potenciální závazky, povaha a výše nákladů na nápravu nebo předcházení environmentálních škod. |
| Informačních technologii | Výkonnost, vlastnictví a vhodnost existujícího systému. | Možnost integrovat systémy obou společností a náklady na integraci, plány na efektivní provoz IT systému. |
| Technická | Výkonnost, vlastnictví a vhodnost existujícího systému. | Hodnota a udržitelnost existujících výrobních technologií. |
| Provozní | Výrobní techniky, opodstatněnost existujících technologií. | Vhodnost nastaveného procesu, návrhy na zlepšení, požadované investice. |
| Duševního vlastnictví | Platnost, trvanlivost a ochrana patentů aktiv duševního vlastnictví. | Exspirace a náklady na udržitelnost a ochranu. |

Zdroj: Howson (2003)

# 4 Realizace projektu

## 4.1 Kroky před zahájením due diligence

Každý due diligence projekt je jedinečný a je třeba k němu přistupovat se zvláštní péčí od samého počátku, tedy od fáze plánování. To začíná u samotného kupujícího, který především musí přesně definovat, co přesně od procesu due diligence očekává a co musí být jeho výstupem. Bez tohoto uvědomění si na straně kupujícího není možné dát přesné zadání due diligence týmům, což povede k plýtvání času a prostředků. Howson (Howson, 2003) doporučuje odpovědět na následující otázky:

- Jaká je podnikatelská strategie kupujícího?
- Jakou roli hraje transakce v této strategii?
- Odpovídá cílová společnost požadavkům strategie?
- Je kupující připraven na proces due diligence?
- Které oblasti je třeba prověřit a proč?
- Co je třeba zjistit v těchto prověřovaných oblastech?
- Je s ohledem na stanovené termíny k uzavření kupní smlouvy nebo vypršení exkluzivního předkupního práva na uzavření kupní smlouvy dostatek času na provedení due diligence?
- Zná kupující synergie, jejichž dosažení plánuje pomocí transakce? Pokud ano, které oblasti je třeba prozkoumat detailně pro ověření schopnosti realizovat očekávané synergie?
- Určil kupující maximální cenu, kterou je ochoten zaplatit za cílovou společnost?
- Je připraven implementační plán pro zjištění v rámci due diligence?
- Byla stanovena materialita pro zkoumání v rámci due diligence?
- Je prodávající obeznámen s procesem due diligence?
- Byly dohodnuty podmínky přístupu k informacím a klíčovým lidem?

Výše položené otázky jsou východiskem plánování procesu due diligence. Jakmile je na straně kupujícího stanovena jasná představa o procesu prověrky, je nutno na jejím základě vybrat oblasti, kterým se due diligence bude věnovat. Jak již bylo uvedeno v kapitole 3.9., která popisuje druhy due diligence, prověrka se může provádět v oblasti otázek právních, finančních až po oblast lidských zdrojů a životního prostředí. Kupující ovšem není schopen zkontrolovat všechny oblasti z důvodu vysokých nákladů due diligence a její časové

náročnosti. Proto musí zvolit jen klíčové druhy due diligence, které hrají nejvýznamnější roli pro danou transakci.

Při volbě oblastí, které budou předmětem prověrky, není možno definovat všeobecně platné pravidlo. Volba vychází ze základního podnikatelského myšlení, tedy jaká je klíčová oblast podnikání cílové společnosti. Pokud se jedná o společnost, jejímž přínosem je především know-how ve formě jedinečných výrobků a patentu, mělo by se due diligence zaměřovat především na právní otázky ochrany a registrace duševního vlastnictví. U cílové společnosti podnikající v chemickém průmyslu bude patrně zásadní roli hrát environmentální due diligence. Rizikové oblasti jsou specifické jak pro jednotlivá odvětví, tak i pro jednotlivé společnosti.

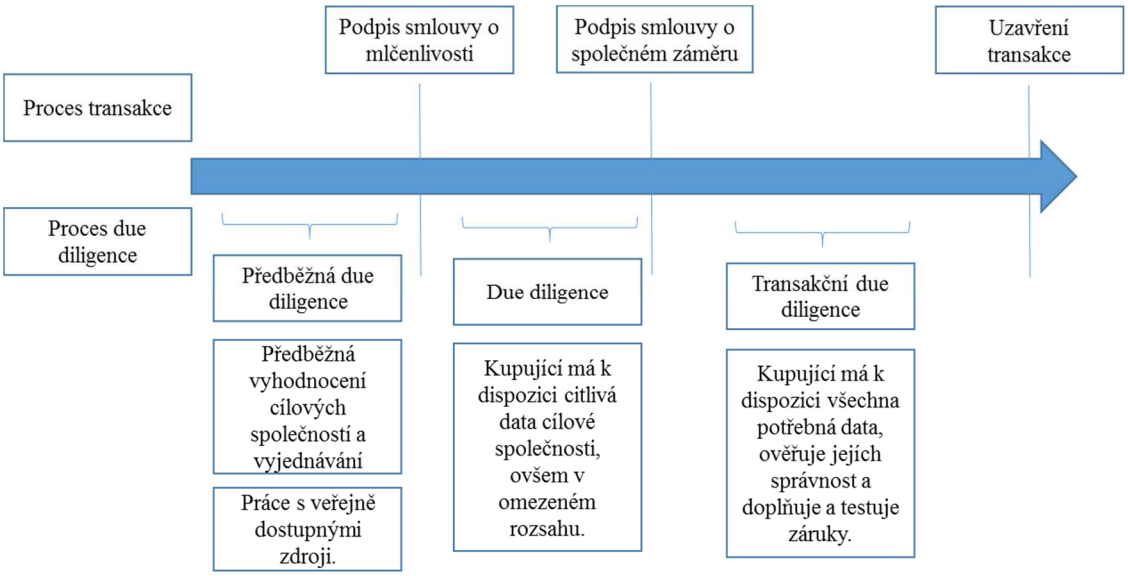
Jakmile jsou určeny oblasti prověrky, je nutno stanovit její rozsah, což již bylo popsáno v rámci definice jednotlivých druhů due diligence. Na tomto místě jen pro úplnost doplním, že rozsah práce se odvíjí od toho, jakou míru rizika pociťuje management kupujícího v jednotlivých oblastech a jakou míru informací o těchto oblastech již má k dispozici.

V okamžiku, kdy kupující má ze své strany jasnou představu o tom, co by mělo být předmětem due diligence a v jakém rozsahu by měla být prověrka provedená, je na místě začít formovat due diligence tým. V převážné většině případu se tým skládá z interních a externích odborníků, ovšem není to pevně dané pravidlo a je možné uskutečnit prověrku pouze vlastními sílami se zapojením pouze odborníků z vlastních řad. Pravidlem ovšem je, že sám kupující a jeho interní tým nehrají pouze pasivní roli při přijímání a vyhodnocování informací získaných od externích poradců, ale interní tým je aktivním účastníkem při provádění due diligence.

Due diligence je dlouhodobý projekt, který se realizuje po celou dobu transakce, a s ohledem na jeho fáze se dá předinvestiční prověrka rozdělit do následujících tří částí, které jsou zároveň prezentovány na níže uvedeném schématu:

- Předběžná due diligence.
- Hlavní due diligence.
- Due diligence před uzavřením kupní smlouvy.

Obrázek 4: Proces due diligence v procesu transakce




Zdroj: vlastní zpracování

Předběžná due diligence je zahájena ještě před tím, než jsou zahájena jednání s potenciální cílovou společností resp. s potenciálními cílovými společnostmi. Interní M&A tým shromažďuje a analyzuje veřejně dostupné informace o cílové společnosti, provádí základní analýzu a specifikuje případné rizikové oblasti na základě zveřejněných účetních výkazů, celkového vývoje odvětví a konkurence.

Pokud na základě limitovaných, veřejně dostupných informací zájem kupujícího o cílovou společnost přetrvává, začínají jednání o možnosti fúze nebo akvizice. V tuto chvíli jsou vyžadovány důvěrnější informace o společnosti, které vzhledem k jejich povaze mohou být poskytnuty pouze po podpisu dohody o společném záměru (LOI (letter of intent)). Dohoda o společném záměru musí obsahovat základní rysy plánované transakce, které jsou předmětem následného jednání mezi kupujícím a prodávajícím. V tomto okamžiku převážná většina záměrů uskutečnit transakci zůstává nezveřejněná: cílová společnost nemá zájem na vyvolání obav mezi dodavateli, financujícími bankami a zaměstnanci, kupující nemá zájem o přivolání konkurenčních nabídek. Společně s dohodou o společném záměru se obvykle podepisuje smlouva o mlčenlivosti, na jejímž základě jsou poskytnuty všechny dokumenty potřebné k provedení due diligence ve stanoveném rozsahu.

## 4.2 Práce s externími poradci

Převládající praxi představuje due diligence tým, který se skládá z interních a externích odborníků. Spolupráce s externími poradci přináší jak svoje významné výhody, tak i řadu dodatečných bodů, které je třeba sledovat a plánovat.

Výhody spolupráce s externími poradci je možné přehledně sumarizovat do následující tabulky:

Tabulka 8: Výhody spolupráce s externími poradci

| | |
|---|---|
| Odbornost | • Specializace v určité oblasti.<br>• Schopnost nejen identifikovat problém, ale navrhnout jeho řešení. |
| Vyhodnocení | • Schopnost posoudit závažnost zjištěného problému a jeho dopadů na transakci. |
| Zkušenosti | • Praktické znalosti získané z předchozích projektů.<br>• Možnost rychlejší a efektivnější práce. |
| Zdroje | • Externí odborníci doplňují nedostatek interních odborných zdrojů kupujícího.<br>• Díky tomu se urychluje celý proces transakce. |
| Objektivnost | • Externí poradci nejsou ovlivněni interními zájmy kupujícího, a proto přináší nezávislé posouzení včetně negativních zpráv. |

| | |
|---|---|
| Diskrétnost<br>Anonymita | • Dva faktory, které jsou mnohem snáze dosažitelné v profesionálních poradenských kancelářích než při využití interních zdrojů kupujícího. |

Zdroj: vlastní zpracování

Aby bylo výše sumarizovaných výhod dosaženo v plném rozsahu, je třeba dodržovat určité zásady při spolupráci s poradci. Spolupráce s externími odborníky často vyvolává u managementu kupující společnosti tendenci plně přenechat odpovědnost a řízení due diligence dané oblasti na zvolených poradcích. Podobný přístup vede k výskytu zásadních chyb a prodlužování due diligence. Základním bodem spolupráce s poradci je nutnost podrobně nadefinovat očekávané výstupy jejich práce a stanovit pravomoci a odpovědnost. Kontrola a řízení celého projektu musí zůstat v rukou odpovědné osoby ze strany kupujícího. Stejné pravidlo platí i v otázce přijetí rozhodnutí: poradce dává jen rady, kupující přijímá rozhodnutí.

Pro zahájení práce musí mít externí tým k dispozici následující informace:

- důvody, cíle a struktura transakce;
- významnost informací (materialita);
- oborová rizika, pokud kupující je s nimi obeznámen;
- načasování due diligence;
- přesná očekávání od výstupu due diligence;
- další týmy, se kterými externí poradce bude spolupracovat a vyměňovat si informace včetně komunikační matrice.

Není možné přesně stanovit, jak si kupující společnost má vybrat externí poradce. V praxi převládá postup, kdy je navázán kontakt a jsou prověřeni poradci zastřešující klíčové oblasti, a to převážně na základě referencí a jejich předchozích zkušeností, a následně klíčový poradce doporučuje poradce, kteří mohou zastřešovat ostatní oblasti prověrky.

Při podpisu smlouvy o poskytování poradenství je nutno mimo jiné určit složení týmu, doporučuje se tuto informací zahrnout i do smlouvy o spolupráci.

Práce due diligence týmů začíná poté, co je podepsána smlouva o spolupráci. Smlouva o spolupráci obvykle obsahuje následující informace:

- rozsah práce;
- povaha služeb;
- zdroje a přístupy k informacím;
- formát, obsah a rozsah zprávy;
- poskytování zprávy ostatním spolupracujícím poradcům;
- časový harmonogram;
- odpovědné a kontaktní osoby ze strany poradce, kupujícího a prodávajícího;
- odměna;
- důvěrnost;
- omezení ručení za způsobené škody.

Po podpisu smlouvy o spolupráci přistupují externí poradci k provedení due diligence.

V rámci provedené rešerše jsem analyzovala výzkum provedený Wangerinem (Wangerin, 2011) v rámci jeho disertační práce, v níž se snažil prokázat závislost mezi částkou vynaloženou na externí poradce v rámci procesu due diligence a úspěšností transakce. Dle SFAS 141[26] mají společnosti, které se zúčastnily transakcí s podniky, zveřejnit částku vynaloženou na poradenské služby při transakci. Autorovi se nepodařilo prokázat vzájemnou závislost mezi náklady na poradenské služby a úspěšností transakce, a to ze dvou důvodů:

- Povinnost zveřejnit náklady na poradenské služby vzniká pouze za podmínky, že se jedná o náklad významný. Proto část společností, které byly součástí zvoleného vzorku, vykazovaly nulové náklady na poradce, což ovšem neznamenalo, že externí poradci nebyli využiti.
- Nebylo možné přiřadit zveřejněné náklady na externí poradce konkrétní fázi transakce a od toho odvodit, zda se jednalo o náklady na provedení due diligence.

[26] SFAS 141 je americký účetní standard upravující transakce s podniky. Americké účetní standardy jsou vydávány FASB (Financial Accounting Standards Board).

V rámci evropských publikací se nepodařilo nalézt podobný průzkum, ani vlastní průzkum autorky při použití databáze Mergermarket neumožnil ověřit Wangerinův předpoklad závislosti nákladů vynaložených na externí poradce na úspěšnost realizovaných transakcí.

## 4.3 Dostupnost informací

Proces due diligence začíná zasláním seznamu požadovaných informací osobě odpovědné za výměnu informací na straně prodávajícího. Evidence se obvykle vede v jednotném seznamu otázek a odpovědí, tzv. Q&A listu, ve kterém se uvádí jak požadavky na dokumenty, tak i doplňující otázky. Aby nedocházelo k duplicitnímu vyžadování dokumentů a dotazování, bývá seznam otázek a odpovědí zpřístupněn všem due diligence týmům. Na všech zúčastněných stranách jsou stanoveny osoby odpovědné za správu přehledu otázek, který je po nějakou dobu jedním z hlavních komunikačních kanálů.

Due diligence vyžaduje velký objem informací a potřebu zpřístupnění velkého množství dokumentů. Ty jsou umísťovány do tzv. dataroomu,[27] což je prostor k tomu určený. Přístup do dataroomu bývá umožněn pouze po podpisu dohody o mlčenlivosti[28] a jen osobám, které jsou předem určeny. Přístup k informacím může mít dvě podoby:

- fyzický;
- virtuální.

Díky moderním technologiím jsou fyzické dataroomy používány spíše výjimečně. Jedná se o místnost, kde jsou shromážděny všechny vyžádané dokumenty v papírové podobě. Pro zvýšení důvěryhodnosti prodávajícího a zároveň omezení přístupu due diligence týmů do prostor prodávajícího, bývají tyto dataroomy umístěny v prostorách zastupující právní nebo jiné poradenské kanceláře. Přístup do těchto prostor je omezen na předem vymezené osoby a pouze po určitou dobu a v určitých hodinách. Často jsou stanovena dodatečná pravidla práce s informacemi umístěnými v těchto prostorách, například se může jednat o zákaz pořizování kopií a odevzdání mobilních telefonů a jiných elektronických zařízení před vstupem do určené místnosti.

[27] V českém překladu informační místnost, nicméně český ekvivalent je pro odborníky, zabývajícími se due diligence, naprosto neznámý.
[28] Dohoda o mlčenlivosti je český ekvivalent v praxi častěji používaného pojmu NDA neboli Non-Disclosure Agreement. Jedná se o smlouvu, která chrání před předáním citlivých informací, které byly zpřístupněny mezi dvěma stranami, třetí osobě.

Virtuální dataroom je forma zpřístupnění požadovaných dokumentů, které je běžnější než výše popsaná varianta, a počet poskytovatelů této služby s každým rokem roste. Dokumenty jsou umístěny na bezpečných datových uložištích a jsou přístupné pouze na adrese, která se zasílá určeným osobám a pouze po zadání hesla. Používání virtuálního dataroomu může být také omezeno určitými pravidly:

- Možnost tisku dokumentů, případně množství dokumentů, které lze vytisknout.
- Možnost stahování dokumentů.
- Časová omezenost přístupů buď na určitý počet přihlášení, nebo na určité období.
- Další.

Výhodou virtuálního dataroomu je možnost dálkového přístupu k dokumentům uloženým „na druhém konci světa“ a práce s nimi v jakoukoliv hodinu 7 dní v týdnu.

V dataroomu jsou k dispozici nejenom požadované dokumenty, ale také výše zmíněný seznam otázek a odpovědí na ně, včetně dodatečně umístěných dokumentů.

Po obdržení všech požadovaných informací začíná jejich zpracovávání a sepisování do zprávy o provedené prověrce, tzv. due diligence report.

## 4.4 Zpráva o provedené prověrce na příkladu finanční due diligecnce

Zpráva za provedené due diligence je hlavním výstupem procesu due dilgence, ve které jsou popsány prověřované oblasti, současný stav, rizika, budoucí vývoj a očekávané návrhy na řešení problémů a opatření. Forma zprávy a její rozsah jsou předem definovány ve smlouvě nebo zadávacím dopise. Vzhledem ke všeobecně přítomnému nedostatku času bývá v posledních letech oproti plné zprávě, která obsahuje desítky stránek, upřednostňovaná stručná forma tzv. red flag zprávy, kde jsou strukturovaná a sumarizovaná hlavní zjištění due diligence a návrhy na opatření.

Úvodní část zprávy je věnována popisu struktury transakce, jak ji rozumí externí poradce. Následuje souhrn provedených prací, soulad s ujednaným rozsahem práce a případně i popis omezení a důvodů, které neumožnily provést práce v předem sjednaném rozsahu. Uvádí se termíny schůzek a jména pracovníků, se kterými due diligence tým prováděl rozhovory.

Samotná struktura zprávy záleží na interní kultuře a zvyklostech poradenské společnosti provádějící due diligence.

Obvykle následuje popis prověřované společnosti, vlastnickou strukturou, historií společnosti a její aktuální situací a pozicí na trhu, včetně základních ukazatelů, jako jsou výnosy, počet zaměstnanců apod.

Dosahované výsledky společnosti jsou jedním z klíčových bodů hodnocených v rámci finanční due diligence, proto údajům prezentovaným ve výkazu zisku a ztráty je věnována zvláštní pozornost. Dosažené výnosy mohou být analyzovány z pohledu jednotlivých divizí, trhů nebo výrobků. Sleduje se i meziroční vývoj za stanovené období, případné výkyvy jsou následně předmětem podrobnější analýzy.

Analýze podléhá i skladba zákaznického portfolia a z toho vyplývající závislost na některých odběratelích a predikce případného budoucího vývoje a udržitelnosti výnosů. Obvykle se zkoumá podíl pěti až deseti nejvýznamnějších odběratelů na celkových výnosech. Dále se analyzuje výnosnost jednotlivých zákazníků a důvody odchylek.

Po analýze odběratelů se pokračuje na výnosové straně s analýzou produktového portfolia, a to z pohledu váhy jednotlivých produktů na celkových tržbách a ziskovosti jednotlivých produktů nebo skupin produktů.

Na nákladové straně se popisuje závislost na jednotlivých dodavatelích[29], vývoj ceny surovin a dalších vstupů, podíl jednotlivých složek nákladů na celkových nákladech společnosti spolu s doporučeními na jejich případné snižování a upozornění na případná rizika.

Předmětem zkoumání není jenom historický vývoj společnosti, ale především jeho budoucí předpoklady. Část zprávy je obvykle věnována plánům a rozpočtům cílové společnosti na několik následujících období a vyhodnocení pravděpodobnosti jejich dosažitelnosti. Popis má dvě složky: historickou a budoucí. Historické ověřování je založeno na vyžádání rozpočtů z minulých let a vyhodnocení jejich přesnosti s ohledem na již existující skutečné výsledky. Budoucí složka se odvozuje od závěrů historického ověřování, tedy jaká je obvyklá odchylka dosažitelnosti plánovaných rozpočtů oproti reálně dosahovaným výsledkům. Zároveň jsou vyhodnoceny podklady, které umožňují vyhodnotit pravděpodobnost dosažení predikovaných hodnot jako například seznam objednávek,

[29] V případě závislosti na některém z dodavatelů je třeba kontaktovat tým provádějící právní due diligence a požádat o podrobnější prozkoumání smluv uzavřených s tímto dodavatelem.

uzavřené smlouvy s odběrateli, uzavřené smlouvy s dodavateli na nákup surovin, plán vývoje nových výrobků apod.

Výše popsané body jsou východiskem pro celkovou analýzu ziskovosti cílové společnosti a návrh úprav ukazatelů,[30] vstupujících do výpočtu kupní ceny transakce. Úpravám výkazu zisku a ztrát je věnovaná kapitola 4.5.

Analýza významných položek rozvahy je další povinnou součástí výstupů z finanční due diligence. Výběr položek záleží na konkrétní společnosti, oboru podnikání a zájmu kupující společnosti. Obvykle se u výrobních a obchodních společností testují zásoby na jejich obratovost, kvalitu a stanovení jejich reálné hodnoty. Provádí se analýza pohledávek a závazků především z pohledu jejích složení a doby splatnosti. Následně se pracuje s vývojem čistého pracovního kapitálu v průběhu roku a provádí se analýza odchylek jeho vývoje včetně doporučení jeho optimalizace.

Pokud společnost vlastní hodnotná fixní aktiva, provádí se i analýza z pohledu jejich technického stavu a nutnosti oprav, četnosti prováděných oprav a objemu provedených investic. Další funkcí due diligence týmu je identifikace aktiv, která nejsou v souladu s hlavním záměrem fúze kupujícího a za které by bylo zbytečné hradit kupní cenu. Je také třeba zjistit, zda jsou tato aktiva prodejná na běžném trhu pro případ, že by prodávající nebyl ochoten si tato aktiva ponechat.[31]

V závěru zprávy se obvykle vyhodnocuje kvalita poskytnutých finančních informací: jaké zdroje byly předloženy, zda se jednalo o auditované účetní výkazy, zda byly nalezeny chyby při vedení účetnictví atd.

Vzhledem k tomu, že due diligence tým je především poradcem kupujícího, zpráva musí obsahovat nejen konstatování zjištěných faktů, ale především doporučení a návrh řešení.

## 4.5 Analýza výkazů a úpravy výkazů v rámci finanční due diligence

Pro většinu kupujících je prozkoumání účetních výkazů nejdůležitějším bodem celého procesu nabytí podniku. Tvrdá čísla, která jsou v nich uvedená, jsou záchytným bodem, který může hodně vypovědět o firmě, jejím finančním zdraví a možnostech budoucího

[30] V převážné většině případů se jedná o EBITDA, případně EBIT.

[31] V praxi si představit, že „flotilu“ užitkových automobilů lze poměrně snadno prodat, zatímco na zakázku vyrobený portálový jeřáb pro vykládku v říčním přístavu je prakticky neprodejný, resp. prodejný za cenu šrotu.

vývoje. Informace jsou získávány z klasických účetních výkazů: rozvahy, výkazu zisku a ztráty, výkazu cash flow a výkazu o změnách vlastního kapitálu. V návaznosti na zjištěné informace se provádí další šetření, které může vyžadovat např. předložení smluv, pohovory s managementem atd.

Při prověřování hmotných aktiv musí kupující zaměřit svoji pozornost na jejich skutečnou hodnotu. Primárně by se měl zabývat aktivy, která jsou používána pro hlavní podnikatelskou činnost. Podstatná je nejenom jejich reálná hodnota, ale i způsob financování. Dále je hodnota majetku často klíčovým faktorem pro banky, pokud jej využívají jako zástavu za poskytnutý úvěr. Reálná hodnota nemusí být vždy nižší než historická cena. Například u pozemků a atraktivních budov se cena může i zvyšovat, rozvaha pak obsahuje tzv. skrytou rezervu; to ve svém důsledku může navýšit cenu transakce.

V dalším kroku se tým due diligence podívá na hodnotu majetku, který není používán pro hlavní předmět činnosti. Skutečné hodnoty mohou být nižší, protože nejde o zdroj tvořící hodnotu. Ovšem musí se brát ohled na zastarání a nutnost oprav, které mohou navyšovat hodnotu čistého dluhu.

Pro provedení výše zmíněných kroků se využívají i některé finanční ukazatele, jež uvádějí např. Knápková a Pavelková (Knápková & Pavelková, 2012). V oblasti rozvahy se setkáme s výpočtem a interpretací následujících ukazatelů:

- „Běžná likvidita – ukazuje nám poměr oběžných aktiv a krátkodobých závazků. Tzn. kolikrát je podnik schopen pokrýt své krátkodobé závazky oběžnými aktivy. Jeho doporučená hodnota se pohybuje v rozpětí 1,8–2,5. S jeho růstem klesá riziko platební neschopnosti.
- Zadluženost – udává poměr vlastních a cizích zdrojů. Určitá míra zadluženosti je pro podnik užitečná a výhodná.
- Čistý pracovní kapitál – oběžná aktiva minus krátkodobé závazky. Ukazatel nám říká, kolik aktiv v podniku zůstane po úhradě krátkodobých závazků, a vypovídá o efektivnosti finančního řízení.
- Pohotová likvidita – ukazuje krytí krátkodobých závazků likvidními krátkodobými aktivy. Jedná se tedy o poměr oběžných aktiv vyjma zásob ke krátkodobým závazkům.

Ve výsledovce sledujeme poměry následujících veličin:

- Příspěvek na úhradu (Contribution margin) – vypočítá se jako rozdíl celkových výnosů z produktů a jeho variabilních nákladů. Jedná se o podstatné kritérium při rozhodování o ceně produktu a jeho budoucnosti. Často se využívá modifikace tohoto ukazatele na jednotku produkce.
- Obchodní marže – jedná se o rozdíl nákladů na prodané zboží a výnosů z prodaného zboží.
- EBITDA (výsledek hospodaření před úroky, odpisy a zdaněním), EBIT (výsledek hospodaření před úroky a zdaněním), EBT (výsledek hospodaření před zdaněním) a z nich odvozené ukazatele jako krytí úroků z EBIT, poměr EBIT k tržbám apod. Ukazatel EBITDA je považován za nejdůležitější kritérium při hodnocení předmětu finančního due diligence, proto mu bude věnována pozornost v následujícím textu.“

Dále dle charakteru hodnoceného podniku a požadavků zadavatele due diligence se mohou využít i další finanční ukazatele jako P/E – poměr tržní ceny akcie k ročnímu zisku na akcii, EPS – čistý zisk na akcii, doba návratnosti atd.

Ukazatel EBITDA je spolu s ukazatelem čistého pracovního kapitálu a čistého dluhu součástí kalkulace prodejní ceny cílové společnosti. EBITDA se vypočte:

- EBITDA = výnosy – náklady + odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku + pravidelně se opakující úroky + daň z příjmů právnických osob.

Umožňuje meziroční porovnání a vyhodnocení výkonnosti. Hodnota firmy je pak stanovená jako x násobek upraveného ukazatele a je základem pro cenová vyjednávání při koupi podniku. Následující tabulka uvádí možnost odvození ukazatele EBITDA a strukturování údajů z výkazu zisku a ztráty pro potřeby analýzy prováděné v rámci due diligence.

Tabulka 9: Transformace struktury výkazu zisku a ztráty pro potřeby due diligence

| *Měna: Kč tis.* | **2010** | **2011** | **2012** | ***Složená roční míra růstu 2012/2010 (%)*** |
|---|---|---|---|---|
| **Výnosy** | **850 000** | **740 000** | **1 600 000** | ***37,2*** |
| Spotřeba materiálu a energií | -250 000 | -230 000 | -410 000 | *26,0* |
| Služby | -100 000 | -125 000 | -150 000 | *22,5* |
| Osobní náklady | -410 000 | -245 000 | -820 000 | *41,4* |
| Ostatní provozní výnosy a náklady | -500 | -3 500 | -5 000 | *216,2* |
| **EBITDA** | **89 500** | **136 500** | **215 000** | ***55,0*** |
| Odpisy | -40 000 | -30 000 | -35 000 | *-6,7* |
| **EBIT** | **49 500** | **106 500** | **180 000** | ***90,7*** |
| Úroky | 6 000 | 70 000 | -5 000 | *Nelze vypočítat* |
| Ostatní čisté finanční výnosy/náklady | -3 000 | 800 | 1 700 | *Nelze vypočítat* |
| **EBT** | **52 500** | **177 300** | **176 700** | ***83,5*** |
| Mimořádné výnosy/náklady | -7 000 | -17 000 | -25 000 | *89* |
| Daň z příjmu | -3 000 | 3 000 | -500 | *-59,2* |
| | **42 500** | **163 300** | **151 200** | ***88,6*** |
| *Meziroční změna výnosů v %* | *6,3* | *-12,9* | *116,2* | *329,5 pb* |
| *Meziroční změna EBITDA v %* | *-55,3* | *52,5* | *57,5* | *Nelze vypočítat* |
| *EBIT marže v %* | *5,8* | *14,4* | *11,3* | *39,6pb* |
| *Spotřeba materiálu a energií jako % z výnosů* | *48,2* | *33,1* | *51,3* | *3,2pb* |
| *Náklady na služby jako % výnosů* | *29,4* | *31,1* | *25,6* | *-6,7pb* |
| *Osobní náklady jako % výnosů* | *11,8* | *16,9* | *9,4* | *-10,8pb* |

Zdroj: vlastní výpočty

Jak je patrné z výše uvedené tabulky, ukazatel EBITDA je stanoven na základě účetních dat a je třeba prozkoumat jejich správnost a relevantnost, v případě zjištěných skutečností se provede její úprava. Postupně jsou rozebrány složky všech kategorií aktiv a pasiv, následně je analyzována výsledovka. Podrobnější informace o jednotlivých účetních výkazech a jejich položkách uvádí mimo jiné Kovanicová (Kovanicová, 2012). V následujícím textu budou popsány základní body, na které se tým due diligence zpravidla soustředí při analýze rozvahy společnosti.

Pro správné provedení analýzy je třeba si připomenout kritéria členění dlouhodobého majetku. Ten se člení na dlouhodobý hmotný, dlouhodobý nehmotný a dlouhodobý finanční majetek. Dlouhodobý hmotný majetek můžeme následně rozdělit na nemovitý, movitý a drobný.

Při analýze nemovitého majetku začíná tým due diligence kontrolou vlastnických práv. Jsou vyžádány výpisy z katastru nemovitostí, které nám poskytnou nejenom informace o vlastníkovi, ale také o veškerých omezeních, jako jsou věcná břemena, zástavní práva atd. Zjištěné skutečnosti mohou mít vliv na úpravu kupní ceny. Následně se musí vyhodnotit skutečná hodnota získávaných nemovitostí. Po vyžádání odpisového plánu se dá vypočítat procento odepsanosti majetku. V případě budov se vyhodnotí jejich skutečný technický stav a potřeby nákladných oprav v nejbližší budoucnosti. Často nastává situace, že před prodejem podniku začíná management ve snaze vylepšit finanční výsledky šetřit náklady na opravu a údržbu. Tím pádem se tento závazek přesouvá na nabyvatele. Ovšem nemusí se jednat pouze o zjištění negativně ovlivňující hodnotu cílové společnosti. Může nastat situace, kdy skutečná hodnota nabývaných nemovitostí je vyšší než účetní, pak vzniká tzv. skrytá rezerva. (viz výše).

V případě movitého majetku se tým due diligence v první řadě zajímá o jeho skutečný stav, zda reálné opotřebení odpovídá stavu v účetnictví. Při zjištění významných odchylek jsou navržené opravné položky nebo vyřazení majetku. V případě, že došlo k prodeji majetku, je třeba vyhodnotit, jestli se jednalo o běžnou činnost. Pokud ne, musí se provést úprava ukazatele EBITDA.

Drobný hmotný majetek musí být analyzován důkladně. I přestože se jedná o majetek nižších hodnot, v souhrnu může jít o významné částky. Vymezení drobného majetku najdeme v české legislativě ve vyhlášce 500/2002 Sb., která jej vymezuje jako

majetek s dobou použitelnosti nad 1 rok. Cenovou hranici si účetní jednotka stanoví sama. Nejčastěji se použije částka 40 000 Kč, která je stanovená daňovými zákony pro zařazení položky do majetku. Majetek, který nedosáhne této hranice, je účtován rovnou do nákladů a měl by být veden v podrozvahové evidenci. Náklady vynaložené na nákup drobného majetku zkreslují hodnotu EBITDA, proto se musí provést jeho úpravu.

Dlouhodobý nehmotný majetek je velice rozmanitá položka rozvahy. Může se jednat jak o software, tak i o obchodní značky a případně i výzkum a vývoj. V závislosti na struktuře nehmotného majetku je třeba účast různých odborníků při provádění due diligence, například asistence právníků pro ověření vlastnictví domén, obchodních značek, licencí atd. nebo specialistů na oceňování podobných typů aktiv. Právě nehmotná aktiva jsou často důvodem koupě podniku (obchodní značka, databáze klientů apod.), a proto by jim měla být při provádění due diligence věnovaná zvláštní pozornost.

Dlouhodobý finanční majetek je třeba analyzovat v závislosti na jeho charakteru. Nejčastěji se setkáme s podíly v ovládaných a řízených osobách. V tomto případě tým due diligence zkoumá metodu ocenění podílu a její opodstatněnost. V případě zjištění pochybnosti se ocenění přepočítá s dopadem na EBITDA. V rámci změny oceňovací metody se provede analýza hospodaření dceřiných společností.

Následuje analýza oběžných aktiv. Postupuje se od méně likvidních aktiv, tedy zásob, k nejlikvidnějším, peněžním prostředkům. Míra věnované pozornosti je závislá na významnosti zásob pro podnik. Významnost se dá stanovit jak oborem podnikání, tak i jejich podílem na bilanční sumě. Pokud se jedná o položku, která váže výrazné množství finančních prostředků, zabýváme se celým procesem: počínaje pořízením zásob přes skladování a použití ve výrobě a v procesu jejich realizace. Sledujeme vývoj nákupních cen, dostupnost, závislost na určitých dodavatelích. Je třeba vyžádat smlouvy s dodavateli a zjistit dobu jejich platnosti a sjednané podmínky. Může například nastat situace, kdy sjednané ceny surovin nebo materiálu jsou stanoveny pouze pro prodávající mateřskou společnost a nepřejdou na kupujícího. Důležité je zjistit stav skladovaných zásob, a to jak fyzický, tak i ekonomický, pomocí různých ukazatelů, jakým může být například doba obratu zásob atd. Při zjištění špatného fyzického stavu, popř. nízké obratovosti nebo zastarání skladovaných položek vyhodnotí tým due diligence tvorbu opravných položek v účetnictví a navrhne jejich dotvoření, které bude snižovat EBITDA. Dále se posuzuje vhodnost oceňovacích metod při vyskladnění. Provádí se nejenom kontrola účetních záznamů, ale i skladového hospodářství,

jak se vede skladová evidence, zda, jak často a jakým způsobem se provádí fyzické inventury, jak se inventurní rozdíly vypořádávají atd.

Pohledávky mohou vznikat z různých titulů: z hlavní podnikatelské činnosti, z poskytnutých půjček atp. Existují i pohledávky za zaměstnanci, akcionáři, státem, rozmanitými institucemi. Vzhledem k tomu, že kupující společnost se nejvíce zajímá o hlavní předmět činnosti cílové společnosti, je největší pozornost při provádění due diligence věnována právě pohledávkám, které jsou s ní spojeny. Nejdůležitějšími okruhy při analýze pohledávek je jejich výše, doba splácení a dobytnost, závislost na určitých odběratelích a smluvní podmínky. Dobu splácení hodnotíme v porovnání se splatností závazků s cílem posoudit dostatek finančních zdrojů. Dobytnost je podstatná pro úspěšné budoucí fungování společnosti. Tým provádějící due diligence si musí vyžádat přehled všech neuhrazených pohledávek, nejčastěji ve třídění dle počtu dnů po splatnosti, případně podklady pro tvorbu opravných položek a rovněž i pravidla pro tvorbu opravných položek. Významné částky neuhrazených pohledávek se analyzují a zvlášť se vyhodnotí dostatečnost vytvořených opravných položek. V případě doporučení dotvoření opravných položek se provede úprava původní výše EBITDA. Prozkoumají se i významné pohledávky ve lhůtě splatnosti, zda nejsou známé skutečnosti, které by mohly naznačovat riziko neuhrazení těchto částek. Zvláštní pozornost vyžadují pohledávky se spřízněnými stranami. Je třeba zjistit, z jakého titulu vznikly a zda jsou v oprávněné výši. V případě jistých zvýhodnění je třeba upozornit klienta na daňové riziko, tedy doměření neodvedené daně a případné vyměření pokuty ze strany finančního úřadu. Významnou roli pro budoucí vývoj cílové společnosti hraje závislost na určitých odběratelích. V případě zjištění této závislosti je potřeba provést simulaci vývoje podnikání za podmínek, že společnost o významného odběratele přijde. Dalším krokem může být analýza finančních ukazatelů, které byly uvedeny na začátku tohoto článku.

Due diligence se provádí i u dalších položek aktiv, ovšem v této disertační práci článku se omezím pouze na výše popsané.

Nejvýznamnější položky na straně pasiv, a to z hlediska due diligence, jsou popsány níže.

Ověření vlastního kapitálu začíná vyžádáním výpisu z obchodního rejstříku, zakladatelských dokumentů společnosti a zápisů z valných hromad. Na základě získané dokumentace ověříme správnost dat v účetnictví: výše základního kapitálu a jeho změny, dosažení

stanovených přídělů do fondů, správnost rozdělení hospodářského výsledku na základě rozhodnutí valné hromady. Hodnotí se vývoj hospodářského výsledku, výše a pravidelnost vyplácení dividend. V případě dividend je třeba dávat pozor na možnost odčerpání prostředků z prodávané společnosti právě pomocí jejich vyplacení těsně před podpisem smlouvy o koupi podniku.

Tvorba a zúčtování rezerv má podstatný vliv na výši vykazované EBITDA. Nejprve se tým due diligence ptá, na co jsou tyto rezervy tvořeny, zda jsou oprávněné a tvoří se ve správné výši. S ohledem na další kroky se musí vyhodnotit, jestli nehrozí riziko dalších nákladů, na které by se měla tvořit rezerva, ale zatím tvořená nebyla. U rezerv si musíme uvědomit, že se ve většině případů jedná o budoucí závazek, tím pádem by neměly ovlivňovat EBITDA, ale čistý dluh.

V oblasti závazků je podstatné objevit veškeré existující a potenciální závazky. Proto tým due diligence analyzuje nejen samotnou rozvahu, ale i mimobilanční položky. Je třeba se spojit s týmem pracujícím na právní due diligence, aby provedl analýzu existujících smluv, a připraví přehled z nich plynoucích rizik. Dále se u závazků kontroluje doba splatnosti a její dodržování, zkoumají se případné důvody pozdního zaplacení. Jak upozorňuje Bing (2008), důvodem pro opožděné úhrady může být neúspěšné hospodaření společností. Platby jsou přesouvány na další období v naději, že výnosy v něm budou dostačující pro úhradu existujících závazků. Proto jakmile se v cílové společnosti objeví přesouvání splatnosti závazků nebo závazky po době splatnosti, musí si tým due diligence položit otázku, co je příčinou opožděných úhrad. Závazky jsou významnou položkou, proto podrobnému zkoumání musí být podrobeny nejen závazky z obchodních vztahů, ale i ze vztahů se zaměstnanci, státem, bankami a dalšími věřiteli.

Analýza všech výše popsaných položek se provádí za několik období, většinou za tři až pět let. Tím jsou dostatečně sledovány trendy ve vývoji položek, jsou vidět varující výkyvy a skoky a informace z účetních výkazů jsou tak přínosnější. Sledované časové období je stanoveno podle dohody se zadavatelem due diligence a zpravidla je uvedeno i ve smlouvě. Další podstatnou okolností je stanovení účetních standardů, dle kterých jsou sestaveny analyzované účetní výkazy. Tak například požadavek zadavatele due diligence je stanovení EBITDA dle IFRS , a to i navzdory tomu, že cílová společnost vede účetnictví dle Českých účetních standardů. Tím pádem k výše popsaným úpravám přibydou i úpravy pro transformaci informací na IFRS.

**Typy úpravy EBITDA**

Všechny prováděné úpravy ukazatele EBITDA můžeme rozdělit na 4 typy. Členění úprav záleží na zvyklosti jednotlivých firem, které provádí due diligence. Níže uvádím jednu z možností členění, která se používá v některých velkých poradenských společnostech.

V první řadě se provádí úpravy dohodnuté se zadavatelem due diligence. Jsou popsány v zadávacím dopisu – smlouvě. Jedná se o úpravy, které jsou ujednány ihned na začátku procesu due diligence a schváleny klientem.

Dále se provedou reklasifikační úpravy. Může se jednat o klasické transformace související s rozdíly mezi českými účetními standardy a IFRS, přefakturace vnitroskupinových vztahů atd. Může se jednat i o reklasifikaci určitých položek nákladů a výnosů, které se běžně vykazují v jiné části výsledovky.

V dalším kroku se provádí normalizační úpravy, které vyplývají z diskuzí s manažery a meziročního porovnáním položek. Jedná se o zajištění srovnatelnosti mezi obdobími a eliminaci jednorázových vlivů. Typickými normalizačními úpravami jsou úpravy výnosů v souvislosti se ztrátou klienta, odstranění výsledků prodeje dlouhodobého majetku, eliminace vlivů úsporných opatření (např. šetření nákladů na opravy a údržbu).

Často se provádí tzv. pro-forma úpravy, které zohledňují případné ztráty klientů, nové podnikatelské záměry, případné synergické efekty apod.

Na závěr se provedou pro-memoria úpravy, které upozorňují klienta na určitá rizika, a je na jeho zvážení, zda s nimi bude počítat při vyjednávání o ceně cílové společnosti, nebo ne.

Nejčastější úpravy popisuje také Pat O'Reilly časopise Accountancy Ireland (12/2005).

Tabulka 10: Úpravy EBITDA

| *Měna: Kč tis.* | **2010** | **2011** | **2012** |
|---|---|---|---|
| **Reportovaná EBITDA** | **89 500** | **136 500** | **215 000** |
| **Úpravy domluvené v informačním memorandu** | | | |

| | | | |
|---|---|---|---|
| Kurzové výnosy/náklady z obchodování s cennými papíry | 6 000 | -4 000 | -1 200 |
| Výnosy z měnových derivátů | 6 500 | 7 000 | 200 |
| Zisk/ztráta z prodeje dlouhodobého hmotného majetku | 4 500 | 100 | -700 |
| Finanční leasing | 500 | 100 | 100 |
| Obdržené provozní dotace | -5 000 | -8 000 | -2000 |
| Změna stavu rezerv a opravných položek | -1 500 | 1 500 | -300 |
| Sponzorské příspěvky (sportovní tým) | 2 600 | 3 000 | 5 000 |
| **Celkové úpravy dle informačního memoranda** | **13 600** | **-300** | **1 100** |
| **EBITDA po úpravách** | **103 100** | **136 200** | **216 100** |
| **Úpravy v rámci due diligence** | | | |
| Kurzové výnosy/náklady z obchodování s cennými papíry – dodatečná úprava | -1 500 | 50 | 150 |
| Zisk/ztráta z prodeje dlouhodobého hmotného majetku – dodatečná úprava | -4 500 | 10 | 400 |
| Změna stavu rezerv a opravných položek – dodatečná úprava | -200 | 100 | 3 200 |
| Dotace | -500 | 100 | 1 600 |
| Ostatní finanční náklady | -6 000 | -4 000 | -4 500 |
| Náklady vynaložené na vedlejší činnost | 400 | 300 | 200 |
| Náklady na nákup drobného dlouhodobého majetku | 200 | 1 100 | 900 |
| Odpis pohledávek | 1 500 | 100 | 200 |
| Pokuty a penále | 50 | 1 800 | 2 200 |
| Mimořádné opravy budovy | 10 | 50 | 500 |
| Možnost úspory režijních nákladů | 1 250 | 1 250 | 1 050 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| Tvorba rezervy na nevyčerpanou dovolenou | -100 | -600 | -1 400 |
| Možnost úspory při zavedení efektivnější výroby | Pro-memoria | Pro-memoria | Pro-memoria |
| **Celkové úpravy v rámci due diligence** | **-9 390** | **260** | **4 500** |
| **Upravená EBITDA** | **93 710** | **136 460** | **220 600** |

Zdroj: vlastní výpočty

Jak je patrné z výše uvedené tabulky, spektrum prováděných úprav je rozmanité a skutečně záleží na konkrétní cílové společnosti a týmu due diligence, jaké úpravy se budou provádět. Vzhledem k velkému množství úprav a jejich rozlišné povaze je nutné zavést jejich určitou strukturu a klasifikaci. Tím se zlepší přehlednost předkládaných údajů a tím pádem i přínosnost poskytovaných informací.

**Čistý dluh a čistý pracovní kapitál**

Stejně jako při běžném podnikání finančních manažeři neustále hodnotí čistý pracovní kapitál, tak i při hodnocení firmy v rámci due diligence se bez tohoto ukazatele nedá obejít. Hodnota čistého pracovního kapitálu může být vypočtena managementem cílové společnosti anebo týmem due diligence. V obou případech se vychází z informací, které nalezneme v účetnictví společnosti. Ovšem jak již bylo uvedeno v předchozí části kapitoly, která pojednávala o ukazateli EBITDA, i v tomto případě je třeba provést úpravy. Většina jich probíhá mezi čistým pracovním kapitálem a čistým dluhem, který je rozdílem mezi penězi a peněžními ekvivalenty a krátkodobými a dlouhodobými dluhy. Příkladem úprav, které se provádí v rámci čistého pracovního kapitálu, mohou být závazky z titulu kapitálových investic, podhodnocené opravné položky k pohledávkám a zásobám, reklasifikace derivátových nástrojů do čistého dluhu. Záleží na povaze konkrétních položek, které vstupují do obou ukazatelů. Tak například úvěry na pořízení automobilů původně vstupují do výpočtu čistého pracovního kapitálu, ovšem mají finanční povahu, a proto by měly být vyňaty z čistého pracovního kapitálu a přeneseny do výpočtu čistého dluhu. Stejně uvažujeme i při hodnocení zaplacených záloh na daně, leasingových závazků, závazků z titulu dividend, cash-poolingu apod. Jedná se o neméně důležité ukazatele, než je EBITDA, hrají důležitou roli při rozhodování se o uvažované transakci s cílovou společností a samozřejmě i o

cenových ujednáních. Pro lepší porozumění dané problematice je vhodné ukázat výše popsané úpravy na příkladu.

Tabulka 11: Úpravy čistého dluhu

| *Měna: Kč tis.* | **2010** | **2011** | **2012** |
|---|---|---|---|
| Hotovost | 144 | 132 | 44 |
| Ceniny | 43 | 46 | 58 |
| Bankovní účty | 22 221 | 21 175 | 27 616 |
| Bankovní úvěry | 0 | 0 | 0 |
| Úvěry od spřízněných stran | 0 | 0 | 0 |
| **Reportovaný čistý dluh** | **22 408** | **21 354** | **27 718** |
| **Úpravy** | | | |
| Dividendy k výplatě | 0 | 0 | -32 000 |
| Fairvalue derivátů | -8 154 | -8 293 | -8 918 |
| Vrácení dotací | 0 | 0 | -1 478 |
| Rezerva na nevyčerpanou dovolenou | 0 | 0 | 0 |
| Závazky po splatnosti | -21 | -356 | -8 |
| **Úpravy celkem** | **-8 175** | **-8 649** | **-43 143** |
| **Upravený čistý dluh** | **14 233** | **12 705** | **-15 424** |

Zdroj: vlastní výpočty

Čistý dluh vypočtený na základě údajů poskytnutých cílovou společností je upravován o položky, které jsou identifikovány due diligence týmem jako položky, které povedou v budoucnu k odlivu finančních prostředků, nebo jak již bylo popsáno výše, o položky vykazované v čistém pracovním kapitálu, ovšem mající spíše finanční povahu než provozní. Například odložení splatnosti závazků je určitou formou financování společnosti, rovněž i

výplata dividend je otázkou spíše financování než provozu společnosti. Ovšem položky nezaúčtovaných závazků, vrácení peněz do státního rozpočtu nebo nevyčerpaná dovolená povedou k odtoku peněžních prostředků.

Tabulka 12: Úpravy čistého pracovního kapitálu

| *Měna: Kč tis.* | **2010** | **2011** | **2012** |
|---|---|---|---|
| **Oběžná aktiva** | | | |
| Pohledávky | 24 002 | 20 673 | 33 868 |
| Časové rozlišení | 286 | 60 | 52 |
| Zásoby | 10 905 | 10 080 | 13 560 |
| **Oběžná aktiva celkem** | **35 193** | **30 813** | **47 480** |
| **Krátkodobé závazky** | | | |
| Závazky z obchodního styku a jiné závazky | -23 402 | -20 053 | -23 625 |
| Časové rozlišení | -84 | -119 | -571 |
| Závazek z titulu výplaty dividend | 0 | 0 | -32 000 |
| **Krátkodobé závazky celkem** | **-23 486** | **-20 172** | **-56 196** |
| **Reportovaný čistý pracovní kapitál** | **11 707** | **10 641** | **-8 715** |
| **Úpravy** | | | |
| Závazky z titulu dividendy | 0 | 0 | 32 000 |
| Nezaúčtované závazky | 0 | 0 | -3 838 |
| Odpis zásob | 0 | 0 | -3 241 |
| Pohledávky po splatnosti | -2 070 | -1 664 | -1 608 |
| Nezaúčtované náklady | 0 | 0 | -487 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| Závazky po splatnosti | 21 | 356 | 8 |
| **Upravený čistý pracovní kapitál** | **17 811** | **17 626** | **15 239** |
| *Pracovní kapitál jako % z tržeb* | *10,2* | *9,1* | *-7,2* |
| *Upravený pracovní kapitál jako % z tržeb* | *15,5* | *15,0* | *12,5* |

Zdroj: vlastní výpočty

Výše prezentovaná tabulka sumarizuje vzorový výpočet upraveného čistého pracovního kapitálu, kdy údaje z účetnictví jsou upraveny dle povahy jednotlivých položek. Položky, které mají spíše finanční povahu, jsou převedeny do čistého dluhu (dividendy, pohledávky a závazky po splatnosti) a chybějící položky vztahující se k provozu společnosti jsou naopak přidány dle úvahy due diligence týmu.

Takto upravené ukazatele mají za úkol informovat kupující společnost o finanční situaci cílové společnosti bez vlivu zkreslujících prvků a zároveň jsou základem pro výpočet hodnoty kupované společnosti pomocí metody násobků. Cena se například stanoví jako X násobek EBITDA při čistém dluhu, pohybujícím se v určeném rozpětí. Metoda násobků je v praxi velice rozšířená, ovšem finanční teoretici doporučují použití i jiných metod, jako například metodu reálné opce, jíž je věnovaná následující kapitola.

## 4.6 Metoda reálné opce při transakcích s podniky

Použití metody reálných opcí je již řadu let velice často diskutovaným tématem mezi finančními teoretiky. Praktická použitelnost této metody při ocenění investic nebo podniků je ovšem výjimečná, a to z důvodu její matematické náročnosti. Cílem této kapitoly je nastínění možnosti a vhodnosti použití teorie oceňování reálných opcí při transakcích s podniky.

Jak uvádí Oceláková (Oceláková, 2010): „*Reálná opce představuje právo (možnost, nikoli povinnost) učinit v průběhu investičního projektu flexibilní rozhodnutí, resp. jeho změnu v závislosti na aktuálních podmínkách, které se mohou v průběhu projektu měnit, a to za předem danou cenu (výdaje, resp. příjmy). Majitel reálné opce má tedy právo na realizaci nebo změnu daného reálného podkladového aktiva, kterým je zpravidla projekt nebo jeho část, vyjádřená peněžními toky, které z něj plynou. Příkladem takových pozdějších flexibilních rozhodnutí, které mohou hodnotu projektu v podobě reálné opce zvýšit, je např.*

*možnost pozdějšího rozšíření či zúžení výrobní kapacity dle aktuální situace na trhu, možnost rozhodnout se, zda dále investovat a přejít tak na vyšší generaci výrobku anebo obecně možnost odložit určité rozhodnutí do doby, než bude mít management podniku dostatek relevantních informací pro takové rozhodnutí.*"

Obvykle v rámci M&A jsou používány tři metody oceňování:

1. Analýza diskontovaných peněžních toků (která určuje čistou současnou hodnotu investice).
2. Násobky určitého ukazatele.
3. Analýza srovnatelných transakci.

Doplňkově se používá analýza míry, s jakou akvizice přispěje k P/E poměru (price-to-earnings ratio) kupujícího.

Každá z výše uvedených analýz je vhodná pro jiný účel. Zatímco metoda násobků a srovnatelných transakcí slouží spíše při stanovení ceny transakce a vyjednávání o ni, analýza diskontovaných peněžních toků slouží k odhadu a stanovení budoucího vývoje cílové společnosti. Poslední uvedená metoda bere v úvahu i synergické efekty transakce, ovšem trpí tím nedostatkem, že nebere v úvahu vliv managementu na řízenou společnost a schopnost zasahovat proti nejistotě na trhu úpravou strategie řízení. V kontextu procesu ocenění je manažerská flexibilita ekvivalentem portfolia reálných opcí a reprezentuje soubor práv (ale ne povinností) k provedení určitých aktivit v reakci na získání nových informací, relevantních pro změnu chování společnosti. Management většinou „vlastní" opci v tzv. „long position" a má tak možnost tvorby přidané hodnoty. Vzhledem k tomu, že metoda diskontovaných peněžních toků nebere v úvahu reálnou opci vlastněnou managementem, vede tato metoda k systematickému podhodnocení investice. Zohlednění existence reálné opce při realizaci transakcí s podnikem může pomoct prodávajícímu dosáhnout vyšší ceny transakce.

Jak uvádí Scholleová (Scholleová, nedatováno): „*Vyhledávání, tvorba, popis, hodnocení a oceňování reálných opcí není nahodilý proces, ale měl by být prováděn průběžně a s určitými pravidly.*" Proto, aby mohla být použita metoda reálné opce, musí předmětná investice vykazovat následující 3 charakteristiky:

1. Nejistota. Peněžní toky vyvolané investicí jsou nejisté z důvodu působení v měnícím se tržním prostředí.
2. Flexibilita. Management je schopen upravit podnikovou strategii v souladu s nově získanými informacemi.
3. Nevratnost. Použití manažerské flexibility je aktivitou využívající zdroje, a proto v sobě nese opční možnost.

Příkladem reálné opce je možnost odložení realizace transakce. Manažeři se zřídka setkávají s investičními příležitostmi typu „teď, anebo nikdy“, a proto můžou investici odložit na nějakou dobu, než získají co nejvíce informace o cílovém podniku. Jedná se o opci typu wait/defer, která je ekvivalentem call opce. Další typické příklady reálné obce jsou:

- opce změny výrobních kapacit – rozšiřování a snižování kapacit;
- opce dočasného přerušení – uzavřít a začít znova;
- opce opuštění – trvalé ukončení aktivit a opuštění trhu;
- opce záměny – výměna jednoho aktiva za jiné;
- růstová opce – generování nových investičních příležitostí uskutečněním konkrétních investic.

Identifikace a hodnocení reálných opcí se dá dle Scholleové[22] rozdělit do 4 úrovní:

- organizační;
- strategická;
- ocenění;
- kontrolní.

Organizační úroveň spočívá ve vyhledávání reálných opcí spojených s podnikem. Tato činnost by měla být prováděná top managementem společnosti, a to ze všech oblastí podniku. Při vyhledávání je třeba zkombinovat analytický pohled s kreativním, vnitřní faktory flexibility s vnějšími faktory trhu, konkurence, technologického vývoje apod.

V následné fázi je třeba ověřit, zda identifikované opce souvisí se strategií a opravdu plní nezbytné předpoklady reálné opce (nejistota, flexibilita, nevratnost) a jaké jsou předpoklady pro její budoucí uplatnění. Tímto postupem se seznam případných reálných opcí zredukuje.

Následně se přistupuje k ocenění, což vyžaduje kvalifikaci parametrů jednotlivých opcí a výběr modelu ocenění, při němž je třeba se rozhodnout, zda definovaná opce má povahu finanční call opce, tedy získání hodnoty, anebo finanční put opce, tedy eliminaci hodnoty. Pro volbu oceňovacího modelu je také klíčový faktor času, tedy doba využitelnosti opčního práva v průběhu jeho životnosti. Pro americké opce, které mohou být využité kdykoliv v průběhu své životnosti, je vhodný binomický model, naopak Black-Scholesův model nesmí být použit. V jiných případech se dává přednost Black-Scholesovů modelu.[32]

Dále se pokračuje ve stanovení parametrů pro výpočet hodnoty reálné opce, kterými jsou:

- kapitálové výdaje;
- doba životnosti projektu;
- současná hodnota projektu;
- doba uplatnitelnosti opce;
- bezriziková úroková míra;
- míra volatility.

Stanovení výše uvedených parametrů je jedním z hlavních problémů praktické aplikace metody reálných opcí a zároveň i základem pro správný výpočet jejich ocenění. Ovšem v porovnání s často preferovanou metodou čisté současné hodnoty jsou problémy spojené se stanovením správných parametrů obdobné. Dle Ocelákové (odkaz) problém nespočívá ve stanovení parametrů, ale v selhání analogie mezi parametry reálné opce a finanční opce, a proto model nemusí poskytnout očekávané výsledky. Problematiku stanovení parametrů pro výpočet reálné opce analyzuje Oceláková následovně:

1. „Investiční výdaj. Zatímco je realizační cena X u finančních opcí pevně stanovená předem v opčním kontraktu, a po celou dobu trvání finanční opce tedy v podstatě neměnná, nelze investiční výdaj u reálných call opcí v praxi považovat za neměnný a ‚jednoznačně' předem daný – zpravidla se jedná o očekávanou hodnotu investičního výdaje, která se v průběhu doby trvání opce může měnit v závislosti na aktuálních podmínkách, a tudíž i skutečná hodnota investičního výdaje v době ‚realizace' reálné opce se pak může lišit od původně očekávané hodnoty, k čemuž u finanční opce na akcie nedochází.

[32] Více k oběma modelům Ambrož 2002 (86-131)

2. Promptní cena podkladové investice. Parametr promptní ceny podkladové investice u reálných opcí je problematický v situaci, kdy podkladová investice není veřejně obchodována, a tento parametr je tudíž stanoven výpočtem, či dokonce jakýmsi ‚kvalifikovaným' odhadem. Stává se tak jednak dalším ‚subjektivně' stanoveným parametrem, jednak při jeho stanovení ve výši současné hodnoty budoucích peněžních příjmů plynoucích z podkladové investice může dojít k provázanosti s dalšími parametry reálné opce.
3. Volatilita. Za nejproblematičtější považuji stanovení parametru volatility. I u finančních opcí na akcie je diskutabilní použití historické volatility kurzu podkladové akcie pro výpočet hodnoty opce. V případě reálných opcí navíc v situaci, kdy podkladové reálné aktivum není veřejně obchodovatelné, není k dispozici dostatek údajů ani pro výpočet ‚skutečné' historické volatility – ke stanovení tohoto parametru jsou potom voleny postupy např. v podobě výpočtu volatility současné hodnoty budoucích očekávaných peněžních toků či opět „kvalifikovaný odhad." Právě v možnosti využití kvalifikovaného odhadu vidí Oceláková riziko manipulace a prosazení takových investic, které by dle jiných kritérií (např. čisté současné hodnoty) neuspěly.

I přes výše uvedené složitosti přináší aplikace reálných opcí v procesu due diligence nespočet výhod, jako jsou například:

- Oddělení vlivu snížení hodnoty z důvodu působení ekonomických rizik na plánované peněžní toky od vlivu růstu hodnoty díky efektu volatility zakořeněného v reálných opcích.
- Identifikace hodnoty růstové příležitosti, která bude získaná akvizicí.
- Identifikace skrytých rizik spojených s transakcí, která mohou být zajištěna v rámci záruk v kupní smlouvě anebo odložením části platby kupní ceny.
- Možnost částečné akvizice kombinované s uplatněním opce na nákup zbylé části s určitým časovým odstupem.

Metoda reálné opce je vhodná především k zachycení dvou aspektů M&A transakcí, které nakonec určují její vývoj. Za prvé je většina M&A transakcí uskutečňována za účelem naplnění strategie růstu díky akvizici cílové společnosti. Kupující získává možnost využití portfolia cílové společnosti jako základu k naplnění cílů, jako vstup na nové trhy, rozšíření

výrobních kapacit, rozšíření nabízeného sortimentu apod. Růstový potenciál může být nejlépe charakterizován jako sada reálných investičních příležitostí, které mohou být hodnoceny jako opce se zohledněním schopnosti managementu reagovat na vývoj nejistého ekonomického prostředí (opce růstu). Za druhé transakce vždy nese celou řadu skrytých rizik, která musí být zhodnocena v rámci procesu due diligence. Tato rizika mohou prezentovat otevřenou short pozici, která může být ošetřena v rámci kupní smlouvy pomocí záruk ze strany prodávajícího. V případě vystavení se riziku musí management společnosti mít určité pravomoci zasáhnout proti nežádoucímu vývoji. Tyto pravomoci představují také reálnou opci (spadá do typu opce učení se). Reálné opce mohou tvořit jak součást investičního portfolia cílové společnosti, tak mohou být vytvořeny v rámci procesu akvizice.

K aplikaci metody reálné opce je třeba přistupovat s řádnou péčí. Metoda může být jak vynikajícím nástrojem k určení hodnoty transakce, ale naopak může i sloužit jako důvod pro odstoupení od ní. Aby reálná opce mohla být kapitalizována do konečné kupní ceny, musí existovat vysoká míra jistoty, že opce je skutečně realizovatelná. Při zabudování hodnoty reálné opce do kupní ceny je vhodné tuto hodnotu zajistit pomocí záruky v rámci kupní smlouvy.

Použití tradičních metod oceňování společností vede k jejich podhodnocování. Dynamické prostředí, ve kterém společnosti působí, umožňuje jejich managementu flexibilitu v rozhodování. Schopnost přizpůsobit se tržním podmínkám může vést k dosažení lepších výsledků společnosti. Jedná se o podobný model jako v případě finančních opcí, jejichž hlavní hodnota spočívá ve flexibilitě. Pokud budeme vycházet z analogie finančních a reálných opcí, skládá se hodnota podniku z klasicky stanovené hodnoty a hodnoty flexibility. Přes namítanou technickou náročnost a složitost stanovení vstupních hodnot je vhodné používat metodu reálných opcí při hodnocení společností z odvětví s vysokou mírou volatility.

## 4.7 Podpis kupní smlouvy

Po provedení due diligence se může proces transakce posunout o další krok k jeho finalizaci. Podpis kupní smlouvy je podstatným okamžikem jak pro kupujícího a prodávajícího, tak i pro cílovou společnost. Kupní smlouva nejenom určuje cenu transakce, ale především určuje strukturu a podmínky transakce a stanoví závazné podmínky a ručení jak pro prodávajícího, tak i pro kupujícího. Kupní smlouva mimo jiné shrnuje veškeré významné nálezy, které vyšly najevo v rámci due diligence, a zapracovává do smlouvy ochranné prvky, snižující

potenciální budoucí riziko kupujícího. Zjištění odhalení v rámci due diligence mohou ovlivnit kupní smlouvu několika způsoby:

- změna struktury transakce;
- určení záruk;
- změna ceny transakce.

Kupní smlouva obsahuje prohlášení a závazky kupujícího. Jedním z hlavních prohlášení je ručení prodávajícího za správnost a úplnost poskytnutých informací. Pokud po uzavření transakce dojde ke zjištění, že významné informace o společnosti byly zatajeny nebo záměrně zkresleny, může se kupující dožadovat odstoupení od smlouvy nebo vrácení části kupní ceny. K podobnému druhu prohlášení patří i ujištění, že kupujícímu nebyly zatajeny žádné závazky a soudní spory.

Dalším častým nástrojem využívaným v kupních smlouvách jsou covenanty. Covenanty zaručují kupujícímu určitou hranici předem nadefinovaných ukazatelů, které nebudou překročeny ode dne podpisu kupní smlouvy do okamžiku uzavření transakce. Jedná se o udržení povinnosti péče řádného hospodáře po tento přechodný okamžik a zároveň znemožnění managementu prodávajícího přijmout rozhodnutí, která zásadním způsobem mohou poškodit nebo znehodnotit cílovou společnost.

Kupující společnost se snaží přenechat část podstupovaného rizika na prodávajícím, k tomu slouží další typy záruk, jejichž účelem je pokrýt rizika spojená se zjištěními v rámci due diligence. Nejčastěji používaným druhům podobných záruk je věnován výzkum, který je popsán jsou v kapitole 6.2.

## 4.8 Uzavření transakce

Uzavření transakce je finálním krokem procesu fúze nebo akvizice. Je nutno zdůraznit, že v praxi je možné se setkat s tzv. transakční due diligence, která probíhá mezi datem podpisu kupní smlouvy a datem uzavření transakce. Tato prověrka je zaměřena především na ověření oblastí spojených s poskytnutými zárukami a oblastí, které si v rámci due diligence vyžádaly dodatečné informace. Due diligence vždy probíhá až do okamžiku, kdy dojde k uzavření transakce.

Po uzavření transakce dochází k převzetí cílové společnosti kupujícím včetně přechodu všech souvisejících rizik. V tuto chvílí končí due diligence proces v jeho tradičním pojetí

a nadchází čas pro případné provedení post-akviziční due diligence. Jedná se o proces, který hledá cesty, jak dosáhnout požadovaných synergických efektů a dosahovat tvorby hodnoty pro nové akcionáře. Jak ukázala rešerše odborných publikaci, právě post-akviziční integrační fáze je hlavním zdrojem neúspěchů při realizaci fúzí a akvizic.

# 5 Post-akviziční due diligence

## 5.1 Proces post-akviziční integrace

Fúze a akvizice jsou důležitou součástí růstové strategie společnosti. S ohledem na obvyklou velikost uskutečňovaných transakcí se dá konstatovat, že se jedná o jednu z nejvýznamnější strategických položek, umožňujících rychlý růst podnikání. Možnost rychlého růstu ovšem vyžaduje vynaložení zvláštní péče a pozornosti, protože operace, do kterých se v rámci transakcí s podniky vstupuje, jsou komplexní a komplikované. Proces fúzí a akvizic se dá rozdělit do několika fází, jejichž výsledky na sebe navazují:

- Vývoj M&A strategie.
- Identifikace cílové společnosti.
- Due diligence.
- Stanovení ceny cílové společnosti.
- Vyjednávání.
- Post-akviziční integrace.

Každý z těchto kroků je nedílnou součástí procesu tvorby hodnoty pro akcionáře. Hodnota vytvářená prostřednictvím transakcí s podniky spočívá zejména v redukci nákladů, růstu výnosů a zlepšení konkurenceschopnosti. Díky výše uvedeným výhodám dochází k nárůstu volných peněžních toků nově vzniklé společnosti (Goedhart & Koller, 2005) a v konečném důsledku k nárůstu zisků. Takto dosažené zisky se následně mohou použít k výplatě akcionářů anebo pro další investiční a růstové záměry. Prvních pět kroků procesu akvizice již bylo popsáno v předchozích kapitolách, a jak je zřejmé, dochází v rámci jejich realizace pouze ke generaci nákladů. Až v rámci závěrečné fáze – post-akviziční integrace – mohou vznikat nejenom náklady, ale může docházet i k realizaci určitých výnosů. Úspěšná realizace této fáze je rozhodujícím faktorem pro dosažení cílů a záměrů, které byly důvodem pro zahájení celého transakčního procesu. Zastánci moderního komplexního pojetí due diligence staví post-akviziční integraci na jednu z nejdůležitějších příček v rámci M&A procesu. Až v průběhu integrační fáze dochází k realizaci hodnot, předcházející fáze mají povahu přípravy k uzavření transakce.

Po dokončení nákupu cílové společnosti začíná nejkomplikovanější fáze M&A procesu – post-akviziční integrace. Pokud se kupujícímu nepodaří realizovat výhody plynoucí z transakční synergie a nově vzniklá entita nebude mít větší hodnotu než entity původní,

transakce se dá považovat za neúspěšnou. Při vyhodnocení úspěšnosti realizace transakce musí management sledovat následující faktory:

- Dosažení synergických efektů.
- Předcházení ztráty hodnoty.

Jak již bylo zmiňováno v předchozích kapitolách, až 50 % uskutečněných transakcí nepřináší pro investory plánovanou hodnotu. Důvodů, proč jsou transakce neúspěšné, může existovat nesčetné množství. Většina odborníků se ovšem shoduje na tom, že hlavní příčinou neúspěchu je nedostatečně propracovaná a následně realizovaná post-akviziční strategie. K podobným závěrům došel i průzkum, který provedli Gates a Very (Gates & Very, 2003). V rámci jimi zkoumaného vzorku 53 firem pouze 45 % uvedlo, že používají formalizovaný integrační plán nebo reporting pro sledování výkonnosti integračního procesu. Kupující společnosti zaměřují svoje úsilí na přípravnou fázi, na provedení tradičních druhů due diligence a vyjednávání o ceně. Po uzavření kupní smlouvy práce due diligence a M&A týmů končí a proces post-akviziční integrace je procesem neřízeným.

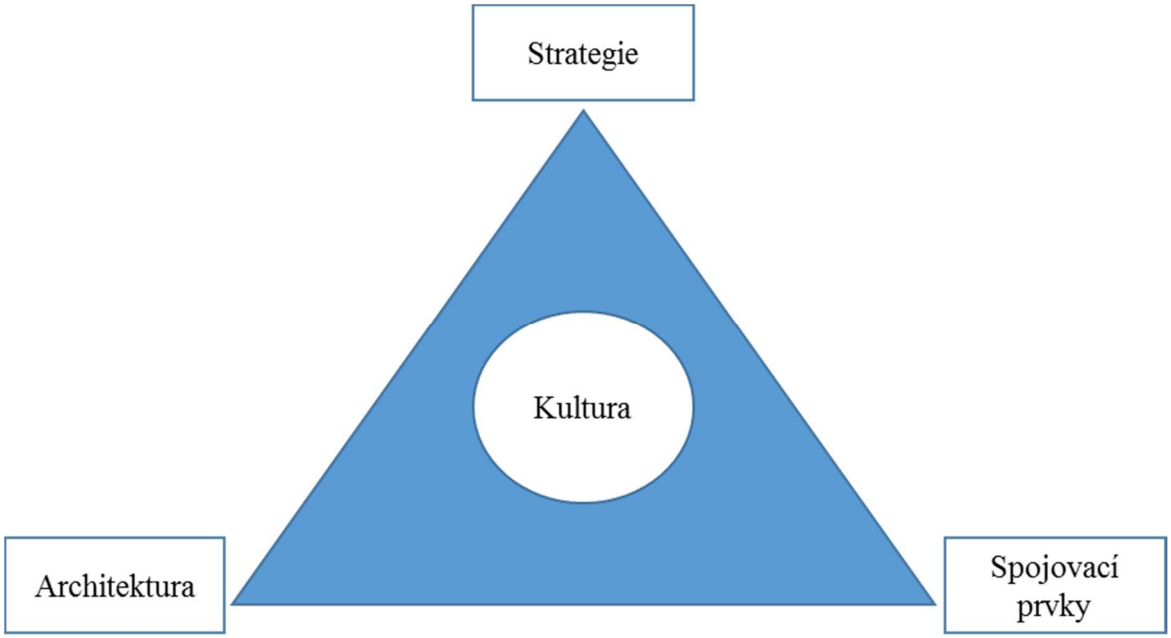
Jedním z hlavních informačních zdrojů pro nastavení procesů, uskutečnění rozhodnutí a plánování v rámci post-akviziční integrace jsou data nashromážděná a prověřená due diligence týmy při provedení předinvestiční prověrky. Takto získané informace poslouží nejenom pro určení strategické vhodnosti cílové společnosti, vyjednávání o ceně transakce, ale i jako východisko při prověrce integrační schopnosti pořízené společnosti. Praxe ovšem ukazuje, že většina společností nevyužívá informace získané v rámci due diligence jako podklad pro realizaci integračního procesu.

### 5.1.1 Pyramida post-akviziční integrace

Z praktického hlediska se problémy vznikající při transakcích s podniky dají rozdělit do následujících tří oblastí:

- Strategie.
- Architektura.
- Spojovací prvky.

Výše uvedené okruhy vyžadují zvýšenou pozornost v průběhu post-akviziční integrace.




Obrázek 5: Pyramida post-akviziční integrace

Zdroj: vlastní zpracování

### 5.1.2 Strategie

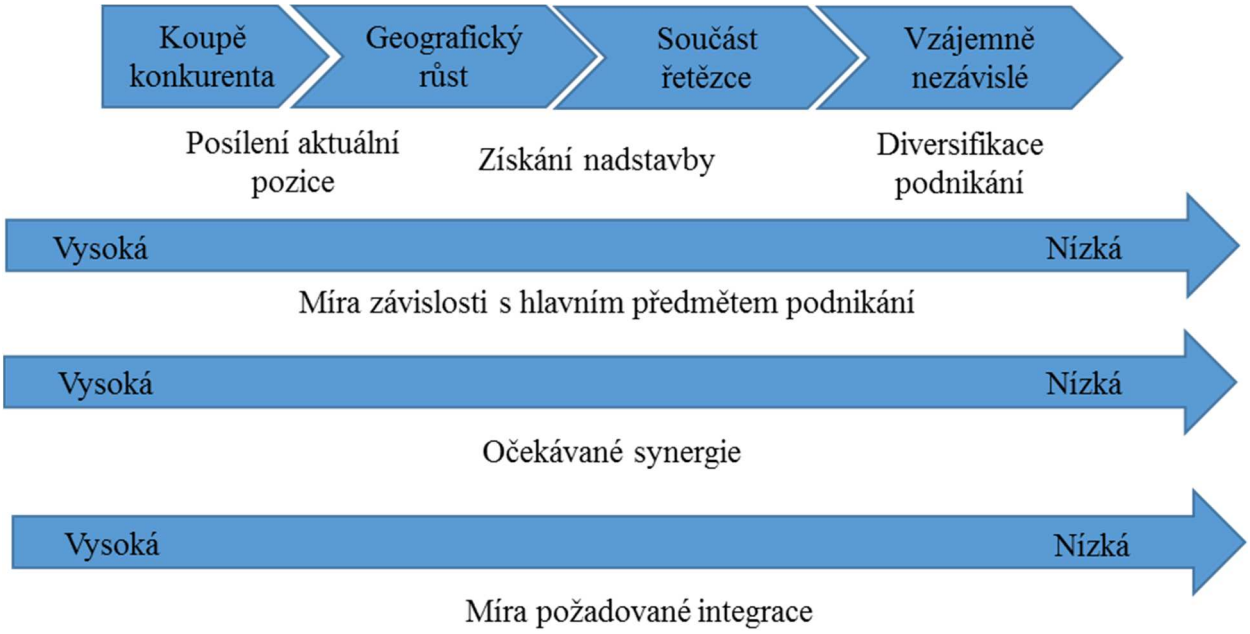
Strategie je základním kamenem, na kterém by měla být postavena celá struktura transakce. Definice důvodu uskutečnění transakce je výchozím bodem pro určení požadovaného post-akvizičního stavu, pomáhá porozumět očekáváním v budoucím vývoji podnikání, určit okruh konkurentů a stanovit hnací síly (drivery) daného odvětví (Harding & Rovit, 2004). Všechny tyto prvky jsou východiskem pro tvorbu strategie post-akviziční integrace, popřípadě úpravy již existující strategie tak, aby bylo dosaženo co největší post-akviziční hodnoty obou zúčastněných společností.

Hlavním úkolem post-akviziční integrace je zajištění bezproblémového fungování a spolupráce obou zúčastněných společností při dosažení vytýčených cílů. Výchozím bodem pro formulaci integrační strategie je odpověď na následující otázky:

- O jakou formu transakce se jedná, fúze sloučením nebo splynutím, pořízení aktiv atd.?
- Je podnikání pořizované společnosti blízké podnikání kupujícího?

Je vhodné určit, která společnost je pohlcovaná a do jaké míry. Je zapotřebí pracovat s reálným stavem transakce, nikoliv s její prezentovanou právní formulací. Kategorizace

transakcí s ohledem na přidruženost podnikání kupujícího a prodávajícího se dá názorně prezentovat na níže uvedeném schématu. Uvedené kategorie jsou teoretické, v praxi bude docházet k jejich kombinaci. Zařazení transakce do určité kategorie umožní identifikovat hlavní problematické okruhy a rizika při realizaci integračního procesu.




Obrázek 6: Určení míry integrace

Zdroj: vlastní zpracování

Jak uvádí Kotter (Kotter, 2000), při realizaci zásadních změn je nutno dodržovat určité postupy
a pravidla. Dle jeho modelu Osm kroků změny by se mělo jednat o následující kroky:

Krok 1: Vyvolání vědomí naléhavosti

- Prozkoumání trhu a konkurenčního prostředí.
- Identifikace kritických míst, potenciálních krizí nebo zásadních příležitostí a diskuse o nich.

Krok 2: Sestavení koalice schopné prosadit a realizovat změny

- Vytvoření skupiny dostatečně silné řídit změny.
- Přimět skupinu pracovat společně jako tým.

Krok 3: Vytvoření vize a strategie

- Vytvoření vize, která pomůže řídit proces změny

- Vyvinutí strategií na dosažení této vize

Krok 4: Komunikace transformační vize

- Využití všech dostupných prostředků k nepřetržité komunikaci o nové vizi a strategiích.
- Vůdčí koalice jako vzor jednání očekávaného od zaměstnanců.

Krok 5: Delegování v širokém měřítku

- Odstraňování překážek.
- Změna systémů nebo struktur bránících transformaci.
- Podpora riskantních rozhodnutí a netradičních myšlenek, aktivit a postupů.

Krok 6: Vytváření krátkodobých vítězství

- Plánování viditelných zlepšení výkonu neboli „vítězství".
- Dosahování těchto vítězství.
- Viditelné oceňování a odměňování lidí, kteří se podíleli na dosažení těchto vítězství.

Krok 7: Využití výsledků a podpora dalších změn

- Využití růstu důvěry ke změně všech systémů, struktur a postupů, které nejsou ve vzájemném souladu a neodpovídají transformační vizi.
- Najímání, povyšování a vzdělávání lidi, kteří mají schopnosti realizovat transformační vizi.
- Oživování procesů stále novými transformačními projekty, náměty a prvky.

Krok 8: Zakotvení nových přístupů do firemní kultury

- Dosahování lepších výsledků prostřednictvím chování orientovaného na zákazníky a zvyšování produktivity, lepšího vedení a efektivního řízení.
- Poukazování na souvislosti mezi novými vzory chování a podnikovými úspěchy.
- Rozvíjení prostředků zajišťujících vzdělávání manažerů a výběr vhodných nástupců.

Dodržení výše popsaných osmi kroků by mělo zabránit kontraproduktivním procesům a mělo by zefektivnit proces integrace.

Specifickým druhem transakcí z pohledu procesu post-akviziční integrace je koupě přímého konkurenta. S tímto druhem transakce se nejčastěji setkáme v tradičních odvětvích, která pro realizaci organického růstu společnosti vyžadují příliv významného kapitálu nebo aplikaci zásadních inovací. Kupující se většinou dobře vyzná v okolním ekonomickém prostředí a dobře zná své potenciální cílové společností. Transakce se může uskutečnit ve zjednodušené formě, tedy pořízením aktiv cílové společnosti. Následný proces integrace neobnáší žádné zásadní problémy. Bude se jednat především o vhodné účetní a daňové řešení, nastavení vhodné kombinace přebíraných aktiv.

Problém ovšem může nastat, pokud dojde k uskutečnění transakce ve formě koupě podílu. Nastává vlastně již v počátku transakce, kdy pro provedení due diligence musí prodávající poskytnout citlivá data přímému konkurentovi. Po realizaci akvizice čelí kupující dalším problémům, například nutnosti přesvědčit zaměstnance o výhodách, které pro ně plynou díky změně vlastnické struktury, případně o tom, že jim nehrozí riziko, pokud součástí integračního plánu není propouštění zaměstnanců. Integrace dobře zaběhnutých systémů s ustálenou korporátní kulturou hluboce zakotvenou ve všech oblastech koupené společnosti bude předmětem odporu ze strany integrované společnosti a je třeba počítat s nutností vynaložit dodatečný čas a finanční prostředky. Aby prostředky nebyly vynakládány zbytečně, je zapotřebí určit, do jaké míry je nutno integraci obou společností provádět, porovnat náklady a přínosy s tím spojené. Pro určení vhodné míry integrace je třeba analyzovat následující otázky:

- Co je základem konkurenceschopnosti cílové společnosti?
- Jaké jsou hlavní prvky provozního modelu cílové společnosti?
- Vyžaduje provozní model fundamentální úpravy, které zajistí splynutí s modelem kupující společnosti?
- Jak se kupující vypořádá s překrývajícími se funkcemi v provozní oblasti?
- Jaké jsou základní odlišnosti firemních kultur obou společností?

Odpovědi umožní vytvořit základní představu o rozsahu a směru integrace. Při provedení integrační due diligence se může dojít k závěru, že nejvhodnější metodou integrace je tvorba nové kultury a struktury, v rámci které bude převzato know-how obou zúčastněných společností. Jedná se o tvorbu integrační architektury.

### 5.1.3 Architektura integrační due diligence

Proces integrace se na první pohled může jevit jako proces změny kultury kupované společnosti tak, aby mohla efektivně fungovat s kupující společností. Aplikace tohoto pohledu ovšem neumožní dosažení post-akvizičních cílů v plné možné míře. V rámci ideálního procesu integrace by bylo vhodné převzít nejlépe fungující prvky, pravidla a procesy obou společností a vytvořit novou strukturu.

Integrační due diligence se zabývá otázkou, do jaké míry bude cílová společnost integrována do kupující společnosti. Chybný je názor, že nově pořízená společnost musí být plně začleněná do existující struktury, že tedy dojde ke změně veškerých procesů. Ani opačný postup, kdy pořízená společnost je plně ponechána jako samostatná jednotka bez jakéhokoliv včlenění, není klíčem k úspěšné tvorbě hodnot pro investory a akcionáře.

Tabulka 13: Integrace cílové společnosti

| Organizační opatření | Míra integrace | Identita cílové společnosti | Vztah s kupující společností |
|---|---|---|---|
| **Držba** | Nulová. Obě společnosti zůstávají plně nezávislé. | Koupená společnost zůstává nezávislá. | Pouze informační a finanční toky mezi společnostmi. |
| **Zachování** | Omezená. Sjednocují se podpůrné funkce, hlavní podnikatelské činnosti zůstávají nezávislé. | Podstatná část identity koupené společnosti je zachována. Dochází pouze ke změně řízení a interní struktury. | Výměna důležitých zkušeností a poznatků, finanční a manažerská podpora. |
| **Pohlcení** | Plná. Sjednocují se všechny činnosti, zaměstnanci, dochází ke změně standardů a zvyklostí. | Identita koupené společnosti je plně nahrazená identitou kupující společnosti. | Převzetí. |
| **Smíšené** | Kombinovaná: dochází k tvorbě nové organizační kultury v obou společnostech. | Pro nově vzniklou společnost vzniká zcela nová identita. | Partnerství. |

Zdroj: vlastní zpracování

Každá jednotlivá transakce vyžaduje stanovení míry začlenění individuálně. Pokud vezmeme v úvahu typ kupující strany a povahu transakce, dají se stanovit určité společné body pro určení míry integrace. Například v případě pořízení společnosti Private Equity fondem se dá předpokládat, že nově pořízená společnost zachová značnou samostatnost. Úkolem týmu integrační due diligence je stanovit, které procesy je třeba zavést, aby

samostatně fungující jednotka mohla být efektivně řízená. Například se může jednat pouze o integraci společného reportingového systému. Jinou situací je již dříve popisovaná akvizice konkurenční společnosti. V tomto případě by mělo dojít k plnému pohlcení pořízené jednotky v rámci úplného včlenění jejího interního systému do systému kupující společnosti. Většina funkcí v těchto společnostech bude duplikovaná a bude třeba redukovat existující kapacity. Ovšem vzhledem k totožnosti prostředí, ve kterém obě entity operují, je úkolem týmu post- akviziční integrace určit silné stránky interního systému každé ze společností a posoudit možnost jejich společné praktické aplikace. Dalším úkolem integračního týmu je určení nadbytečných kapacit a definice možností jejich redukce. Vzhledem ke komplexnosti výše uvedených otázek a analýz je nutné, aby práce týmu integrační due diligence byla zahájená ještě před dokončením akvizice. V den, kdy se kupovaný podnik stane součástí nové struktury, musí být k dispozici podrobný plán integračních změn, který umožní bezproblémové společné fungování obou společností v co nejkratší době. Společnosti, které do projektů fúzí a akvizic vstupují často, již mají vypracovaný univerzální základní integrační plán, který slouží jako osnova pro budování individuálně přizpůsobeného plánu pro danou transakci.

Dalším úkolem integrační due diligence je analýza existující organizační struktury obou zúčastněných společností a její úprava s ohledem na nově vzniklý stav. Předmětem této analýzy je také struktura pravomocí a odpovědností a její úprava, která vyžaduje spolupráci s oddělením lidských zdrojů obou zúčastněných společností.

Společnosti, které se účastní fúzí a akvizic často, doporučují provést proces integrace v co nejkratší době. Zkrácení integrační doby vyžaduje perfektní přípravu. Díky rychlému procesu začlenění jsou minimalizovaná rizika spojená s odporem k zavádění změn a zvyšuje se pravděpodobnost dosažení plánovaných pozitivních efektů transakce v maximálním rozsahu.

### 5.1.4 Spojovací prvky

Jakmile je definována integrační architekturu, je zapotřebí určit jednotlivé kroky a mechanizmy pro dosažení požadovaného stavu a bezproblémové fungování obou společností v plném provozu. Jedná se o revizi a nastavení procesů a činností, u kterých je třeba zajistit jejích kompatibilitu. Tato oblast je obzvlášť důležitá pro podniky, kde se hlavní synergické efekty očekávají v úsporách z rozsahu.

Například Gleich (Gleich & Kierans, 2010) popisuje úspěšný integrační proces na příkladu mexické cementárenské společnosti CEMEX, která se zaměřila na zdokonalování svých procesů prostřednictvím převzetí nejlepší praxe od společností, které si pořizovala. Integrační tým úzce spolupracoval se zaměstnanci cílových společností a prováděl analýzu silných a slabých stránek fungování jejich podnikatelského procesu. Výsledkem byla analýza, která porovnávala procesy cílové společnosti a CEMEXu s doporučeními na implementaci zjištěných silných stránek na všechny podniky ve skupině. Tento postup nakonec vedl k tomu, že nastavení procesů CEMEXu je kombinací nejlepší praxe všech společností, které kdy byly akvírovány.

Výchozím zdrojem informací pro nastavení spojovacích prvků při integraci obou společností jsou informace získané při provozní a organizační due diligence, které proběhly v rámci předakviziční fáze. Pro doplnění chybějících informací jsou zdrojem pohovory s odpovědnými pracovníky.

## 5.2 Proces integrační due diligence

Závěrem due diligence, která proběhla v rámci přípravné fáze, může být pozitivní hodnocení cílové společnosti a doporučení její koupě. Závěry z této fáze jsou založeny na minulém vývoji, ovšem úspěšnost budoucího vývoje se odvíjí od schopnosti úspěšné integrace. Integrační due diligence je nástrojem, který již v předakviziční fází umožňuje identifikovat rizika a nástrahy spojené s integrací.

Z organizačního hlediska integrační due diligence je zapotřebí vyhodnotit, zda je potřeba vytvořit samostatný due diligence tým, anebo jenom rozšířit standardní rozsah práce běžných due diligence týmů tak, aby jejich zjištění bylo možné následně použít při nastavení procesu integrace. Rozhodujícím faktorem při odpovědi na otázku je, zda due diligence týmy pracující na prověrce běžných oblastí mají zkušenosti s integrační due diligence a jsou schopny rozšířit svoje užší zaměření o pohled na budoucí společné fungování obou podniků. Vhodnou cestou může být vytvoření užšího týmu odborníků z interních zdrojů kupující společnosti, který bude koordinovat práci ostatních týmů, bude pokládat dodatečné otázky a připraví integrační pán. Dobře připravený integrační plán musí obsahovat jak hlavní, tak i alternativní variantu řešení integračních problémů nebo procesů. Jako zdroje informací pro tým integrační due diligence poslouží především strategická a provozní due diligence. Jedná se o hlavní informační zdroje umožňující predikci schopnosti společně fungujících podniků tvořit požadovanou hodnotu. Dalším vhodným zdrojem informací je méně známá, ale čím

dál tím významnější kulturní due diligence. Rozdíly v kulturních zvyklostech společností mohou být jedním z hlavních kamenů úrazu při provádění integrace, jak je patrné i z příkladů uvedených v kapitole 1.5.

S ohledem na to, že due diligence je prováděna větším množstvím týmů, je nutno nastavit komunikační procesy tak, aby integrační tým obdržel veškeré informace potřebné k tvorbě integračního plánu. Ten by měl zajistit bezproblémové společné fungování společností od prvního dne společné činnosti.

Jak uvádí Gates (Gates & Very, 2003), existují tři základní přístupy k řízení integračního procesu:

- Adaptivní proces.
- Podmíněný proces.
- Vícefázový proces.

Aplikaci adaptivního přístupu k integračnímu procesu zohledňuje nutnost neustálých úprav předem určeného integračního plánu. Integrace je dynamický proces, který probíhá v podmínkách nedostatku informací a nejistoty. Integrační plán je předem připraven v době, kdy kupující nemá dostatek informací o kupované společnosti. V okamžiku, kdy je transakce dokončená, má kupující možnost získat chybějící data o předmětu koupě. Na základě komplexních informací dochází k úpravě původně připraveného plánu s ohledem na aktuální zjištění a skutečný stav integračního prostředí. Podobná adaptace by měla zvyšovat šance na úspěšnou tvorbu budoucí hodnoty společně fungujících podniků.

Haspeslagh (Haspeslag & Jemison, 1991) zavádí pojem podmíněný přístup, který spočívá ve volbě míry integrace a který se dá rozdělit na tři typy: absorpce, symbióza, zachování. V závislosti na zvolené úrovni integrace se zásadně liší úroveň vzájemné závislosti obou společností a míra jejich samostatnosti. Pokud je zvolená absorpční míra integrace, je akvírované společnosti ponechaná minimální samostatnost a integrace se provádí plně jak na organizační, tak i na provozní úrovni. Symbióza umožňuje počáteční koexistenci obou společností s následným nárůstem vzájemné závislosti. Nejnižší míra integrace je vyžadována při volbě metody zachování, kdy obě společnosti i po uskutečnění transakce fungují vzájemně téměř nezávisle.

## 5.3 Měření výsledků post-akviziční integrace

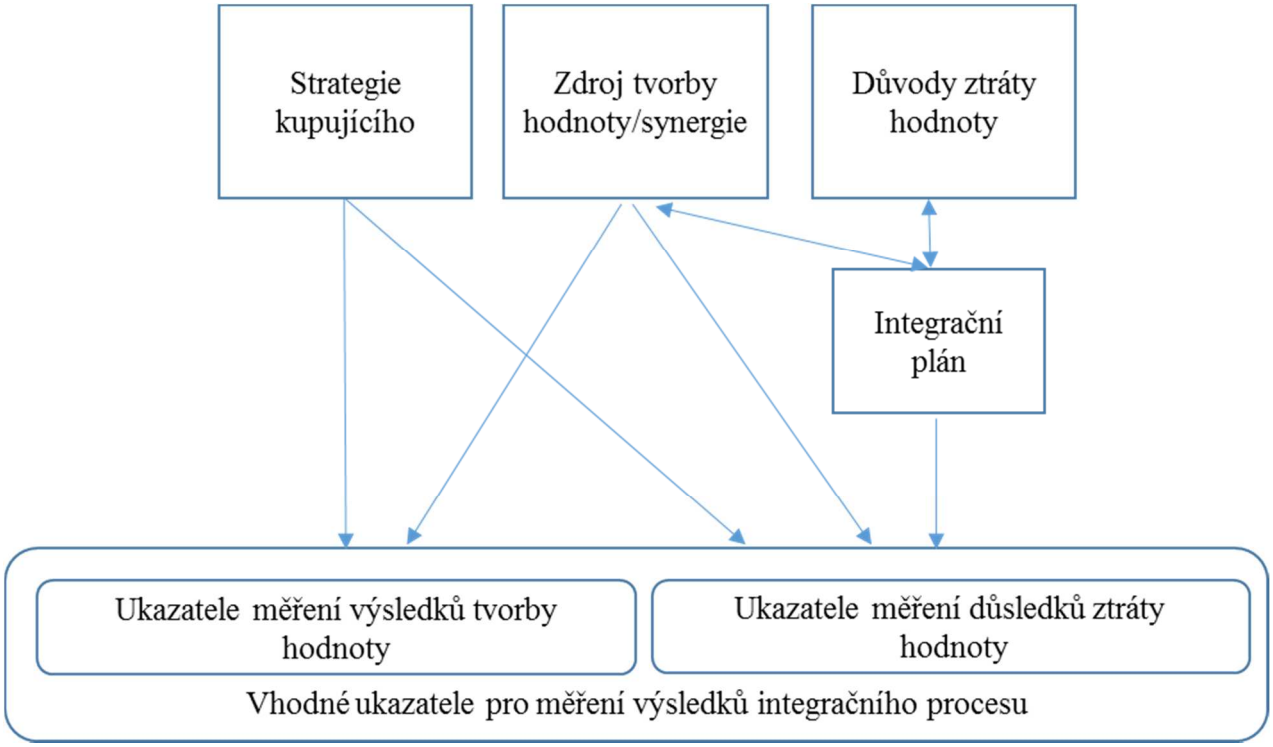
Průběžné měření výsledků jakéhokoliv procesu je základním východiskem pro úspěšné dosažení stanovených cílů. Jak popisuje bývalá šéfka oddělení Merger Integration, americké telekomunikační společnosti Lucent, použití ukazatelů měření výkonnosti (performance measures) v rámci post-akviziční integrace je neocenitelným nástrojem, který pomáhá integračnímu týmu dosahovat dílčích cílů. Určení pouze slovních cílů a měřítek není zdaleka dostačující, protože může dojít k jejich chybné interpretaci.

Vzhledem k jedinečnosti každé transakce a procesu jejích post-akviziční integrace není možné stanovit univerzálně vhodný model měření výkonnosti integračního procesu.

Největší hodnotu přinášejí fúze a akvizice prostřednictvím realizace synergických efektů. K tvorbě hodnoty dochází při nárůstu výnosů a snižování nákladů. Kupující společnost se ovšem nesmí soustředit pouze na tvorbu hodnoty, ale i na udržení již existující hodnoty obou společností.

Systém měření výkonnosti post-akviziční integrace musí být vytvořen na míru každé jednotlivé transakci. Při tvorbě systému měření je třeba vycházet především z akviziční strategie a důvodů realizace transakce. Akviziční strategie s sebou přináší určitá rizika, vůči kterým je třeba navrhnout opatření v integračním plánu. Například při transakci farmaceutické společnosti Medco (Gaughan, 2002) a společnosti Merck došlo k vertikální akvizici a Merck se posunul v dodavatelsko-odběratelském řetězci na úroveň, kde operovala i část jejích dosavadních zákazníků a stala se jejích konkurentem. V tomto případě hlavním bodem systému měření hodnoty post-akviziční integrace bylo sledování vlivu ztráty dosavadních zákazníků.

Systém měření vychází z jednotlivých druhů definovaných problémů a rizik spojených s tvorbou hodnoty nebo zabráněním její ztráty. S ohledem na tyto faktory se určí postup práce při tvorbě systému měření výkonnosti post-akviziční integrace. Vzorový postup je prezentován na níže uvedeném schématu.




Obrázek 7: Systém měření výkonnosti post-akviziční integrace

Zdroj: vlastní zpracování

Dalším vhodným nástrojem pro tvorbu systému pro měření výkonnosti je použití metody Balanced Scorecard. Tento nástroj umožňuje efektivní vyhodnocení výkonnosti v nefinanční oblasti, která se zdá být zdrojem největších problémů při integraci. Níže uvedená tabulka ukazuje (Gates, Very) příklady ukazatelů měření výkonnosti, které jsou v rámci BSC používány některými společnostmi.

Tabulka 14: Měření výkonnosti pomocí Balanced Scorecard

| **Měření zákaznické spokojenosti** | **Měření efektivity interních procesů** | **Měření učení se a růstu** |
|---|---|---|
| Počet objednávek | Snížení počtu zaměstnanců | Vnímání společnosti zákazníky a zaměstnanci |
| Spokojenost | Míra konsolidace systémů | Míra fluktuace zaměstnanců |
| Míra obratu | Doba vývoje nových produktů | |

Zdroj: Gates, Very (2003)

Pokud se odkážu na výsledky výzkumu provedeného v roce 2000 Verym a Gatesem na vzorku 53 firem ze severní Ameriky a Evropy, dají se nejvíc preferované ukazatele měření post-akviziční integrační výkonnosti sumarizovat v následujícím přehledu:

Tabulka 15: Preference při použití ukazatelů měření post-akviziční integrační výkonnosti

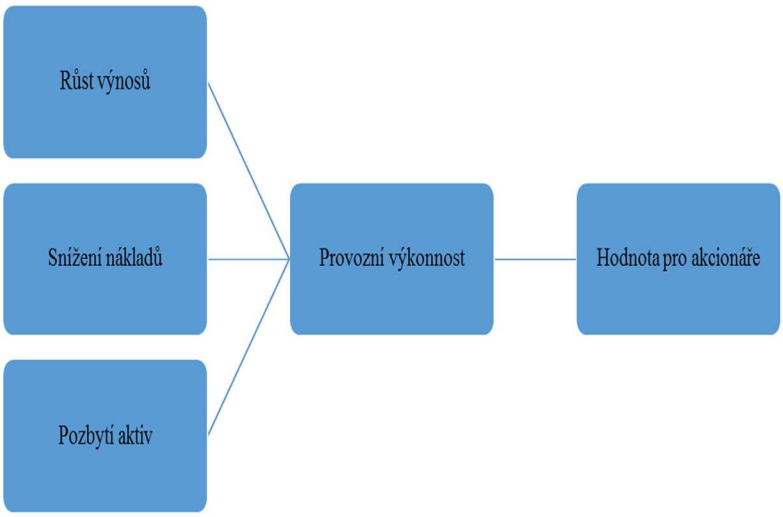
| Ukazatel | Procento dotazaných, používajících ukazatel | Procento dotazaných, považujících ukazatel za přínosný |
|---|---|---|
| *Strategické ukazatele* | | |
| Podíl na trhu | 79 | 73 |
| Vývoj nových produktů | 57 | 77 |
| Produktové portfolio | 66 | 90 |
| *Provozní ukazatele* | | |
| Míra fluktuace zaměstnanců | 64 | 85 |
| Snížení počtu zaměstnnaců | 61 | 78 |
| Spokojenost zaměstnanců | 52 | 53 |
| Míra fluktuace zákazníků | 72 | 67 |
| Integrace IT systémů | 70 | 68 |
| Rychlost integrace | 78 | 75 |
| *Ekonomické ukazatele* | | |
| Cena akcií | 42 | 83 |
| Výnosy | 83 | 96 |
| Čistý zisk | 82 | 92 |
| Provozní zisk | 92 | 88 |
| EVA | 38 | 76 |
| Poměr nákladů a výnosů | 39 | 84 |
| Úspora nákladů | 92 | 84 |

Zdroj: Gates, Very (2003)

### 5.3.1 Měření post-akviziční synergie

Jednou z cest, jak fúze a akvizice přispívají k hodnotě firmy, je realizace synergických efektů. A právě měření očekávaných efektů je hlavní oblastí zkoumání integrační due diligence. Výsledek due diligence je pak výchozím bodem pro vyjednávání o ceně transakce.

U horizontálních akvizic je pravděpodobné dosažení jak výnosové, tak i nákladové synergie. Ekonomická teorie většinou vidí horizontální akvizici jako příležitost k dosažení úspory nákladů díky úsporám z rozsahu a odstranění duplicitních aktiv a činností. Na rozdíl od ekonomické teorie se marketingový pohled spíše přiklání k dosažení výnosové synergie, a to díky efektivnějšímu využití zdrojů obou firem. Sumarizace jednotlivých očekáváných synergií a jejich vliv na tvorbu hodnoty pro akcionáře je uveden v přehledu níže.




Obrázek 8: Synergie a tvorba hodnoty pro akcionáře

Zdroj: vlastní zpracování

Synergie nákladů je ve většině případů v popředí zájmu v rámci M&A. Důvodem je nejspíše i větší praktická prokazatelnost jejích naplnění než v případě výnosové synergie. Pokud se podíváme na průzkum, který uskutečnil Capron (Capron, 1999), pak na jeho vzorku 253 prozkoumaných transakcí, které se uskutečnily v Evropě a Americe mezi lety 1988 a 1992, je prokazatelné, že pozbytí duplicitních aktiv a činností a přemístění zdrojů přispívá k úspěšnému akvizičnímu rozvoji. Nesmí se ovšem zapomenout na případná rizika.

Pokud se podíváme na další podobné průzkumy, pak za povšimnutí stojí ten, který uskutečnil Gosh (Gosh, 2004) na vzorku více než 2000 transakcí provedených ve Spojených státech mezi lety 1980 a 1990. Průzkum prokázal, že akvizice výrazně přispívají k růstu podílu na trhu. Průměrný růst podílu na trhu činil z 2,77 % na 4,39 %, což je více než 58% nárůst. Dalším závěrem průzkumu je pozitivní závislost mezi růstem podílu na trhu a dlouhodobou provozní výkonností podniku. Při podrobnějším zkoumání zlepšení provozní výkonnosti se zjistilo, že jí bylo dosaženo s přispěním efektivnějšího využití aktiv a provozních nákladů s tím, že příspěvek efektivnějšího využití aktiv převažuje.

Nesmí se zapomínat, že predikce budoucího vývoje úspor nákladů a růstu výnosů je velice citlivou a rizikovou oblasti. Doporučuje se provést i benchmark analýzu pro ověření, zda předpokládané odhady jsou realistické, či nikoliv.

## 5.4 Post-akviziční růstová due diligence

### 5.4.1 Tradiční přístup k due diligence

Jak ukazuje praxe, v převážné většině případů prováděných due diligence panuje tradiční přístup, kdy jednotlivé due diligence týmy provedou prověrku své oblasti, prodiskutují zjištění s jinými týmy a už se nezabývají dopady transakce na možnost budoucího růstu, vhodnosti kombinace pořízených aktiv, přebíraným schopnostem a znalostem. Zjištění o budoucím fungování společností po uskutečnění transakce jsou popsána v due diligence zprávách, jsou ovšem postavená primárně na minulých událostech a jejich predikci do budoucna a také jsou zaměřena především na tu konkrétní entitu, která je předmětem due diligence, a už se nevěnují dopadům transakce na entitu novou. Důvodem je především nedostatek informací o celkové budoucí strategii růstu. Cíle a vize zůstávají na úrovni managementu a nejsou přesouvány k jednotlivým týmům.

V M&A transakcích je cílová společnost obvykle hodnocená na základě výnosů před úroky, odpisy a zdaněním (EBITDA), případně jinou modifikací hospodářského výsledku, výší pracovního kapitálu, hmotného a nehmotného majetku a v poslední době především i hodnotě duševního vlastnictví. V tradičním pojetí jsou due diligence prověrky navrhované tak, aby hrály nejvýznamnější roli při stanovení kupní ceny, která může být rozhodujícím faktorem pro realizaci transakce.

### 5.4.2 Tradiční due diligence versus post-akviziční růstová due diligence

Tradiční due diligence pro účely kupujícího slouží k tomu, aby snížila informační nedostatek kupujícího a míru nejistoty a rizika při uskutečnění transakce. V případu vendor due diligence se především jedná o přípravu k obhajobě ceny požadované prodávajícím za svoji společnost. Pro splnění těchto úkolů se zaměřují due diligence týmy na prověrku minulosti a současnosti právní, finanční, daňové, komerční a jiných oblastí společnosti. Prověrka minulosti a současnosti ovšem nepřináší plný obraz o kupované společnosti s možností predikce budoucího vývoje cílové společnosti. Tento nedostatek pak řeší post-akviziční růstová due diligence, která má za úkol:

1. Definovat existující stav růstové platformy cílové společnosti. Jedná se o určení zdrojů, aktiv a schopností, které jsou hodnoceny s ohledem na existující růstové drivery.

2. Objevit relevantní rizika a nástrahy spojené s udržitelností a převoditelností růstového potenciálu společnosti.
3. Připravit post-akviziční strategii tak, aby zohlednila potenciální rizika a nástrahy, které mohou nastat v rámci post-akviziční integrace a určit hlavní a alternativní varianty vývoje.
4. Připravit rozpočet, který bude na nákladové straně zahrnovat cenu transakce a integrační a další transakční náklady a na straně výnosové očekávané post-akviziční růstové efekty (růst trhu, úspory z rozsahu apod.).

Post-akviziční růstová due diligence provádí analýzu všech výše uvedených faktorů a kritérií z pohledu společného fungování obou společností a tak ve mnohém spolupracuje se závěry integrační due diligence.

### 5.4.3 Analýza schopností

Jak určují ekonomické teorie fungování podniků, základem úspěšného podnikání společnosti je efektivní využívání dostupných zdrojů. V klasickém pojetí zdroje jsou práce, půda a kapitál, tedy aktiva a zaměstnanci. Způsobilost efektivně nakládat s těmito zdroji záleží na schopnostech společnosti. V rámci post-akviziční růstové due diligence zavádí Hall (Hall, 1992) nový pojem – schopnosti. Schopnosti jsou nehmotná aktiva, která jsou podle Halla hlavním faktorem, proč některé společnosti jsou úspěšnější než konkurence. Toto tvrzení se dá podložit výzkumem, který provedl například Grant (Grant, 2012) nebo Barney (Barney, 1991). Výzkumy ukazují, že jedním z hlavních faktorů, proč je konkurenceschopnost některých společností vyšší, je jejich práce na vývoji a zajištění udržitelnosti zdrojů a schopností. Rozdíl mezi zdrojem a schopností spočívá v tom, že schopnosti jsou budovány dlouhodobě na základě získaných praktických zkušeností z každodenního efektivnějšího použití a efektivní kombinace dostupných zdrojů. Často právě schopnosti jsou základnou pro dobré jméno a přidanou hodnotu jména společnosti.

Due diligence schopnosti vyžaduje speciální přístup, který lze sumarizovat do následujících čtyř okruhů:

1. Ověření udržitelnosti konkurenční výhody; budou pořízená aktiva a schopnosti i po uskutečnění transakce přispívat k získání a udržení konkurenční výhody? Pokud ano, jak?

2. Převoditelnost pořízených schopností; je kupující schopen zlepšit svoji konkurenceschopnost pomocí akvírovaných aktiv a schopností? Je možná jejich integrace do kupující společnosti? Existují nějaké právní překážky jako například registrace licencí a patentů?
3. Hodnocení udržitelnosti; mohou konkurenti jednoduše napodobit jedinečné schopnosti a zdroje? Jaké jsou překážky a náročnost?
4. Hodnocení trvanlivosti; budou akvírovaná aktiva a schopnosti přispívat k hodnotě společnosti v průběhu delšího časového období? Jaký je životní cyklus a finanční hodnota kupovaných aktiv?

Výše uvedené otázky jsou vzorovým a minimálním seznamem oblastí pro due diligence schopností.

### 5.4.4 Proces

K procesu post-akviziční růstové due diligence je vhodné přistupovat jako ke komplexnímu projektu a aplikovat na něj metodiku projektového řízení. Načasování projektu by mělo předcházet zahájení ostatních tradičních due diligence (právní, finanční, daňové apod.) a pokračovat v průběhu celého procesu realizace transakce. Je nutno dodržovat zásadu neustálé výměny informací napříč jednotlivými due diligence týmy. Post-akviziční due diligence zahrnuje pět kroků, které jsou podrobně popsány v následujících odstavcích.

Prvním krokem růstové due diligence je seznámení se a porozumění akviziční strategii kupujícího, důvodům a cílům uskutečnění transakce. Transakce musí být navržená a provedená tak, aby vyhovovala celkové strategie anorganického růstu společnosti. Pokud tým růstové due diligence nerozumí cílům kupujícího a anorganické strategii, nebude schopen provést due diligence tak, aby byla přínosná pro dosažení post-akvizičního růstu.

Po seznámení se s cíli transakce se přistupuje k druhé fázi, v jejímž rámci se uskutečňuje analýza a vyhodnocení přebíraných zdrojů a schopností. Analýza se provádí v rámci již dříve popsaných čtyř kroků (ověření udržitelnosti konkurenční výhody, převoditelnost pořízených schopností, hodnocení udržitelnosti, hodnocení trvanlivosti).

Třetí fáze se zaměřuje na predikci budoucího vývoje převzatých zdrojů. Jedná se o identifikaci a vyhodnocení růstových driverů, které budou zdrojem interního růstu

v průběhu post-akvizičního fungování společnosti. Následně se provádí analýza rizik a potenciálních překážek, které mohou negativně ovlivnit identifikované drivery, a případné kroky k jejich eliminaci. Pátá, závěrečná fáze je zaměřená na sjednocení zjištění získaných v rámci všech due diligence, přípravu zprávy, která musí obsahovat hodnocení udržitelnosti předpokládaného vývoje včetně popisu nálezů, doporučení k eliminaci rizik a kroků k dosažení požadovaného růstu.

### 5.4.5 Definice přístupu k hodnocení anorganického růstu

Hlavním cílem post-akviziční růstové due diligence je analýza kupované společnosti zaměřená na hodnocení jejího přínosu ke splnění cílů anorganického růstu kupující společnosti. Úspěšnost anorganického růstu je ovlivněná významným množstvím faktorů a čelí značným rizikům. Mezi základní faktory, které mohou přispět k úspěchu nebo neúspěchu post transakčního růstu, se dají zařadit následující ukazatele:

1. Velikost kupované společnosti.
2. Zkušenosti kupujícího s transakcí s podniky.
3. Rozpočet transakce.
4. Forma transakce (přátelské/nepřátelské převzetí) a oborová blízkost.
5. Rozdíly firemních kultur.

Rotenbucher a Schrottke (Rothenbuecher & Schrottke, 2008) provedli empirický výzkum, který měl za cíl identifikovat nejvýznamnější faktory ovlivňující post-akviziční vývoj. Na vzorku 175 transakcí bylo zjištěno, že častou příčinou neúspěchu a pomalého post-akvizičního růstu je nevhodný přístup k uskutečňované transakci s ohledem na její typ.

Autoři studie navrhují zařadit transakce do jednoho z následujících sedmi typů:

1. získání produktu;
2. získání trhu;
3. navýšení objemu produkce;
4. integrace směrem dopředu produkčního řetězce;
5. integrace směrem dozadu produkčního řetězce;
6. získání konkurenta;
7. diverzifikace.

Hodnocení a analýza budoucího vývoje by se měla odvozovat od druhu transakce a jako příklad se uvádí společnost Procter & Gamble, která vždy předem definovala svoji strategii, zda se bude jednat o pohlcení konkurence nebo růst produktových řad. Procter & Gamble kupoval do svého portfolia jak vedoucí značky na trhu jako Olay, Pantene, Blend-a-med atd., ale i nově vzniklé společnosti s inovativními produkty. Díky použití výše popsaného přístupu k hodnocení pořizovaných aktiv a následnému nastavení integrační strategie dosahovaly výnosy divize kosmetiky skoro polovinu výnosů a víc jak polovinu zisku celé společnosti.[33]

### 5.4.6 Identifikace a hodnocení aktiv

V základním rozsahu se aktiva člení na hmotná a nehmotná. Ocenění a hodnocení přínosu hmotných aktiv je poměrně nenáročný proces, protože se jednotlivá aktiva dají jednoduše identifikovat a určit jejich ekonomický efekt, například kapacitu výrobní linky. V moderních společnostech ovšem převážná většina jejich hodnoty spočívá ve vlastnictví nehmotných aktiv, která jak již bylo uvedeno výše, se dají rozčlenit na nehmotná aktiva typu software, licence apod., a schopnosti. Hodnocení nehmotných aktiv typu software rovněž nepřináší významné problémy. Ovšem hodnocení schopností je velice problematické a vyžaduje specifické přístupy. Jako příklad může posloužit americká společnost Uber, poskytovatel služeb zprostředkování osobní přepravy. Hodnota hmotného a identifikovatelného nehmotného majetku je výrazně nižší než tržní ocenění společnosti jako celku. Identifikace a hodnocení schopností, které případný kupující převezme při akvizici společnosti Uber[34], je velice náročné a bude se lišit v závislosti na kupující společnosti, jejích cílech a očekáváních. Ovšem právě pořízení schopností často bývá důvodem pro uskutečnění transakce.

Dalším příkladem nehmotného aktiva se zhoršenou možností identifikace je lidský kapitál. CEO společnosti Cisco Jon Chambers vyjádřil vysokou hodnotu tohoto aktiva následujícím výrokem (Gleich & Kierans, 2010): „*Většina lidí zapomíná, že ve vysoce technologických akvizicích ve skutečnosti získáváte lidi. A to je, proč tak velké množství z nich končí*

[33] https://hbr.org/2011/06/how-pg-tripled-its-innovation-success-rate
[34] Dle odhadu, provedeného Bloomebrg, činila hodnota společnosti Uber v roce 2016 69 miliard amerických dolarů

*neúspěchem. Když platíme 0,5–2 miliony USD za zaměstnance, my nekupujeme aktuální podíl na trhu. Kupujeme futures*."

Budoucí vývoj společností v moderním dynamickém prostředí je založen i na schopnosti udržovat krok s konkurencí díky úspěšnému výzkumu a vývoji. Celosvětově známá společnost 3M, výrobce lepicích pásek, má ve svém portfoliu přes 50 000 druhů výrobků se 40 různými technologickými platformami. Tak široká nabídka kvalitních produktů umožňuje společnosti dlouhodobou převahu nad konkurencí a je důsledkem silného výzkumu a vývoje 3M. Získávání inovativních produktů je důsledkem dobře propracované strategie anorganického růstu, v rámci kterého se 3M soustřeďuje na akvizice mladých společností s velkým rozpočtem na výzkum a vývoj. Tato strategie byla společností stanovená již v roce 1982 a její úspěšnost je prokazatelná dosavadními výsledky.

Post-akviziční růstová due diligence musí v oblasti identifikace a hodnocení aktiv poskytnout relevantní odpovědi na otázky:

- Jak velké jsou rozdíly mezi schopnostmi kupující a cílové společnosti a jaká je možnost jejich integrace?
- Jaké post-akviziční mezery bude třeba překonat v oblasti lidských zdrojů?
- Jaké mezery v oblasti technologií a výzkumu a vývoje budou zaplněny díky transakci?
- Jak budou reagovat konkurenti na novou situaci na trhu a jak jsou ohroženy převzaté konkurenční výhody?

### 5.4.7 Identifikace a hodnocení růstových driverů

Růstové drivery ovlivňují vývoj kupující společnosti poté, co akvizice je dokončená a aktiva a schopnosti jsou spojené. Příkladem driveru může být počet patentů obdržených v rámci transakce. Růstové drivery koupené společnosti musí doplňovat a zlepšovat růstové drivery kupující společnosti.

Hodnocení růstových driverů je vhodné ukázat na příkladu akvizice Deutsche Bank a Postbank. Pro udržení konkurenční výhody v období ekonomického poklesu v roce 2008 a následujících potřebovala Deutsche Bank výrazně rozšířit síť retailových klientů. Deutsche Bank usoudila, že půjde cestou anorganického růstu a jako strategicky vhodnou cílovou společnost si zvolila Postbank, která vlastnila nejširší síť poboček a retailových zákazníků.

Růst Deutsche Bank byl zajištěn díky driverům, převzatým od Postbank. Růstové drivery představují příspěvek k růstu spojené společnosti a jsou základem pro kontinuální post-akviziční interní růst.

### 5.4.8 Identifikace a hodnocení investičních rizik

Hlavním rizikem ohrožujícím post-akviziční stav společnosti je pravděpodobnost negativního vlivu M&A transakce na organický růst kupující společnosti. Pro eliminaci tohoto rizika je třeba mít na mysli pravidlo, že transakce musí být zastavená v případě, kdy pravděpodobnost narušení stávající hodnoty a negativního vlivu na organický růst kupující společnosti je významná.

Post-akviziční due diligence má za úkol vyhodnotit rizika ovlivňující růstové drivery. Hlavní body procesu risk managementu při růstově orientovaných M&A transakcích jsou následující:

1. Identifikovat potenciální rizika ovlivňující post-akviziční růstové drivery.
2. Klasifikovat zjištěná rizika dle typu, pravděpodobnosti vzniku, vážnosti jejich dopadů na post-akviziční vývoj kontrolovaný post-akvizičními drivery.
3. Určit váhu jednotlivých rizik a určit jejich pravděpodobnost, vliv a možnost jejich kontroly.

Hodnocení post-akvizičních rizik se provádí dle následujících kritérií:

1. Riziko transakčních nákladů, které vzniknou nad původně odhadovanou výši z důvodu náročnosti post-akvizičních změn a integračních problémů.
2. Rizika plynoucí z nevhodné kombinace aktiv a schopností jednotlivých společností.
3. Technická rizika způsobená chybnou post-akviziční integrací.
4. Externí rizika spojená s externími faktory jako právní, ekonomická rizika, vývoj odvětví atd.
5. Kulturní rizika a kulturní nesoulady mezi kombinovanými společnostmi, ztotožnění se s novou strategií firmy apod.

### 5.4.9 Závěry post-akviziční růstové due diligence

Po provedení analýzy dat v rámci post-akviziční růstové due diligence je třeba připravit a předložit managementu kupující společnosti zprávu se všemi zjištěnými informacemi a analýzami. Zpráva musí poskytnout odpověď minimálně v rozsahu následujících otázek:

- Jsou požadavky post-akvizičního růstu konzistentní se strategickými cíli akvizice?
- Jsou požadavky technicky proveditelné?
- Budou k dispozici v rámci post-akvizičního procesu vhodně znalostně vybavení zaměstnanci?
- Existuje prostor pro zvyšování nákladů a prodlužování termínů? Jsou akviziční milníky založené na interních, anebo externích faktorech?

Součástí zprávymusí být i kalkulace očekávaných nákladů na post-akviziční integraci, a to variantně s ohledem na modifikace rozsahu práce.

Pokud závěrem post-akviziční růstové due diligence bude zjištění velké míry rizika snížení aktuální hodnoty kupující společnosti nebo narušení jejího organického růstu, je třeba odstoupit od záměru realizace transakce, pokud to smluvní ujednání umožňuje.

Variantně je možno doporučit odložení transakce do té doby, než se odstraní identifikované rizikové faktory. Správně provedená post-akviziční due diligence umožňuje společnostem zachovat jejich hodnotu a růstový potenciál a přispívá k dosažení významných strategických výhod v rámci post-akvizičního anorganického růstu.

# 6 Provedené průzkumy

## 6.1 Průzkum rozhodujících faktorů při provedení due diligence

Due diligence je nezbytným nástrojem při rozhodování kupujícího o realizaci transakce. Její významnost v posledních desetiletích nabyla na významu zejména proto, že dochází k velkému nárůstu transakcí a jejich hodnoty. Současným trendem je výrazné zkracování procesu prověrky a nákladů s ní spojených. Vývoj moderních technologií umožňuje zkracování
a zlevňování due diligence, a to díky implementaci on line aktivit, virtuálních dataroomů a použití analytických softwarů, které umožňují rychlejší zpracování velkého množství dat.

Každá společnost má svůj určitý postup, metody a časový rozvrh v závislosti na časových možnostech konkrétní transakce. Cílem tohoto průzkumu je zjistit, zda jsou určité návyky, metody nebo postupy preferovány více a jaké trendy jsou znatelné při stanovení časového horizontu transakce.

Data pro tento průzkum byla získána z databází Mergermarket a Zephyr. Průzkum je založen na transakcích uskutečněných v České republice, Slovensku, Polsku a Maďarsku v roce 2015, a to bez ohledu na odvětví. Počet transakcí v jednotlivých bodech průzkumu se může lišit z důvodu, že ne u každé transakce jsou k dispozici všechna potřebná data. Výchozí vzorek obsahoval 297 firem. Ukázka 30 firem ze zkoumaného vzorku je přílohou této disertační práce. Vzorek zkoumaných transakcí byl stanoven tak, aby odpovídal následujícím požadavkům:

- vhodná velikost vzorku,
- srovnatelnost prostředí, ve kterém byla transakce uskutečněna z ekonomického a kulturního hlediska,
- různorodost odvětví
- různorodost velikostí transakcí.

Volba vzorku byla navázána i na dostupnost zkoumaných informací, z toho důvodu, že ne všechny společností poskytovaly požadované informace.

### 6.1.1 Načasování prověrky

Existuje několik základních variant, kdy zahájit provedení due diligence. V odborné literatuře se upřednostňuje zahájení prověrky co nejdříve, a to již v době, kdy se o koupi cílové společnosti teprve uvažuje, ale zatím ještě nebylo zahájeno vyjednávání (viz obrázek 1 Proces due diligence). Praktická aplikace je ovšem často odlišná od vědeckých závěrů, a proto cílem tohoto průzkumu je zjistit, v jakém momentu transakčního procesu obvykle kupující společnosti zahajují due diligence. Na základě vlastních praktických zkušeností přicházím k závěru, že due diligence je převážně zahajována v okamžiku, kdy už jsou v procesu jednání o provedení transakce a prodávajícím je stanovená základní cenová nabídka. Průzkum má za cíl tento předpoklad potvrdit, nebo vyvrátit.

Data získána průzkumem ukázala, že pouze 19 % firem zahajuje due diligence ve fázi hledání potenciální cílové společnosti. Jedná se o prověrku prováděnou tzv. „od stolu“, kdy se ověřují základní veřejně dostupná data. Respondenti uváděli, že díky dostupným internetovým zdrojům a databázím je možno získat poměrně dobrý přehled o společnosti, jejích konkurentech a prostředí, ve kterém operuje, a potom již s touto získanou informační základnou jdou do případných jednání a hlubší prověrky.

Převážná většina společností zahajuje prověrku v okamžiku vyjednávání nebo podpisu smlouvy o mlčenlivosti. Nejčastěji se due diligence zahajuje při podpisu smlouvy o mlčenlivosti, a to ve 48 % zkoumaných případů a v 25 % procentech případů v průběhu procesu vyjednávání. Vyskytují se ovšem i případy, kdy kupující společnost zahajuje due diligence poměrně pozdě, a to až v okamžiku, kdy byla podepsána kupní smlouva, jedná se ale o pouhých 7 % případů.

Důvod, proč se většina prověrek uskutečňuje až v okamžiku, kdy je podepsána smlouva o mlčenlivosti, je naprosto zřejmá. V rámci prověrky má kupující přístup k velice citlivým datům, a proto je na straně kupujícího podpis smlouvy o mlčenlivosti povinným ochranným nástrojem k tomu, jak zabránit zneužití poskytnutých údajů. Většina kupujících se k této problematice vyjádřila tak, že jim prodávající neumožnil provedení prověrky do té doby, než se podepsala smlouva o mlčenlivosti.

Tabulka 16: Načasování due diligence

| Okamžik zahájení due diligence | Procento respondentů |
|---|---|
| Podpis dohody o mlčenlivosti | 48 |
| Vyjednávání | 25 |
| Hledání cílové společnosti | 19 |
| Podpis kupní smlouvy | 7 |

Zdroj: vlastní zpracování

Dalším zajímavým zjištěním, které potvrdilo moje osobní poznatky z praxe, je snaha o zkracování procesu due diligence. Tato skutečnost je ovšem v rozporu s doporučeními, která se v převážné míře vyskytují v teoretické literatuře. Až 64 % respondentů uvedlo, že preferují kratší proces due diligence ve snaze začít dosahování synergických efektů co nejdříve. Například pokud se díky transakci dá přesunout výroba do oblastí s nižšími výrobními náklady, je v zájmu společnosti realizovat tuto výhodu co nejdříve. A pouze 36 % dotázaných souhlasí s delším časovým úsekem pro provedení due diligence. Výše uvedená čísla ovšem bohužel nezohledňují rozdíly způsobené různými druhy transakcí. Pokud se jedná o tuzemskou transakci mezi podniky ze stejného odvětví, bude vyvíjen tlak na zkracování procesu prověrky, a to nejenom z důvodu co nejrychleji dosáhnout synergických efektů transakce, ale ve snaze ušetřit náklady na prověrku, protože subjekty operují v poměrně známém prostředí. Ovšem v případě přeshraniční transakce nebo v případě pořízení společnosti z jiného odvětví, bude proces prověrky delší a náročnější. Dalším důvodem, proč společnosti uskutečňují hlubší, časově náročnější prověrku, je snaha zajistit si dlouhodobou hodnotu.

### 6.1.2 Due diligence tým

Přestože převážná většina due diligence se uskutečňuje pomocí externích poradců, i v rámci kupující společnosti je třeba vyčlenit projektový tým, který má na starosti realizaci transakce a due diligence. Dle údajů, které byly k dispozici v rámci databáze Mergermarket, u 60 % společností tvoří interní due diligence tým 10 až 20 lidí, u zbylého počtu dotázaných firem se jedná o tým nad 20 lidí.

Tabulka 17: Velikost interního due diligence týmu

| Velikost interního týmu | Procento respondentů |
|---|---|
| 0 až 10 členů | 5 |
| 10 až 20 členů | 60 |
| 20 až více členů | 35 |

Zdroj: vlastní zpracování

Tato informace vyvolala dodatečnou otázku, kdy jsem chtěla prozkoumat, jestli se dají porovnat odpovědi společností, které se snaží čas věnovaný due diligence zkracovat, a společností, které věnují due diligence delší časový úsek. Průzkum není úplně spolehlivý, protože nebyla dostupná data všech společností, jejichž odpovědi byly zohledněny v rámci průzkumu času věnovanému due diligence.

Dle dat, která byla k dispozici, 65 % společností snažících se délku due diligence zkracovat, vytvořilo interní tým tvořený 10 až 20 zaměstnanci. Mezi společnostmi, které preferovaly delší časový úsek pro provedení due diligence, více jak 50 % vytvořilo tým s více jak 20 zaměstnanci.

Jako argument, proč jsou interní týmy spíše menší, se dá použít fakt, že moderní technologie umožňující vzdálený přístup, moderní databáze a vyhodnocovací systémy snižují množství potřebných zúčastněných zaměstnanců.

### 6.1.3 Důležitost oblastí, které musí být zahrnuty v kontrolním seznamu

Kontrolní seznam (častěji se používá výraz check list) je důležitým vodítkem při provedení due diligence. V rámci průzkumu každá společnost mohla uvést tři oblasti, které jsou pro ni nejdůležitějšími položkami na check listu.

Tabulka 18: Oblasti obvykle zahrnované do check listu

| Oblast | Procento |
|---|---|
| Finanční údaje | 82 % |
| Organizační struktura | 42 % |
| Daňové záležitostí | 38 % |
| Hmotná a nehmotná aktiva | 32 % |
| Výrobky a služby | 30 % |

| | |
|---|---|
| Právní záležitosti a soudní spory | 26 % |
| Informace o zákaznících | 22 % |
| Intelektuální vlastnictví | 16 % |
| Smlouvy | 8 % |
| Zaměstnanci | 4 % |

Zdroj: vlastní zpracování

### 6.1.4 Hlavní účel provedení due diligence

V rámci svého průzkumu v oblasti due diligence jsem se vždy setkávala s praktickými závěry jiných autorů, že prověrka finančních informací je pro kupujícího primárním důvodem pro provedení due diligence. Po přečtení doporučení různých autorů, především ze Spojených států, kteří zastávají názor, že finanční prověrka není pro zajištění budoucího úspěchu transakce (Gleich & Kierans, 2010) rozhodující, rozhodla jsem se podívat na aktuální data z evropského kontinentu. Na základě údajů z Mergermarketu za rok 2015 hraje prověrka finančních informací stále nejvýznamnější roli při provedení due diligence. Zastánci této skutečnosti ji vysvětlují zcela jednoduše – rizika, která se promítají ve finančních informacích, mohou mít vliv i na další oblasti působení společnosti. Tak například daňová rizika hrozí nejenom odlivem finančních prostředků, ale i zhoršením vztahů se státem a státními orgány, působí na zhoršení jména společnosti atd.

V převážné většině případů je due diligence považováno za nástroj, který slouží k odhalení potenciálních rizik v cílové společnosti. Jedna pětina považuje due diligence za nástroj, umožňující poznat lépe, jak cílová společnost funguje. Překvapujícím zjištěním bylo nízké procento společností, které považují due diligence za nástroj sloužící k úpravě ceny transakce. V rámci praxe jedné ze společností tzv. „velké čtyřky“ sloužilo jimi provedené finanční due diligence především jako podklad pro vyjednávání o ceně transakce a jako podklad pro získání úvěru na pořízení společnosti.

Stejnou váhu při provedení prověrky mají další dvě funkce due diligence, a to (i) potvrzení podnikatelských plánů a plánů na post-akviziční integraci a (ii) změna právní struktury transakce.

Pokud se podíváme na podrobnější rozpad, v rámci hodnocení finančních ukazatelů společnosti 38 % zúčastněných považuje za klíčový faktor kvalitu dosahovaných výnosů.

Tato skutečnost může být odůvodněná tím, že kvalita výnosů poukazuje na schopnost managementu společnosti. Dalším faktorem je sekundární efekt kontroly finančních údajů i to, že zjištěná rizika mají vliv na úpravu kupní ceny.

### 6.1.5 S jakými složitostmi se společnosti při provedení due diligence setkávají

V procesu provedení due diligence se často realizační týmy potýkají s určitými potížemi. Cílem průzkumu bylo zjistit, jakých překážek se při provedení prověrky nejvíce týmy obávají.

V rámci vybraného vzorku 44 % firem považuje za největší riziko, že se nepodaří získat požadovaná data včas a v potřebné kvalitě. S tímto rizikem se ztotožním. Při provedení due diligence jsem se v praxi často setkávala s pozdním vkládáním potřebných dat do dataroomu, se vkládáním v jiné než předem dohodnuté kvalitě anebo s účelovým zahlcováním dataroomu nadbytečným množstvím nepotřebných dat. S ohledem na přísně stanovené termíny zpracování due diligence, způsobené konkurencí na trhu a například krátkými termíny podepsaných exklusivních smluv na koupi cílové společnosti, se jedná o jeden z nejnáročnějších úkolů.

Dalším zajímavým zjištění, které potvrzuje názory teoretických autorů, je problematičnost provedení prověrky nefinančních informací, například kulturních rizik a rozdílů kupované a kupující společnosti nebo také riziko zaměstnanecké.

Další výzvou při provedení prověrky je hrozba úniku citlivých informací. Tohoto rizika se obává 40 % dotázaných respondentů. S tímto rizikem jsem se také setkala v praxi, a to v případě mediálně známé společnosti AAA Auto Praha, jejíž část akcií byla obchodována na mimoburzovním trhu. Zúčastněné strany v této transakci byly dost početné:

- Externí dodavatel finanční a daňové due diligence.
- Externí dodavatel právní due diligence.
- Společnost zajišťující pojištění transakce.
- Společnost poskytující poradenství pojišťovací společnosti.
- Poskytovatel vendor due diligence.

Předpokládám, že všechny zúčastněné strany podepsaly smlouvu o mlčenlivosti, ovšem okamžitě po zahájení due diligence se informace o plánovaném prodeji AAA Auto dostala na veřejnost, což způsobilo rapidní nárůst ceny obchodovaných akcií.

Další výzvou pro management (32 %) je paralelní řízení dvou různých společností. Obavy pramení především z chování managementu kupované společnosti, zda v obavách o svoje pracovní místo nebudou řídící pracovnicí mít snahu vynášet know-how ze společností anebo přestanou dbát na výkonnost podniku.

Největší obavu představuje přehlédnutí budoucích právních závazků a soudních sporů. Toto riziko bylo označeno v 58 % případů. Právní rizika mohou nejen poškodit pověst kupované společnosti, ale mít negativní vliv na kupujícího. Zajímavým zjištěním je, že modernější riziko neslučitelnost kulturních rozdílů bylo postaveno na roveň s tradičním finančním rizikem (po 48 %). Poslední příčku v tomto seznamu zaujalo riziko negativních synergií (46%), kterým se v poslední době věnuje i hojné množství teoretiků v oblasti due diligence a M&A.

Závěrem provedeného výzkumu se dá stanovit, že jedním z důvodu neúspěchů při realizaci transakcí je nesoulad praktické realizace procesu due diligence a teoretických doporučení.

Tabulka 19: Soulad praktické realizace DD s teoretickými doporučeními

| Zkoumaná otázka | Teoretické doporučení | Soulad teorie a praxe |
|---|---|---|
| Načasování prověrky v průběhu transakce | Due diligence ve fázi vyhledávání cílové společnosti | Ne |
| Složení due diligence týmu – interní vs. externí poradci | Due diligence musí být zajištěno interními zdroji ve spolupráci s externími poradci | Ano |
| Důležitost oblastí zkoumaných v rámci due diligence | Zaměření se na strategickou vhodnost cílového podniku a schopnost následné integrace | Ne |
| Účel provedení due diligence | Vhodnost cílového podniku k dosažení strategických | Ne |

Zdroj: vlastní zpracování

Na výše uvedená zjištění byl navázán další výzkum, který se věnuje otázce ochrany proti rizikům transakce pomocí nástrojů zakomponovaných do kupní smlouvy.

## 6.2 Smluvní nástroje minimalizace rizik

Kupující se může chránit proti transakčním rizikům zabudováním záruk a garancí do kupní smlouvy. Obzvlášť prospěšné je toto opatření v případech, kdy se kupující výrazně obává potenciálních rizik a s tím spojených ztrát. Zabudování záruk není úkonem pouze jednostranným ze strany kupujícího, ale i ochrana pro prodávajícího v případě post-akvizičních problémů. Pro pokrytí rizik se často využívá možnost postupné akvizice cílové společnosti. Většinou se jedná o pořízení většinového 50+% podílu na vlastním kapitálu cílové společnosti. Kupní smlouva obsahuje určitá kritéria, převážně finanční ukazatele, po jejichž splnění může být realizována akvizice zbylé části společnosti. Součástí smlouvy v takovém případě jsou put a call opce pro kupujícího a prodávajícího. Tyto opce dávají záruku kupující a prodávající straně, že při dosažení sjednaných kritérií dojde k převodu podílu za sjednaných podmínek na základě uplatnění opce. Proces zabudování podobných podmínek se častěji řídí ekonomickými zkušenostmi (intuicí) než právními doporučeními.

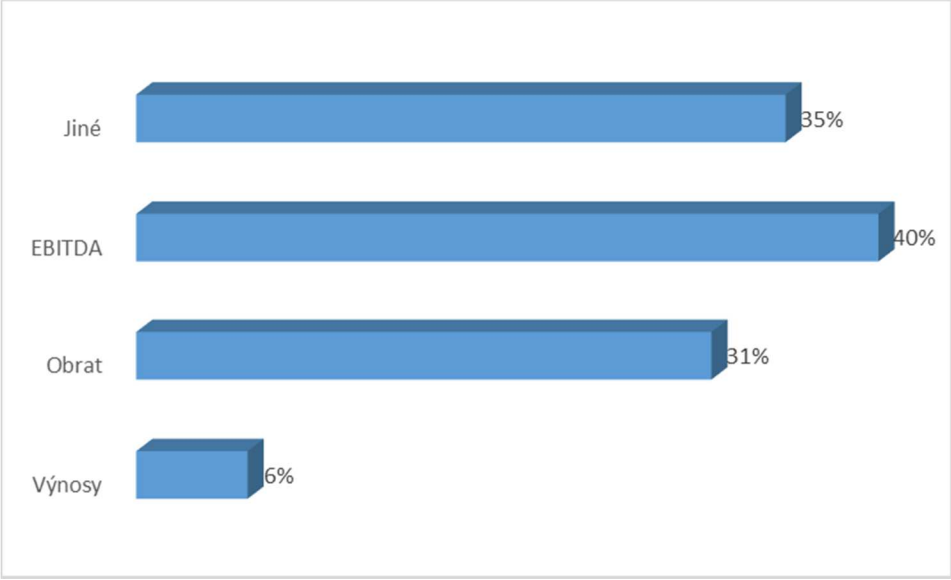
Smluvní ustanovení typicky představuje ústupek prodávajícího ve prospěch kupujícího a slouží ke zvýšení důvěryhodnosti prodávajícího. Poskytnutí podobných záruk výrazně zvyšuje pravděpodobnost úspěšného uzavření transakce. Nejčastěji používané jsou následující:

- Earn-out ustanovení, druh záruky, kdy prodávající ručí za určitý budoucí vývoj cílové společnosti. Ustanovení spočívá buď v zadržení části kupní ceny po určitou dobu, anebo v povinnosti prodávajícího vrátit část kupní ceny. V rámci kupní smlouvy jsou stanoveny hodnoty určitých ukazatelů, které mají vliv na budoucí vývoj cílového podniku. Následkem toho má kupující větší jistotu při vyjednávání o konečné ceně transakce s ohledem na snížení rizika realizace budoucích výnosů a limitovanou dostupnost dat v okamžiku vyjednávání. Definování smluvní ceny bude vázáno na budoucí vývoj cílové společnosti (například na EBIT – zisk před úroky a zdaněním nebo častěji EBITDA – zisk před úroky, odpisy a zdaněním). Zatímco ujednání o earn-out jsou skvělým nástrojem pro zvýšení důvěry kupujícího, prodávající se vystavuje riziku, že kupující bude záměrně manipulovat s výsledky stanovených ukazatelů například převodem zisků na jinou společnost ve skupině.
- Dalším typem jsou záruky, které poskytují kupujícímu právo na získání předem definované kompenzace v případě, že některé vlastnosti cílové společnosti

neodpovídají tomu, co bylo dohodnuto ve smlouvě. Zjištěné odchylky se objeví až s určitým časovým odstupem. V tomto kontextu je třeba rozlišovat právně garantované záruky definované v rámci národní právní úpravy M&A a náhrady, které stanoví prodávající nad svoji zákonnou povinnost.

- Právo na odstoupení – ujednání, které garantuje kupujícímu možnost odstoupení od smlouvy v případě, že nastanou určité podmínky. Jedná se o ekvivalent put opce. Specifické termíny a podmínky, které mohou vést k potencionálnímu zrušení původní smlouvy, musí být jasně definovány a musí být odvozeny se zohledněním vlivu určitých externích indikátorů. Právo na odstoupení je výrazně důležité pro Joint Venture transakce, kdy je umožněn zpětný prodej podílu za smluvně garantovanou cenu.
- Předkupní právo staví kupujícího do pozice, která mu umožňuje přednostní právo na nákup dalších společností nebo aktiv prodávajícího. V tomto případě se jedná o swap.

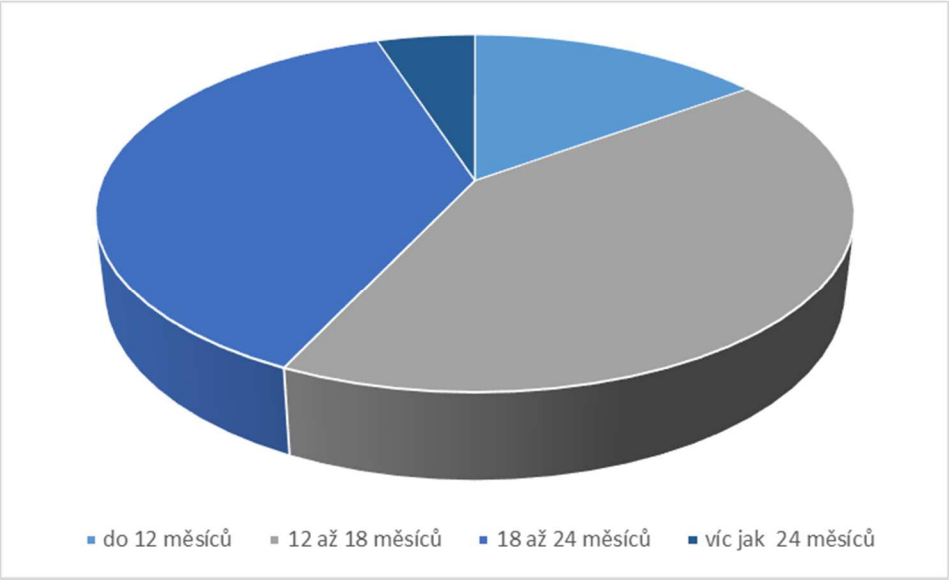
Hlavním účelem smluvních záruk je spojit zbývající neshody v ocenění mezi kupujícím a prodávajícím v rámci procesu vyjednávání, a to díky zapracování podmíněných ústupků. Jak se ukazuje, celá řada potenciálních záruk vyžaduje velice malé množství dodatečných dat potřebných pro provedení due diligence, protože jsou typicky vázána na celkovou hodnotu firmy. Smluvní záruky mohou být stanoveny pevně (založeny na objektivních faktech), anebo flexibilně (existuje-li předpoklad v době prodeje, že podmínky budou prodávajícím porušeny) a důkazní břemeno leží jak na kupujícím, tak i na prodávajícím. Tak například Earn-out mechanismus bývá vázán na rozlišná kritéria, která jsou prezentována v níže uvedeném grafu, ovšem dosažitelnost nebo nedosažitelnost hodnot stanovených v kupní smlouvě může být způsobená jak vadami na straně prodávajícího, tak i například chybami v řízení kupujícího.




Obrázek 9: Četnost použití ukazatelů, na které je vázán earn-out

Zdroj: vlastní zpracování

Doba, na kterou se záruky vztahují se může lišit. Jak ukazují dostupná data, převážná část záruk je uzavíraná na dobu 12 až 18 měsíců.




Obrázek 10: Obvyklá doba trvání záručních ujednání

Zdroj: vlastní zpracování

## Závěr

V průběhu dvacátého a dvacátého prvního století docházelo ke změně ekonomického prostředí a tradiční budování hodnoty firmy, založené na jejím organickém růstu, přestává být dostačující v podmínkách moderního tržního prostředí. Globalizace umožnila vznik nadnárodních firem - gigantů, které operují napříč celým světem a pronikají na nové a nové trhy. Transakce s podniky jsou proto nejvýznamnějším nástrojem, který umožňuje urychlit růst společnosti, proniknout na nové trhy nebo posílit pozice na stávajícím trhu, rozšířit portfolio nabízených produktů nebo znalostí anebo snížit počet konkurenčních společností jejích převzetím. Realizace jedné transakce umožní dosažení vícenásobného množství cílů a synergických efektů. Tato možnost láka čím dál tím více investorů, což je zřejmé z rostoucího trendu trhu fúzí a akvizic, který trvá již několik desítek let a zaznamenal stagnaci pouze v období finanční krize. Realizace transakce, jako jakýkoliv jiný obchod, s sebou přináší i rizika. Vzhledem ke komplexnosti činností realizovaných v rámci fúzí a akvizic a vynakládaným finančním prostředkům na jejich uskutečnění, je míra rizika nesená kupujícím velice významná. Nástrojem, který umožňuje zmírnit informační nerovnováhu při rozhodování se za rizika a nejistoty, je due diligence.

Pojem due diligence není mezi laickou veřejností tak dobře známý jako například pojem audit a proto dochází k častému zaměňování finanční due diligence a auditu. Hlavní odlišností již byly zmíněny v kapitole 3.9.4. Na tomto místě bych ráda ovšem zdůraznila, že i přes to, že auditor často má dostatek odborných znalostí pro provedení prověrky v otázce ověření správností čísel, due diligence je procesem komplexnějším a vyžaduje dodatečné zkušeností pro snížení míry rizika při realizaci transakce. Navíc je třeba mít na vědomí, že due diligence patří mezi tzv. neauditorské služby, jejichž poskytování ze strany auditorů a auditorských společností je významně regulováno současnou legislativou. Například nařízením Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 537/2014 ze dne 16. dubna 2014 o specifických požadavcích na povinný audit subjektů veřejného zájmu a o zrušení rozhodnutí Komise 2005/909/ES a směrnici Evropského parlamentu a Rady 2014/56/EU ze dne 16. dubna 2014, kterou se mění směrnice 2006/43/ES o povinném auditu ročních

a konsolidovaných účetních závěrek a zahrnuje soubor změn a nových podmínek nezávislosti a objektivnosti statutárního auditora[35].

Snížením míry podstupovaného rizika kupujícího, přispívá due diligence k úspěšné realizaci transakce. Jedná se ovšem pouze o dílčí funkci tohoto komplexního nástroje, která se dá přiřadit jenom k provedení klasických druhů due diligence jakými jsou finanční, daňová a právní due diligence. Nashromážděné informace v průběhu prověrek ovšem mohou být použity ve větší míře pro úspěšnou realizaci transakce jako celku. Proto se tato disertační práce zabývá otázkou, zda due diligence je nástrojem, který výrazně přispívá k zvýšení pravděpodobnosti úspěšné realizace transakce. Na základě prozkoumané literatury vyplynulo, že více jak polovina realizovaných transakcí nedosahuje původně požadovaných výsledků. V následném kroku jsem zkoumala, zda v průběhu realizace transakce proběhla due diligence a v případě, že ano, zda byly identifikovat kritické body procesu. K identifikaci kritických bodů byla použitá jak rešerše odborných článků, tak i provedení praktického výzkumu. Záměrem rešerše bylo zjistit a sumarizovat hlavní doporučení odborníků na problematiku fúzí a akvizic ke správnému provedení due diligence a jeho místu v rámci celého procesu transakce. Cílem výzkumu bylo zajistit informační základnu pro ověření, zda zjištěná teoretická doporučení jsou aplikovaná v praxi. Hlavní teoretická doporučení se dají shrnout následovně:

- Proces due diligence je třeba zahájit v samotné kupující společnosti. Kupující musí určit svoji M&A strategii s ohledem na životní fázi společnosti, směr jejího vývoje a potřebu dosáhnout stanoveného cíle. Následně se musí uskutečnit identifikace potenciálních cílových společností a ověření jejich vhodnosti pro naplnění určené strategie. Tento proces probíhá interně, převážně bez přivolání externích poradců a na základě veřejně dostupných informací.
- V další fázi kupující společnost musí stanovit, zda je schopna v tuto chvíli převzít schopnosti[36] cílové společnosti a provést jejich integraci do stávající struktury

[35] Poskytování služeb due diligence nespadá do seznamu zakázaných služeb, ale vstupují do výpočtu maximálního limitu pro poskytování neauditorských služeb, který činí 70% z hodnoty průměrné odměny za provedený audit. Podrobnější informace jsou uvedený v oficiálním souhrnu otázek a odpovědí, zveřejněném evropskou komisi 3.9.2014

[36] Jedná se o schopnosti, které byly popsány v kapitole 5.4.3.

kupujícího podniku. V podstatě je nutné již ve fázi plánování transakce začít strukturovat následnou post-akviziční integraci.

- Realizace tradičních druhů due diligence musí být zahájena v co nejdřívější fázi celé transakce.
- Kupující společnost nesmí přenechat proces due diligence pouze externím poradcům. Rozhodovací pravomoc musí zůstat v interní režii kupujícího.
- Před zahájením due diligence musí být stanoven cíl prověrky a externím poradcům musí být vysvětlen strategický záměr realizace transakce.

Provedený praktický výzkum ovšem prokázal, že převážná většina teoretických doporučení není v praxi aplikována. Kupující společnosti používají due diligence jako dílčí nástroj, jehož účel je omezen na vymezenou oblast (právní, finanční atd.). Často se stává, že týmy externích poradců v průběhu provedení prověrky mezi sebou nekomunikují a neinformují se navzájem o dílčích závěrech a rizicích, které identifikovaly ve svých oblastech a které mohou mít vliv i na další prověřované oblastí. V případě, že interní M&A tým nemá dostatek zkušeností s realizaci podobných projektů, může nastat situace, kdy vzájemné vazby mezi rizikovými oblastmi jednotlivých due diligence nebudou propojeny, a tak jejich vliv na realizaci transakce bude podceněn.

Dalším závěrem praktické části disertační práce je skutečnost, že due diligence je používáno především v jejím tradičním, užším pojetí neboli pouze jako prověrka dílčích oblastí působení cílové společnosti. Z tohoto důvodu ztrácí due diligence význam strategického nástroje, přispívajícího k úspěšné realizaci transakce.

Výše popsané dílčí závěry umožňují stanovit finální závěr celé této disertační práce:

- Due diligence v tradičním pojetí se nedá považovat za nástroj, který významně zvyšuje pravděpodobnost, že plánovaná transakce bude realizována úspěšně, tedy že budou dosaženy všechny stanovené cíle.
- Původně stanovená hypotéza, že due diligence v jeho tradičním pojetí výrazně přispívá k úspěšné realizaci fúzí a akvizic tedy nebyla potvrzena.

Due diligence v jejím současném pojetí a realizaci přispívá pouze ke snížení informačního a rozhodovacího rizika managementu a vlastníků kupující společnosti. K tomu, aby se due diligence stala strategickým nástrojem, vedoucím ke zvýšení pravděpodobností, že po

realizaci transakce budou dosaženy předem definované cíle, je zapotřebí změnit celkový přístup k této problematice. Due diligence tak nesmí být použita pouze v rozsahu tradičně známých prověrek jednotlivých oblastí, ale musí být zahrnuta do každé fáze procesu transakce, tedy počínaje due diligence strategické vhodnosti cílové společnosti v rámci přípravné fáze fúze nebo akvizice, přes neustálý důraz na stanovené strategické cíle celé transakce až po realizaci integrační due diligence v post-akviziční fázi. Pouze při tomto nastavení kooperace transakčního procesu a procesu due diligence se z prověrky stane plnohodnotný nástroj s významným přínosem k úspěšné realizaci fúze nebo akvizice.

## Seznam literatury


Barney, J., 1991. Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, pp. 99-120.

Boateng, A. & Hua, X. a. k., 2014. Home country macroeconomic factors on outward cross-border mergers and acquisitions: Evidence from the UK. *Research in International Business and Finance,* January, 30(C), pp. 202-2016.

Capron, L., 1999. The long-term performance of horizontal acquisitions. *Strategic management journal*, Listopad, pp. 987-1018.

Coase, R., 1937. The Nature of the Firm.. *Economica,* November, 4(16), pp. 386-405.

Erel, I. a. k., 2012. Determinants of cross-border mergers and acquisitions. *The Journal of Finance,* June, 67(3), pp. 1045-1092.

Francis, J. R., 2004. What do we know about audit quality?. *The British Accounting Review,* Prosinec.pp. 345-368.

Gates, S. & Very, P., 2003. Measuring Performance During M&A Integration. *Long Range Planning*.

Gaughan, P., 2002. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings.* John Wiley & Sons.

Gleich, R. & Kierans, G., 2010. *Value in Due Diligence: Contemporary Strategies for Merger and Acquisition Success.* Gower Publishing.

Goedhart, M. & Koller, T. a. k., 2005. *Valuation: measuring and managing the value of companies.* John Wiley & Sons.

Gosh, A., 2004. Increasing Market Share as a Rationale for Corporate Acquisition. *Journal of Business Finance & Accounting*, Leden, pp. 209-247.

Grant, R. M., 2012. *Contemporary Strategy Analysis: Text and Cases.* autor neznámý

Hall, R., 1992. The Strategic Analysis of Intangible Resource. *Strategic Management Journal* , Únor, pp. 135-144.

Harding, D. & Rovit, S., 2004. *Mastering the Merger: Four Critical Decisions That make or Break the Deal.* Harvard Business school press.

Haspeslag, P. & Jemison, D., 1991. *Managing Acquisitions: Creating Value Through Corporate Renewal.* The Free Press.

Hindls, R., 2003. *Ekonomický slovník.* Praha: C. H. Beck.

Hlaváč, J., 2010. *Fúze a akvizice - proces nákupu a prodeje firem..* Praha: Oeconomica.

Holečková, J., 2008. *Finanční analýza firmy.* Praha: Aspi.

Hořejší, B. a., 2006. *Mikroekonomie.* Praha: Management Press.

Howson, P., 2003. *Due diligence: the critical stage od mergers and acquisitions.* Grower Publishing Limited.

Knápková, A. & Pavelková, D., 2012. *Finanční analýza. Komplexní průvodce s příklady..* GRADA.

Kotter, J., 2000. *Vedení procesu změny. Osm kroků úspěšné transformace podniku v turbulentní ekonomice.* Praha: Management Press.

Kovanicová, D., 2012. *Abeceda účetních znalostí pro každého.* Praha: Bova Polygon.

Králíček, V. & Müllerová, L., 2014. *Auditing.* Praha: Oeconomica.

Lajoux, A., 2010. *The Art of M&A Due Diligence.* McGraw-Hill.

Lambert, R. a. k., 2007. Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital. *Journal of Accounting Research,* Březen, 45(2), pp. 385-420.

Lubatkin, M., 1987. Merger strategies and stockholder value. *Strategic Management Journal,* Leden, 8(1), pp. 39-53.

Machlup, F., 1967. Theories of the Firm: Marginalist, Behavioral, Managerial. March, 57(1), p. 27.

Oceláková, P., 2010. *Hodnocení efektivnosti investic pomocí reálných opcí a problémy při jejích aplikaci v praxi.* Ostrava, ŠB-TU Ostrava, Ekonomická fakulta, katedra Financí.

Rothenbuecher, J. & Schrottke, J., 2008. To Get Value from a Merger, Grow Sales. *Harvard Business Review*, Květen.

Salter, M. & Weinhold, W., 1980. DIVERSIFICATION THROUGH ACQUISITION Září, pp. 293-294.

Salter, M. & Weinhold, W., 1980. Diversification Through Acquisition. *Strategic Management Journal,* 1(3), pp. 293-294.

Shelton, L. M., 1988. Strategic business fits and corporate acquisition: Empirical evidence. *Strategic management journal,* June, 9(3), pp. 279-287.

Scholleová, H., nedatováno Aplikace reálných opcí při oceňování podniku. *Ekonomika a management*, pp. 64-77.

Sinickas, A., 2004. How to do deu diligence research. *Strategic Communication and Management,* Červenec.8(4).

Sitkin, S. & Jemison, D., 1986. Acquisitions-the process can be a problem. *Harvard Business Review,* Březen, 64(2), pp. 107-116.

Skálová, J., 2012. *Účetní a daňové souvislosti přeměn obchodních společností.* Praha: Wolters Kluwer.

Šindelář, M., 2016. Auditorské služby v České republice pohledem analýzy tržní koncentrace (se zaměřením na auditory subjektů veřejného zájmu). *Politická ekonomie,* Leden, 64(6), pp. 730-746.

Šmídová, J., 2015. Finanční due diligence. *Český finanční a účetní časopis*, 12, pp. 10-84.

Šmídová, J., 2016. Problematika poskytování neauditorských služeb a její aktuální vývoj. *Český finanční a účetní časopis*, 12, pp. 43-61.

Uddin, M. & Boateng, A., 2011. Explaining the trends in the UK cross-border mergers & acquisitions : an analysis of macro-economic factors. *International Business Review,* October, 20(5), pp. 547-556.

Vomáčková, H., 2006. Účetní závěrky a případy vlastnických transakcí a podnikových kombinací. *Český finanční a účetní časopis,* 1(4), pp. 56-76.

Wangerin, D. D., 2011. *M&A due diligence, post-acquisition accounting information and financial consequences,* University of Wisconsin-Madison.

**Legislativa**

Zákon č. 143/2011 Sb., o ochraně hospodářské soutěže.

Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů.

Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví.

Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník.

Zákon č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev.

Vyhláška č. 500/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 o účetnictví ve znění pozdějších předpisů, pro účetní jednotky, které jsou podnikateli účtujícími v soustavě podvojného účetnictví.

Třetí směrenice Rady ze dne 9. října 1978 založená na čl. 54 odst. 3 písm. g) Smlouvy, o fúzích akciových společností (platná do 30.6.2011)

Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 537/2014 ze dne 16. dubna 2014 o specifických požadavcích na povinný audit subjektů veřejného zájmu a o zrušení rozhodnutí Komise 2005/909/ES.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/56/EU ze dne 16. dubna 2014 , kterou se mění směrnice 2006/43/ES o povinném auditu ročních a konsolidovaných účetních závěrek a zahrnuje soubor změn a nových podmínek nezávislosti a objektivnosti statutárního auditora.

**Další zdroje**

Google mergers and acquisitions. In: Wikipedia: the free encyclopedia [online]. San Francisco (CA): Wikimedia Foundation, 2001- [cit. 2017-06-06]. Dostupné z: https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_mergers_and_acquisitions_by_Alphabet

*Q&A - Implementation of the New Statutory Audit Framework* [online]. In: . [cit. 2017-06-07]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/auditing/docs/reform/140903-questions-answers_en.pdf

*Statistika vývoje fúzí a akvizic* [online]. [cit. 2017-06-06]. Dostupné z: https://imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions

*Tržní hodnota společnosti UBER [online]. [cit. 2017-06-06]. Dostupné z: https://www.bloomberg.com/gadfly/articles/2017-03-16/uber-needs-to-get-real-about-that-69-billion-price-tag*

*EY M&A Barometr [online]. [cit. 2017-06-06]. Dostupné z: http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/2016-MA-Barometer-H1-2016-CZ/$FILE/Barometr%20H1%202016%20final.pdf*

*„Index vnímání korupce 2016“ (CPI 2016)* [online]. In: . [cit. 2017-06-07]. Dostupné z: https://www.transparency.cz/index-vnimani-korupce-2016-corruption-perceptions-index-cpi/

Materiály k interním školením EY TAS academy

*Brand Due Diligence - Definition* [online]. In: . [cit. 2017-06-07]. Dostupné z: http://brandirectory.com/glossary/definition/brand_due_diligence

*How P&G Tripled Its Innovation Success Rate* [online]. In: . [cit. 2017-06-07]. Dostupné z: https://hbr.org/2011/06/how-pg-tripled-its-innovation-success-rate

## Seznam tabulek

Tabulka 1: Sumář studií vztahu fúzí a akvizic a ekonomických faktorů, USA ..... 27

Tabulka 2: Sumář studií vztahu fúzí a akvizic a ekonomické faktory, Kanada ..... 27

Tabulka 3: Žebříček TOP 10 největších transakcí v roce 2015 v České republice ..... 29

Tabulka 4: Fúze a akvizice společnosti Google 2015-2017 ..... 46

Tabulka 5: Odlišnosti mezi auditem a due diligence ..... 65

Tabulka 6: Kritické oblasti účetní due diligence ..... 71

Tabulka 7: Druhy due diligence ..... 75

Tabulka 8: Výhody spolupráce s externími poradci ..... 79

Tabulka 9: Transformace struktury výkazu zisku a ztráty pro potřeby due diligence ..... 88

Tabulka 10: Úpravy EBITDA ..... 93

Tabulka 11: Úpravy čistého dluhu ..... 96

Tabulka 12: Úpravy čistého pracovního kapitálu ..... 97

Tabulka 13: Integrace cílové společnosti ..... 112

Tabulka 14: Měření výkonnosti pomocí Balanced Scorecard ..... 117

Tabulka 15: Preference při použití ukazatelů měření post-akviziční integrační výkonnosti ..... 118

Tabulka 16: Načasování due diligence ..... 130

Tabulka 17: Velikost interního due diligence týmu ..... 131

Tabulka 18: Oblasti obvykle zahrnované do check listu ..... 131

Tabulka 19: Soulad praktické realizace DD s teoretickými doporučeními ..... 134

## Seznam obrázků

Obrázek 1: Proces due diligence ..... 36

Obrázek 2: Proces transakce M&A ..... 41

Obrázek 3: Použití ukazatelů při provedení komerční due diligence ..... 51

Obrázek 4: Proces due diligence v procesu transakce ..... 78

Obrázek 5: Pyramida post-akviziční integrace ..... 108

Obrázek 6: Určení míry integrace ..... 109

Obrázek 7: Systém měření výkonnosti post-akviziční integrace ..... 117

Obrázek 8: Synergie a tvorba hodnoty pro akcionáře ..... 119

Obrázek 9: Četnost použití ukazatelů, na které je vázán earn-out ..... 137

Obrázek 10: Obvyklá doba trvání záručních ujednání ..... 137

## Seznam grafů

Graf 1: Vývoj transakčního trhu ČR ..... 12

Graf 2: Motivy fúzí a akvizic ve střední a východní Evropě ..... 23

Graf 3: Počty transakcí podle typů investorů ..... 30

Graf 4: Zastoupení odvětví ekonomiky na trhu fúzí a akvizic ..... 31

Graf 5: Trend růstu trhu transakcí ..... 39

Graf 6: Dokonalé substituty a komplementy ..... 43

# Příloha č. 1: Ukázka zkoumaného vzorku transakcí

| Announced Date | Completed Date | Target Company | Target Description | Target Dominant Sector | Target Country | Internal Due Diligence team - | Due diligence start | Check list issues_1 | Check list issues_2 | Check list issues_3 | Due Diligence purpose | Bidder Company | Bidder Description | Bidder Country | Bidder Financial Advisor | Bidder Legal Advisor | Seller Company |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 19/12/2015 | 23/12/2015 | Enovatis S.A. | Poland based company | Internet / ecommerce | Poland | 10 - 20 | NDA | FDD | TDD | LDD | | Wirtualna Polska Holding | Poland-based owner and operator | Poland | Internal | Weil Gotshal & Manges | Talnet Holding Limited |
| 11/12/2015 | 11/12/2015 | Baltic Wood S.A. | Poland-based manufactur | Construction | Poland | 10 - 20 | NDA | SDD | ASSETS | | ASSURANCE | Zaklady Tworzyw Sztucznyc | Poland-based manufacture | Poland | | | Nowy Styl Sp. z o.o. |
| 11/12/2015 | | HAME s.r.o. | Czech Republic-based | Consumer: Foods | Czech Republic | | NDA | CUST | FDD | | ASSURANCE | Orkla ASA | Norway-based company | Norway | | DLA Piper | Nordic Partners |
| 04/12/2015 | 30/11/2015 | Multi-VAC spol. s.r.o. | Czech Republic-based | Industrial products and | Czech Republic | 20+ | NDA | | SDD | | | France Air | France based company | France | | PRK Partners s.r.o. | Ventilation Investments B.V. |
| 04/12/2015 | 04/12/2015 | Golpasz S.A. | Poland-based company | Consumer: Foods | Poland | | | FDD | CUST | TDD | BUSINESS | Resource Partners Sp. z o.o. | Poland-based private | Poland | Alcom Corporate Finance | Gessel, Koziorowski Sp.k. | |
| 12/11/2015 | 12/11/2015 | Story Design, a.s. | Czech Republic-based | Construction | Czech Republic | | | TDD | LDD | FDD | | Umdasch Shopfitting Group | Austria-based shopfitting | Austria | KPMG | Havel, Holasek & Partners | The Brydl Family |
| 01/10/2015 | 01/10/2015 | Valosun a.s. | Czech Republic-based | Medical: Pharmaceuticals | Czech Republic | 20+ | NDA | FDD | TDD | | ASSURANCE | Walmark, a.s. | Czech Republic-based | Czech Republic | Patria Corporate Finance | White & Case LLP | Petr Odehnal (Private |
| 04/09/2015 | 08/09/2015 | MKB-Euroleasing Zrt. (50% | Hungary-based company | Financial Services | Hungary | 10 - 20 | NDA | CUST | | | | MKB Bank Zrt. | Hungary-based commercial | Hungary | | DLA Piper | Eurolizing Letet Kft. |
| 04/09/2015 | 04/09/2015 | SK Slavia Praha - fotbal a.s. | Czech Republic-based | Leisure | Czech Republic | | | TDD | LDD | | ASSURANCE | Jiri Simane (Private | China-based conglomerate engaged | China;Czech Republic | | | |
| 04/09/2015 | 29/09/2015 | GDF SUEZ Energia Magyarors | Hungary-based company | Utilities (other) | Hungary | 20+ | Negotiation | ASSETS | SDD | | PRICE | Fovarosi Gazmuvek Rt. | Hungary-based company | Hungary | | Baker & McKenzie | GDF International S.A. |
| 12/08/2015 | 12/08/2015 | Astrosat Media s.r.o. (51% | Czech Republic-based | Media | Czech Republic | 10 - 20 | | CUST | TDD | | | Penta Investments Limited | Czech Republic-based | Czech Republic | | | |
| 12/08/2015 | 03/11/2015 | Vltava-Labe-Press, a.s. | Czech Republic-based | Media | Czech Republic | | Negotiation | | TDD | LDD | ASSURANCE | Penta Investments Limited | Czech Republic-based | Czech Republic | EY | | Verlagsgruppe Passau |
| 12/08/2015 | 12/08/2015 | eBroker.pl | Poland-based company | Internet / ecommerce | Poland | | | FDD | LDD | IP | BUSINESS | Bauer Media Group | Germany-based media company | Germany | | Domanski Zakrzewski Palinka | MCI.TechVentures; Helix |
| 12/08/2015 | 02/11/2015 | Cemex Austria AG; | Austria-based prefabricat | Construction | Austria;Hungary | 10 - 20 | | PROD | TDD | SDD | | Sudbayerisches Portland- | Germany-based building | Germany | | Schoenherr Rechtsanw | Cemex SA de CV |
| 01/07/2015 | 01/07/2015 | Aspen SA | Poland-based company | Industrial products and | Poland | 10 - 20 | NDA | | FDD | | PRICE | Management Vehicle | Management team for buyout deals | Afghanistan,Angola,Albania,Alge | | | |

**Příloha č. 2: Požadované podklady pro finanční a daňovou due diligence.**

| **Základní požadavky na informace** |
|---|
| Účetní výkazy (rozvaha, výkaz zisku a ztráty, příloha k účetní závěrce, výkaz cash flow), včetně výroční zprávy a zprávy auditora. |
| Měsíční analýzy hospodaření používané vedením společnosti pro řízení společnosti (včetně klíčových ukazatelů). |
| Obratové předvahy v analytickém členění. |
| Převodový můstek mezi manažerským a finančním účetnictvím. |
| Očekávaný výsledek hospodaření za aktuální období. |
| Seznam účetních přístupů, postupů a vnitřních směrnic a jejich úplné znění. Významné změny účetních přístupů v průběhu sledovaného období. |
| Přehled restrukturalizačních aktivit, akvizic a ukončených aktivit a jejich finanční dopad na podnikání. |
| **Výkaz zisku a ztráty** |
| Přehled nejvýznamnějších projektů (např. 30 nejvýznamnějších podle celkových výnosů x-x+2) s uvedením celkových plánovaných nákladů a výnosů za projekt a dále skutečných nákladů a výnosů v jednotlivých letech. |
| Analýza ziskovosti (tržby, hrubá marže, náklady na prodané zboží) podle zákazníků / projektů / služeb (alespoň pro 10 nejvýznamnějších zákazníků) |
| Přehled nákladů na prodané zboží podle kategorie služby podle komponentu včetně nákladů na materiál, osobní náklady a režijní náklady |
| Nové služby / seznam nabídek, jejich popis a dopad na výkaz zisku a ztrát |
| Analýza jednorázových / neopakujících se výnosů a nákladů včetně příslušné dokumentace. |
| Přehled hlavních skupin výnosů a nákladů v cizích měnách obsahujících částku v cizí měně a ekvivalent v korunách / eurech pro jednotlivé skupiny výnosů a nákladů. |
| Popis postupů a přístupů pro řízení měnového rizika. |

| |
|---|
| Přehled finančního a operativního leasingu (předmět leasingu, název leasingové společnosti, délka leasingové smlouvy, výše leasingových splátek). Týká se všech leasingových smluv, které jsou / byly aktuální. |
| Seznam 10 nejvýznamnějších zákazníků a smlouvy s 10 nejvýznamnějšími zákazníky. |
| Seznam 10 nejvýznamnějších dodavatelů a smlouvy s 10 nejvýznamnějšími dodavateli. |
| Analýza prodejních nákladů a administrativních nákladů. |
| Analýza ostatních nákladů a výnosů. Pokud jsou významné, přehled podle kategorie služeb. |
| Analýza významných odprodejů dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku včetně uvedení daňových zůstatků cen prodaného majetku a informace o uplatnění DPH. |
| **Rozvaha** |
| Přehled (registr) hmotného a nehmotného majetku obsahující minimálně následující údaje za každý rok: (a) účetní hodnota v jaké byl majetek zaveden do účetnictví, měsíční odpisy, roční odpisy, účetní zůstatková cena, doba odepisování, informace o případné zástavě; (B) daňová vstupní cena, odpisová skupina, metoda odpisování, daňový odpis a daňová zůstatková cena jednotlivého majetku (v členění podle daňových odpisových skupin) (v elektronické podobě). Zahrnuje samostatně odepisované technické zhodnocení. Poskytněte rozdělení do skupin (i) provozního a (ii) neprovozního majetku. |
| Podrobné údaje o finančních investicích včetně: (a) způsobu jejich nabytí a financování, (b) prodejů, (c) daňových pořizovacích cen a (d) účetních závěrek všech dceřiných a přidružených společností. |
| Investiční náklady (historické) rozdělené na kategorie (i) udržovací , (i) rozšiřovací, (iii) modernizace. Historické plány investičních výdajů. |
| Ocenění zásob (popis metodiky, alokace režijních nákladů, použité standardní hodnoty, ocenění rozpracované výroby, inventarizační rozdíly předchozích let, pokyny pro inventury). |
| Přehled nedokončené výroby dle jednotlivých projektů. |
| Položkový přehled zásob v členění podle stáří. |
| Položkový přehled pohledávek v členění podle doby po splatnosti. |
| Podklady pro tvorbu (výpočet) opravných položek k (i) pohledávkám, (ii) zásobám a (iii) jiným aktivům. |
| Položkový přehled závazků v členění podle doby po splatnosti. |

| |
|---|
| Podklady pro tvorbu (výpočet) rezerv (např. rezerv na garanční opravy, na nevybranou dovolenou, na daň z příjmu atd.) |
| Přehled půjček a úvěrů mezi spřízněnými subjekty (výška, úrok, splatnost atd.). |
| **Plánovaná finanční výkonnost** |
| Plány / výhledy pro období x+3-x+5 (včetně podrobných předpokladů použitých při sestavování těchto plánů). |
| Přehled vystavených objednávek - včetně údajů o zákazníkovi, specifikace objednávky, prodejní ceny a předpokládané hrubé marži. |
| Plán investičních výdajů a peněžních toků pro období x+3-x+5 včetně podrobného přehledu peněžních toků použitých v obchodních plánech. |
| **Spřízněné osoby a vztahy ve skupině** |
| Struktura skupiny a organizační struktura. |
| Přehled jednotlivých transakcí se spřízněnými subjekty včetně předmětu transakce a výše ceny. |
| Smluvní dokumentace k jednotlivým transakcím se spřízněnými subjekty, způsob stanovení ceny, dokumentace ke způsobu stanovení ceny, informace, zda je zapotřebí ocenění znalcem v souladu s platnou legislativou a tento znalecký posudek. |
| Přehled stavů pohledávek a závazků (ke konci roku) se spřízněnými osobami. |
| **Podmíněné a jiné podrozvahové závazky** |
| Přehled všech podrozvahových závazků, garancí, příslibů, soudních sporů, nároků, ekologických závazků apod. |
| Seznam všech otevřených derivátových obchodů (swap, future, forward, opce aj.) včetně uvedení způsobu zachycení v účetnictví, reálné hodnoty ke konci daného období a veškerá dokumentace týkající se těchto obchodů. |
| **Vedení a zaměstnanci** |
| Seznam top managementu a klíčových pracovníků (včetně odměn, bonusů a jiných benefitů). |
| Podrobné údaje o platných předpisech pro udělování odměn / předkupního práva k akciím společnosti. |

| |
|---|
| Údaje o počtu zaměstnanců v jednotlivých odděleních, průměrný věk zaměstnanců v jednotlivých odděleních a mzdové náklady jednotlivých oddělení. |
| Údaje o odměňování obchodních prodejců (na anonymní bázi, včetně mzdy, odměny, bonusů, odměňovací schémata) |
| **Daně** |
| Daňové přiznání k dani z příjmu právnických osob (včetně daňových období delších / kratších než 12 měsíců pokud tato skutečnost nastala) včetně všech příloh. |
| Dodatečné daňové přiznání k dani z příjmu právnických osob, včetně všech příloh. |
| Detailní kalkulace daňových přiznání navázané na údaje ve formuláři daňového přiznání (detail na úrovni formuláře daňového přiznání je nedostatečný). |
| Zprávy externího daňového poradce k daňovým přiznáním, jestliže byly přiznání zpracovány externím daňovým poradcem nebo externí daňový poradce se Společností na přípravě daňového přiznání jakkoli spolupracoval. |
| Jakákoli korespondence s finančním úřadem a dalšími orgány (např. NKÚ). |
| Řádně přiznání k dani z přidané hodnoty za všechna dílčí zdaňovací období. |
| Dodatečné přiznání k dani z přidané hodnoty. |
| Povinná dokumentace k DPH - k řádným a dodatečným přiznáním. |
| Přehled plateb (a přijatých nadměrných odpočtů) za daň z přidané hodnoty. |
| Navázání daně z přidané hodnoty na výstupu na výnosy v jednotlivých zdaňovacích obdobích a vysvětlení případného nesouladu mezi daní z přidané hodnoty na výstupu na výnosy v jednotlivých zdaňovacích obdobích. |
| Potvrzení společnosti o neexistenci daňových závazků od příslušného úřadu. |
| Jakákoli korespondence s daňovými úřady včetně zpráv o daňových kontrolách, protokolech o správním řízení, místních šetřeních a platebních výměrech. |
| Výpočet odložené daně v jednotlivých letech, včetně vysvětlení pohybů v jednotlivých letech. Seznam daňových hodnot veškerého majetku a závazků souhrnně podle kategorií (hmotný a nehmotný majetek, zásoby, pohledávky, …) a informace, jak byla jednotlivá aktiva (skupiny aktiv) pořízena (koupě, vklad, přeměna, privatizace ...). V případě majetku a závazků nabytých v rámci přeměny nebo vkladu, daňová hodnota evidovaná předchozím vlastníkem až k prvnímu pořízení tohoto majetku / závazku. |

**Příloha č. 3: Vzorový zadávací dopis k provedení due diligence**

**Proposed acquisition of the Target.**

**Statement of work Scope of the Services**

**Nature of the Services**

Our reporting will comprise two phases:

Phase 1:

e
l

er

of

ur

## Appendix A

**Prospective financial information ("PFI")**

**Additional terms and conditions where tax issues covered**

**Limitation of liability**

**Příloha č. 4: rozsah práce finanční a daňové due diligence**

**Financial due diligence:**

1. **Quality of earnings**

other stock-based compensation) for key executives and remaining employee base and understand remuneration scheme of sales representatives.

Analyse the FX impact on revenue /costs for the target business (using constant currency rates)

**2. Quality of net assets**

**3. Quality of cash flows**

changes and major judgmental areas

**Review risk areas from a corporate income tax point of view:**

Interest deductibility rules

Recent restructurings

Other potential corporate income tax risk areas

**VAT and other material taxes:**