

Fúzie a akvizície

Keď hovoríme o fúziách, máme na mysli spojenie dvoch rovnocenných, alebo aspoň porovnateľne veľkých spoločností za cieľom dosiahnutia lepších výsledkov vďaka prepojeniu aktív. V tomto prípade naďalej existujú obidve spoločnosti, no navonok vystupujú už len ako jedna. Spájať sa môžu spoločnosti podnikajúce v rovnakom sektore, teda konkurenti, ale aj spoločnosti podnikajúce v rôznych hospodárskych sférach, ktorých cieľom býva kombinácia sily a zároveň diverzifikovanie portfólia podnikania za účelom zníženia rizika podnikania. Akvizície sú operácie, pri ktorých jedna spoločnosť kúpi druhú, pričom preberaná spoločnosť fakticky zanikne. Fúzie a akvizície sú však len dva základné druhy operácií, ktoré dali pomenovanie celej skupine. Operácie patriace do tejto skupiny sa začali výraznejšie objavovať začiatkom dvadsiateho storočia v USA, kedy sa veľké množstvo menších firiem začalo spájať do takzvaných trustov za účelom získania väčšieho trhového podielu. Odhaduje sa, že za týmto účelom zaniklo na prelome storočí viac ako 1800 firiem, pričom len v roku 1900 predstavovala hodnota prevzatých firiem 20 percent hrubého národného produktu USA. Mnoho z týchto operácií sa neskôr ukázalo ako nevýhodných z dôvodu slabej konkurencieschopnosti, no niektoré ako napríklad DuPont, US Steel a General Electric sú vďaka inováciám, technologickému pokroku a dôležitým patentom významnými spoločnosťami aj v súčasnosti. Fúzie a akvizície (merger and acquisition – ďalej v texte operácie M&A) dnes už nie sú len doménou amerických firiem, ale celkom bežnou súčasťou rastovej stratégie spoločností po celom svete.

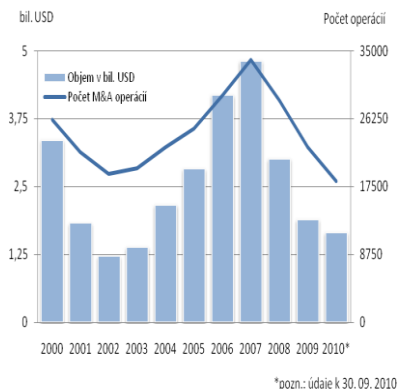
Za posledných desať rokov od 1.1.2000 do 30.9.2010 sa uskutočnilo celkovo 266.7 tisíc M&A operácií v celkovej hodnote 29.10 biliónov USD. Najviac investícií, v celkovej hodnote 12.02 bilióna USD, pochádzalo z USA. Nasledovala Veľká Británia s podielom 3.43 bilióna USD a Francúzsko s podielom 1.46 bilióna USD. Investície smerovali najmä do USA (celkovo 11.92 bilióna USD), Veľkej Británie (3.14 bilióna USD) a Kanady (1.34 bilióna USD). Za najväčším množstvom operácií stoja investičné spoločnosti (1.89 bil. USD), pričom najčastejším cieľom sú komerčné banky nepochádzajúce z USA (1.33 bil. USD). Najviac M&A transakcií prebehlo v rokoch 2006 (28.372) a 2007 (32.744), pričom najviac investícií smerovalo do sektoru stavebníctva (341.4 miliárd USD), ťažobného priemyslu (306 miliárd USD) a sektoru komerčných služieb (226.3 miliárd USD).

Investičné bankovníctvo

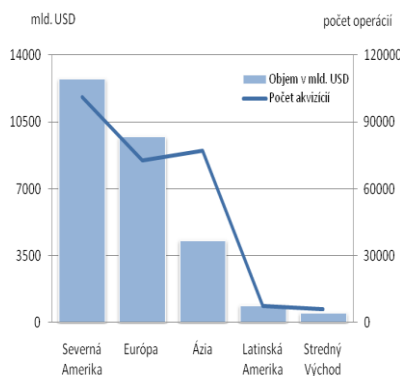
Spoločnosti uzatvárajúce transakcie typu M&A, okrem služieb právnych poradcov, často využívajú služby aj takzvaných "financial advisors". Väčšinou sa jedná o veľké bankové domy, ktoré poskytujú širokú škálu služieb a sú schopné takúto transakciu zastrešiť. Absolútnym lídrom v tomto segmente je americká banka Goldman Sachs, ktorá sa za posledné desaťročie podieľala na viac ako 25 percentách transakcií typu M&A. Nasledujú banky Morgan Stanley s 22 percentným podielom a JP Morgan s 21.5 percentným podielom. Z európskych bankových domov má najväčší podiel Credit Suisse (14 %), UBS (13 %) a Deutsche Bank (10.5 %).

Grafické informácie

Graf. č. 1: Celkový počet a objem M&A operácií od 01.01.2000 do 30.09.2010



Graf. č. 2: Počet a objem M&A operácií od 01.01.2000 do 30.09.2010 podľa regiónov



VYPRACOVAL

Bc. Martin Cesnak, analytik
Ing. Juraj Spodniak, analytik

CAPITAL MARKETS, o.c.p., a.s.

Ulica 29. Augusta 36,

811 09 Bratislava

tel: +421 2 2070 6880

e-mail: info@capitalmarkets.sk

www.capitalmarkets.sk

Uvedený zoznam akcií nesmie byť chápaný ako investičné odporúčanie, ale iba ako východisko pre ďalšie skúmanie prostredníctvom fundamentálnych metód oceňovania, ako i technickej analýzy vývoja ceny a objemov na burze.

Upozornenie! Všetky obchody s cennými papiermi môžu viesť ako k ziskom, tak i k stratám. Všetky informácie týkajúce sa pravidiel vypracúvania a šírenia investičných odporúčaní podľa § 132e až § 132n zákona 566/2001 o cenných papieroch nájdete na www.capitalmarkets.sk/ID. Dohľad nad činnosťou spoločnosti CAPITAL MARKETS, o.c.p., a.s. vykonáva Národná banka Slovenska. Zdroj informácií: Bloomberg, <http://www.gfmag.com>

Druhy fúzií a akvizícií

Medzi operácie M&A patrí široké spektrum transakcií od klasickej akvizície, keď jedna spoločnosť kúpi celú, alebo väčšinový podiel v druhej spoločnosti cez jej rôzne variácie až po klasickú fúziu, čo znamená spojenie dvoch rovnocenných partnerov. Všetky tieto transakcie môžu prebiehať buď dobrovoľne, teda so súhlasom preberanej spoločnosti, alebo násilne. Násilné prevzatie je síce legálne, no ide o veľmi agresívne útočenie na akcionárov a postupné skupovanie ich podielov. Týmto spôsobom sa v podstate jedna spoločnosť dostáva do predstavenstva druhej bez jej súhlasu. Transakcie tohto typu však nie sú príliš časté a väčšina spoločností sa im snaží vyhnúť z dôvodu zlého vplyvu na dobré meno a pomerne veľkú časovú náročnosť takéhoto prevzatia. Najväčší podiel na celkovom množstve M&A operácií majú operácie s druhovým názvom "Company Takeover". Ide o čisté akvizície, ktoré sa na celkovom objeme transakcií podieľajú približne dvoma tretinami. Nasledujú "Asset sales" teda rozpredávanie majetku. Aj keď táto operácia patrí medzi M&A v skutočnosti sa jedná o transakciu s opačným efektom. Treťou najčastejšou transakciou je "Tender offer", čo je preberanie spoločnosti prostredníctvom verejnej výzvy na to, aby akcionári preberanej spoločnosti ponúkli svoje podiely na predaj.

Veľkú skupinu tvoria aj takzvané "cross border" operácie, ktoré predstavujú zahraničné investície do rozširovania spoločnosti. Typ tejto operácie však môže mať charakter všetkých druhov M&A operácií.

Leveraged buyout

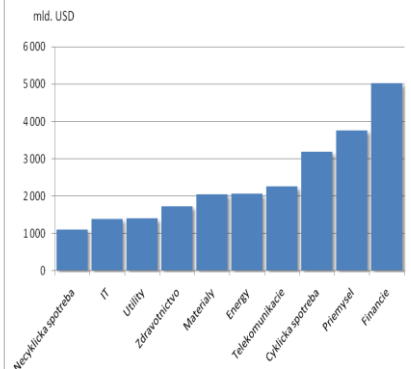
Relatívne novým trendom v oblasti M&A obchodov je "Leveraged buyout", teda prevzatie za účasti cudzieho kapitálu (nákup na úver). Zdrojom tohto kapitálu bývajú veľké bankové domy s dostatočnými voľnými prostriedkami. Tento typ transakcie sa po prvý krát objavil v roku 1955 keď si spoločnosť McLean Industries požičala 42 miliónov dolárov na nákup spoločnosti Pan-Atlantic Steamship Company. Počas nasledujúcich desaťročí sa leveraged buyout postupne stal atraktívnym spôsobom ako finacovať expanzívnu politiku spoločností. V 80. rokoch nastal boom v akvizíciách tohto typu. Odhaduje sa, že medzi rokmi 1979 - 1989 sa uskutočnilo 2000 leveraged buyout obchodov, v celkovom objeme viac ako 250 miliárd dolárov. Multi miliardové leveraged buyout-y sa však objavili až medzi rokmi 2005 až 2007. Celkovo sa uskutočnilo 242 takýchto transakcií v objeme viac ako 573 miliárd dolárov. Najväčším prevzatím za účasti cudzieho kapitálu bolo prevzatie Energy Future Holdings Corp spoločnosťou Texas Energy Future Holdings v hodnote 43.218 miliárd dolárov. Po vypuknutí krízy v roku 2008 došlo k veľkému poklesu týchto transakcií z dôvodu nízkej pripravenosti bánk podieľať sa na týchto relatívne rizikových obchodoch. V roku 2009 sa uskutočnilo len 21 transakcií tohto typu v hodnote 11.09 miliárd dolárov, čo predstavuje približne 97 percentný pokles oproti objemu transakcií v roku 2007 (433.29 mld. dolárov).

Rok 2010

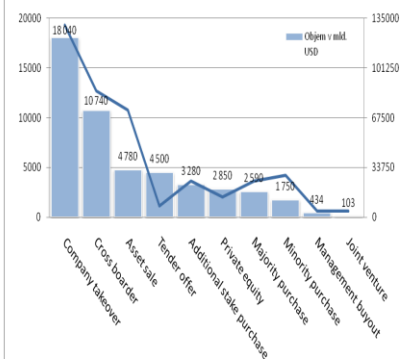
Za rok 2010 bolo do konca septembra ohlásených 17 373 transakcií v celkovom objeme 1.49 bilióna dolárov. Priemerný objem jedného obchodu predstavuje 163.13 miliónov dolárov, pričom priemerná prémia (percentuálne nadhodnotenie ceny akcie preberanej spoločnosti) na obchod je 21.83 percenta.

Grafické informácie

Graf č. 3: Sektory podľa objemu M&A operácií



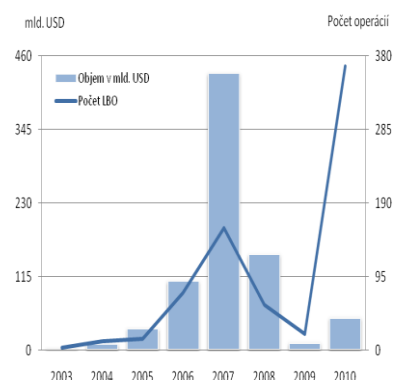
Graf č. 4: Druhy M&A operácií

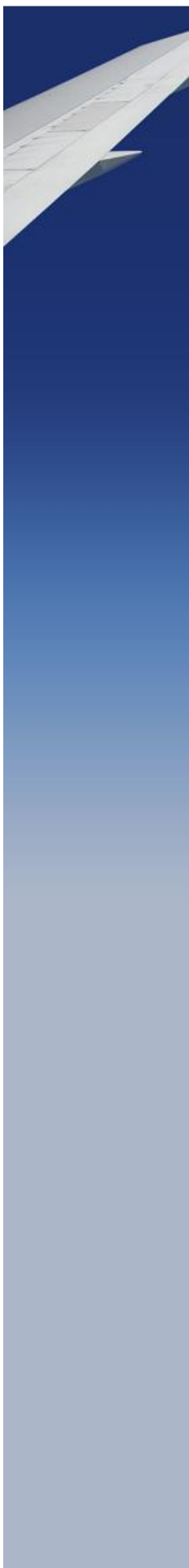


Tabuľka č. 1: Bankové domy zastrešujúce M&A operácie podľa objemu k 30.9.2010

Spoločnosť	Počet operácií	Podiel na celk. objeme	Objem v bil. USD
Goldman Sachs	3327	24,46 %	6,912
Morgan Stanley	3254	21,60 %	6,103
JP Morgan	4038	20,48 %	5,788
BoA Merrill Lynch	3233	18,74 %	5,295
Citigroup	3148	17,35 %	4,900
Credit Suisse	3290	13,97 %	3,950
UBS	2799	12,72 %	3,600
Deutsche Bank	2221	10,37 %	2,930
Lehman Brothers	1479	8,90 %	2,520
Lazard LLC	2144	8,45 %	2,390
Rothschild	2349	7,12 %	2,000
BNP Paribas	1021	4,61 %	1,300

Graf č. 5: Počet a objem Leveraged buyout obchodov





Najobjemnejším uskutočneným obchodom tohto roka je akvizícia spoločnosti Smith International Inc, za ktorú zaplatila spoločnosť Schlumberger Ltd. v prepočte na akcie 12.34 miliárd dolárov. Potenciálne najväčším obchodom tohto roka je ponuka najväčšej ťažiarnej spoločnosti, BHP Billiton, na kúpu najväčšieho producenta prírodných hnojív Potash Corporation of Saskatchewan za 42.967 miliárd dolárov, alebo 130 USD za akciu. Akcie spoločnosti Potash Corp. po ohlásení prevzatia spoločnosťou BHP Billiton posilnili o zhruba 35 percent z pôvodných 110 dolárov na takmer 150 dolárov za akciu. Nie je však celkom isté, či k tejto transakcii dôjde, pretože akcionári Potashu nesúhlasia s akvizíciou, pričom argumentujú aj poškodením záujmov Kanady. Platnosť ponuky je zatiaľ limitovaná do polovice novembra.

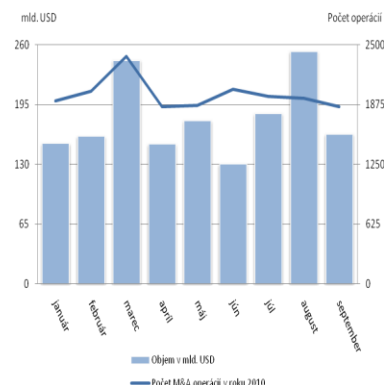
Sovereign Wealth Funds – štátne fondy

Sovereign Wealth Funds, alebo štátne fondy, sú subjekty, ktoré sa popri veľkých spoločnostiach a investičných skupinách významne podieľajú na celkovom množstve M&A operácií. Štátne fondy získavajú prostriedky na investovanie z nadmerných štátnych prebytkov, plynúcich najmä z predaja svojho nerastného bohatstva. Aby zabránili, či už znižovaniu globálnej likvidity pri držbe získaného kapitálu, alebo prehrievaniu ekonomiky pri vysokých vládnych výdavkoch, založili viaceré štáty s veľkým nerastným bohatstvom štátne fondy, ktoré majú za úlohu výhodne investovať takýto nadbytočný kapitál a uchovať tak jeho hodnotu. Na jednej strane plnia tieto fondy pozitívnu rolu v redistribúcii bohatstva do rozvojových, ale najmä už rozvinutých krajín, na druhej strane sú však pomerne nízko transparentné, z čoho vyplývajú rôzne debaty o etickej stránke niektorých investícií a skutočných zámeroch týchto fondov na jednotlivých trhoch. Medzi najväčšie štátne fondy patria napríklad Abu Dhabi Investment Authority, ktorého aktíva majú odhadovanú hodnotu od 350 do 800 miliárd dolárov. Druhý najväčší je Norwegian Government Pension fund s aktívami presahujúcimi 400 miliárd dolárov, ktorý je známy dôkladným zvažovaním etickej stránky svojich investícií. Tento fond napríklad neinvestuje do spoločností na výrobu tabakových výrobkov, zbraní, spoločností pôsobiacich v konfliktných oblastiach, alebo spoločností, ktoré porušujú dodržovanie charty ľudských práv. Oba spomenuté fondy investujú kapitál pochádzajúci z predaja ropy a sú v plnom vlastníctve štátu. Najväčšie štátne fondy rozdelené podľa jednotlivých krajín sú uvedené v grafe č. 7.



Grafické informácie

Graf č. 6: Počet a objem M&A operácií v roku 2010



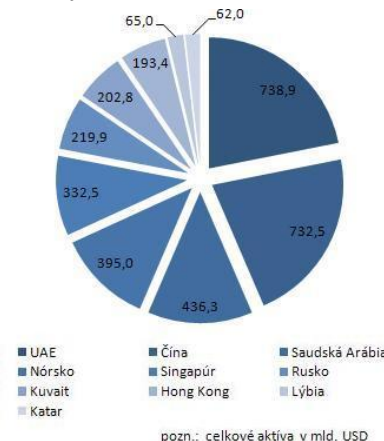
Tabuľka č. 2: Najväčší private equity akvizítori

Por.	Spoločnosť	Celková suma obchodov v mld. USD	Počet obchodov
1.	KKR	233.3	67
2.	Blackstone Group	197.4	117
3.	TPG Capital	193.1	78
4.	Carlyle Group	123.8	182
5.	Bain Capital	118.6	64
6.	Thomas H. Lee Partners	70.7	19
7.	Apollo Management	66.3	65
8.	Permira Advisers	60.6	35
9.	Apax Partners	54.3	89
10.	Providence Equity Partners	47.9	42

Tabuľka č. 3: Najväčší akvizítori podľa počtu realizovaných obchodov

Por.	Spoločnosť	Celková suma obchodov v mld. USD	Počet obchodov
1.	General Electric Co.	62.56	196
2.	WPP Plc	3.55	126
3.	Morgan Stanley	51.46	125
4.	Goldman Sachs Inc.	27.33	121
5.	Deutsche Bank AG	28.57	106
6.	ING Groep NV	15.42	105
7.	Macquarie Group Ltd.	27.39	99
8.	Citigroup Inc.	34.98	97
9.	AXA SA	23.14	87
10.	JPMorgan Chase&Co.	19.36	8

Graf č. 7: Top 10 najväčších štátnych fondov k 30.1.2010



Najúspešnejšie spojenia

Exxon vs. Mobil

Na konci roku 1998, v podmienkach najnižšej priemernej ceny ropy za predchádzajúcich 12 rokov na úrovni 14.70 dolárov za barel, sa začína úspešný príbeh spojenia dvoch najväčších amerických, verejne obchodovaných ropných spoločností. Toto spojenie však v skutočnosti bolo prevzatie spoločnosti Mobil Corp. spoločnosťou Exxon Corp., pričom obidve spoločnosti sú pôvodnými členmi Rockefellerovho ropného gigantu Standard Oil Company. Toto spojenie sa od začiatku javilo ako veľmi úspešné. Obe spoločnosti si boli veľmi blízke a okrem spoločnej histórie a úspechov zdieľali aj spoločné hodnoty a stratégiu. Prvého decembra 1999 spoločnosti oznámili spojenie, pričom Exxon mala kúpiť Mobil za približne 86 miliárd dolárov v akciách a vytvoriť tak najväčšiu, verejne obchodovanú ropnú spoločnosť na svete. Akcionári spoločnosti Mobil dostali 1.32015 akcie Exxonu za každú akciu Mobilu, čo v prepočte znamenalo 99 dolárov za akciu, teda 32 percentnú prémii oproti zatvárajacej cene z 24.11.1998, kedy sa o spojení ešte verejne nehovorilo. Pred ukončením spájacieho procesu bolo treba získať povolenie od Federálnej obchodnej komisie. Komisia podmienila udelenie povolenia rozsiahlou reštrukturalizáciou spoločností, keďže obidve spoločnosti boli priamymi konkurentmi vo viac ako 40 metropolitných oblastiach v USA. Pred ukončením spojenia museli spoločnosti predať viac ako 2430 čerpacích staníc primárne v severovýchodnej časti USA, čo predstavovalo najväčšie zbavovanie majetku vynútené komisiou v histórii. Uzavretím spojenia dosiahla nástupnícka spoločnosť Exxon-Mobil 22 percent podiel na svetovom trhu s ropou a rafinuje viac ropy ako ktorákoľvek iná spoločnosť na svete. Na čelo spoločnosti so sídlom v Dallase zasadol bývalý CEO Exxonu Lee Raymond, a bývalý CEO Mobilu Lucio A. Noto sa v nástupníckej spoločnosti stal vicepredsedom.

Disney vs. Pixar

Spoločnosti Disney sa v oblasti animovaných filmov v roku 2005 prestávalo dariť. Jej produkčné tímy čelili nedostatkom kreativity a posledné produkcie ako Treasure Planet si nedokázali získať nadšenie divákov. Ako východisko z takejto situácie sa ponúkalo práve prepojenie s partnerom, ktorý by do spoločnosti priniesol nové nápady a takisto aj želanú popularitu. Ako najvhodnejším kandidátom sa ukázala spoločnosť Pixar, ktorej tvorba bola mimoriadne obľúbená. Výhodou bolo, že spoločnosti si neboli ani cudzie. Už pred spojením pomáhala spoločnosť Disney Pixaru s marketingom pre jej animované filmy, pričom takáto spolupráca sa ukazovala ako veľmi efektívna, najmä kvôli bohatým skúsenostiam spoločnosti Disney s propagáciou a jej obrovskými možnosťami na tomto poli. Samotnému spojeniu však zo začiatku bránili nezhody medzi šéfmi obidvoch spoločností. Po tom, ako na čele spoločnosti Disney došlo v októbri 2005 k vystriedaniu šéfov, však už spojeniu nestálo nič v ceste. Koncom januára 2006 ohlásila spoločnosť Disney, že kúpi spoločnosť Pixar za 7.4 miliardy dolárov v akciách, pričom akcionárom Pixaru ponúkne v prepočte 59.78 dolárov za akciu, čo bola 3.8 percentná prémia oproti poslednej uzatvárajacej cene na úrovni 57.57 dolárov za akciu.

Grafické informácie

Graf č. 8: Vývoj kurzu akcií Exxon Corp. vs. Mobil Corp. pred fúziou



Graf č. 9: Exxon Mobil Corp po fúzii. vs. S&P 500 Index



Graf č. 10: Vývoj kurzu akcií Walt Disney Corp. vs. Pixar pred akvizíciou



Graf č. 11: Walt Disney Corp. po akvizícii vs. S&P 500 Index



Historicky najhoršie fúzie a akvizície

AOL vs. Time Warner

Na jeseň v roku 1999 sa Steve Case, výkonný riaditeľ spoločnosti AOL, stretol na oslavách päťdesiateho výročia vzniku Čínskej ľudovo demokratickej republiky s Geraldom Levinom, výkonným riaditeľom firmy Time Warner. Takto sa začal najväčší a zároveň najkatastrofickejší obchod v histórii M&A transakcií. Pre odôvodnenie tohto netradičného spojenia medzi spoločnosťou s 15 ročnou históriou poskytujúcou pripojenie na internet a mediálnym gigantom s takmer 100 ročnými koreňmi a tradíciou je dôležité, že rokovania sa odohrávali v období vrcholiacej „dot-com“ bubliny. Obe spoločnosti si od tohto spojenia sľubovali obrovský úspech. AOL chcelo presadiť projekt internetovej televízie a Time Warner zasa nárast publika ťažiaci z 20 miliónovej databázy užívateľov služby AOL. Po niekoľkých spoločných rozhovoroch prišlo 10. januára 2000 ohlásenie vzájomného spojenia v celkovej hodnote 178 miliárd dolárov. Táto správa spôsobila obrovskú senzáciu, no už onedlho sa začali prejavovať nezhody medzi exekutívami jednotlivých častí spoločnej firmy AOL Time Warner. Nasledovalo prasknutie „dot.com“ bubliny 13. 3. 2000, spôsobené multi miliardovými predajmi akcií technologických spoločností ako Cisco, IBM a Dell. Korunu tomuto neúspešnému spojeniu však zasadil účtovný škandál divízie AOL, ktorým sa spoločnosť snažila zakryť pokles príjmov z reklamnej činnosti. Steve Case následne odstúpil z postu predsedu spoločnosti a spoločnosť AOL Time Warner odstránila „AOL“ z názvu spoločnosti. Do rozpojenia spoločnosti v máji 2009 stratila spoločnosť Time Warner približne 80 percent z ceny svojich akcií.

Sprint vs. Nextel

Pätnásteho decembra 2004 ohlásili spojenie spoločnosti Sprint a Nextel v hodnote 36 miliárd dolárov. Aj keď bola transakcia verejne označovaná ako spojenie dvoch rovnocenných firiem, v skutočnosti išlo o akvizíciu Nextelu spoločnosťou Sprint. Obidve spoločnosti síce pôsobili v podobných oblastiach, no napriek tomu bolo s týmto prepojením od začiatku veľa problémov. Akcionári spoločnosti Sprint odsúhlasili spojenie takmer okamžite, no investori Nextelu neboli až takí nadšení. Okrem nespokojnosti akcionárov mali voči takémuto spojeniu výhrady aj sesterské spoločnosti Nextelu. Hlavný spor predstavovala doložka, ktorá dávala právo sesterskej spoločnosti Nextelu, Nextel Partners, donútiť spoločnosť Nextel, aby kúpila zvyšný podiel v spoločnosti, ktorým ešte nedisponuje. Napriek všetkému, však k spojeniu došlo a po získaní povolenia od FCC (Federal Communications Commission) vznikla spoločnosť Sprint Nextel. Už čoskoro po vzniku však začali novovzniknutú firmu opúšťať vedúce osobnosti spoločnosti Nextel, pričom ako dôvod často uvádzali nezlučiteľnosť jednotlivých firemných kultúr. K týmto problémom sa pridali početné spory so sesterskými spoločnosťami pôvodných firiem, ktorým sa spojenie Sprintu s Nextelom nepáčilo. Pre urovanie týchto sporov sa Sprint Nextel rozhodol pre odkúpenie jednotlivých partnerských spoločností. Tieto transakcie sa postupne ťahali až do konca roku 2009, kedy bola prevzatá spoločnosť iPCS. Následkom zlého spojenia prišla spoločnosť o množstvo svojich stálych zákazníkov a vykázala vysoké straty spojené s poškodením dobrého mena. V súčasnosti má aj jeden z najhorších ratingov v stálosti zákazníkov v sektore.

Grafické informácie

Graf č. 12: Time Warner vs. S&P 500 Index



Graf č. 13: AOL vs. Time Warner po rozdelení



Graf č. 14: Sprint Corp. vs. Nextel Communications Inc. pred fúziou



Graf č. 15: Sprint Nextel Corp. po fúzii vs. S&P 500 Index

