

Soňa Ferencčíková  
Alena Vícenová

## VPLYV FINANČNEJ KRÍZY NA VÝVOJ MEDZINÁRODNÝCH FÚZIÍ A AKVIZÍCIÍ

**Abstract:** *The authors analyse cross-border mergers and acquisitions before and after the world financial crisis. They pay a special attention to the collapse of Lehman Brothers and its impact on these operations. They also focus on mergers and acquisitions in the region of Central and Eastern Europe and analyse the development of this phenomenon in the Slovak Republic. In the conclusion they present their expectations about the future trends in the area studied.*

**Keywords:** *cross-border mergers and acquisitions, mergers and acquisitions in Slovakia, financial crisis*

**JEL:** F 21, F 23

### Úvod

Súčasná kríza nastolila nový finančno-ekonomický režim, v ktorom by sa vedúci manažéri, bankári či politici mali stať pokornejší, racionálnejší a zodpovednejší za svoje rozhodnutia. Dôsledky krízy nútia všetkých postaviť sa tvárou v tvár k otázke skutočnej náplne pokroku a rastu. V neposlednom rade kríza bezprostredne nastolila otázku plusov a mínusov deregulácie, efektívnosti trhov a výhod finančných inovácií. V predkladanom článku sa venujeme trendom a zákonitostiam v medzinárodných fúziách a akvizíciách a ich vývoju pred a po období finančnej krízy.

### 1 Spľasnutie bublín a medzinárodné fúzie a akvizície

Počas „čierneho pondelka“ 19. októbra 1987 sa Dow-Jones index prepadol o hrozivých 23 %. Noviny New York Times si vtedy položili otázku, či je rok 1987 totožný s rokom 1929. Pád z vrcholu až na dno predstavoval pokles takmer o jednu tretinu a strata hodnoty amerických akcií sa priblížila k miliarde dolárov. Pozoruhodné však bolo to, čo sa stalo potom. V roku 1988 nenasledovala dokonca ani len recesia. Index Dow-Jones sa vrátil na úroveň pred krachom už o necelý rok po „čiernom pondelku“.

Bezpochybne za to treba poďakovať nováčikovi vo funkcii predsedu Federálneho rezervného fondu (FED) Alanovi Greenspanovi, ktorý svojou reakciou na „čierny pondelok“ potvrdil „ochotu FEDU poslúžiť ako zdroj likvidity na podporu ekonomického a finančného systému“ (Ferguson 2011), [3].

V 90. rokoch 20. storočia bol zaznamenaný najväčší rast transakcií spojených s cezhraničnými fúziami a akvizíciami. Možno povedať, že každý začiatok nového roka posledného desaťročia 20. storočia sa vyznačoval rekordnými počtami fúzií a akvizícií, ktorý bol však vzápätí často prekonávaný. Vytvoril sa preto špeciálny pojem „mergermánia“. Hodnota uskutočnených medzinárodných obchodov vzrástla z menej ako 100 miliárd amerických dolárov v roku 1987 na 200 miliárd amerických dolárov v roku 1990 a neskoršie na 720 miliárd amerických dolárov v roku 1999 (pozri schému č. 1). Hodnota medzinárodných fúzií a akvizícií vzrástla počas rokov 1980 – 1999 o 42 %. Hlavným cieľom obchodov bolo dosiahnutie strategických a operačných cieľov, a to viac ako finančných cieľov. Ak by sme hodnotu fúzií a akvizícií porovnali so svetovým HDP, pomer by vzrástol štvornásobne – z 0,5 % v roku 1987 na 2 % v roku 1999 (Burksaitiene 2010), [1].

Schéma č. 1

Hodnota M&amp;A (v mld. USD) od r. 1987 do r. 2011



**Prameň:** vlastné spracovanie podľa World Investment Report 1987 – 2012.

Hoci Greenspan už zvládol paniku v roku 1987, neskôr čelil dileme, či má alebo nemá konať preventívne. Dilema vystúpila do popredia, keď sa v polovici deväťdesiatych rokov minulého storočia začala na trhu s cennými papiermi vytvárať klasická bublina. V tomto prípade ju zintenzívnila explózia inovácií v technologickom a softvérovom priemysle v dôsledku spojenia osobných počítačov a internetu (tzv. dot-com bubble). Keď sa americký trh s cennými papiermi v polovici januára 2000 začal rúcať, akoby s oneskorením sa potvrdzovali Greenspanove niekdajšie varovania pred iracionálnou investičnou „bujarosťou“. Nenastal nijaký čierny deň ako

v roku 1987, pretože FED v auguste 2001 postupne zrazil sadzby zo 6,5 % na 3,5 % a neskôr až na absolútne minimum 1 % v júni 2003. Roky 2001 – 2003 boli rokmi poklesu v oblasti medzinárodných fúzií a akvizícií. V roku 2001 klesla hodnota uskutočnených fúzií a akvizícií na 601 miliárd amerických dolárov, v roku 2002 dokonca na 370 miliárd amerických dolárov. Po 11. septembri FED vychrlil viac likvidity, ako to vyjadril Nail Ferguson, „než všetky požiarnické vozidlá na Manhattane vody“ (2011), [3]. Po poklese v rokoch 2001 – 2003 nastalo v roku 2004 mierne oživenie, keď hodnota uskutočnených obchodov bola 381 miliárd amerických dolárov. V roku 2005 bola hodnota predajov 716 miliárd amerických dolárov a v roku 2006 vzrástla na 880 miliárd amerických dolárov, keď vyvrcholili obchody v oblasti medzinárodných fúzií a akvizícií. V roku 2007 hodnota transakcií medzinárodných fúzií a akvizícií bola 1 637 miliárd amerických dolárov, teda o 21 % vyššia ako predchádzajúci rekord z roku 2000 (UNCTAD, 1987 – 2011, pozri schému č. 1).

Cezhraničné fúzie a akvizície za obdobie rokov 1990 – 2007 predstavovali tretinu obchodov tohto typu (Isil 2012), [4] s rastúcou tendenciou počtu i objemu.

Finančná kríza, ktorá zasiahla svet v auguste 2007, sa stala dobre načasovaným mementom jednej z večných právd finančnej histórie. Skôr či neskôr každá bublina praskne. Skôr či neskôr počet kupujúcich, ktorí očakávajú pokles ceny akcií, prevýši počet kupujúcich špekulujúcich s rastom ceny akcií. Skôr či neskôr sa chamtivosť zmení na strach. Čo je vlastne príčinou tejto prebiehajúcej finančnej krízy? Fakt, že sa americké spoločnosti dopustili chyby pri zavádzaní nových produktov? Alebo to, že sa prudko spomalilo tempo zavádzania technických a technologických inovácií? Väčšina autorov sa zhoduje v tom, že bezprostredná príčina hospodárskeho poklesu v rokoch 2008 – 2009 bola finančná: krach úverového systému vyvolaný tým, že sa hromadne prestali splácať dlhy eufemisticky nazývané *subprime hypotéky*. Globálny finančný systém sa stal príliš zamotaným. Pomerne nízkopríjmové rodiny v amerických štátoch od Alabamy až po Wisconsin si mohli kúpiť nové domy alebo mohli staré znovu zaťažiť hypotékou kvôli byrokratickým a finančne komplikovaným pôžičkám. Tieto pôžičky sa zoskupili do nových balíkov ako dlhopisy zaistené bankovými zárukami (*CDOs – collateralized debt obligations*) a banky v New Yorku a Londýne ich predávali nemeckým regionálnym bankám a nórske miestnym samosprávam, ktoré sa takto stali faktickými veriteľmi hypoték. Tak sa dostala finančná alchymia na novú, dômyselnejšiu úroveň a zdanlivo premieňala „olovo na zlato“ (Ferguson 2011), [3].

V roku 2007 hodnota transakcií medzinárodných fúzií a akvizícií dosiahla úroveň 1 637 miliárd amerických dolárov, čo bolo o 21 % viac než v predchádzajúcom rekordnom roku 2000. Je zaujímavé, že začiatky krízy sa začali prejavovať už v roku 2007, ale hodnotu priamych zahraničných investícií (PZI) či fúzií a akvizícií to výrazne neovplyvnilo (pozri schému č. 1). Napríklad konzorcium Royal Bank of Scotland, Fortis a Santander kúpilo ABN-AMRO za 98 miliárd amerických dolárov, čo bola najväčšia obdobná operácia v histórii bankovníctva (treba však povedať, že onedlho upadli nadobúdatelia do enormných problémov). Jedným z dôvodov bolo aj to, že tieto operácie sa obyčajne pripravujú dlhé obdobie a v začiatkoch krízy sa

iba dokončovali. Celkovo sa v roku 2007 uskutočnilo 10 145 medzinárodných fúzií a akvizícií (UNCTAD 2008), [8].

Obmedzené zdroje v dôsledku finančnej krízy sa ešte v roku 2007 neprejavili viditeľne. Trend akciových trhov bol rastúci, rentabilita korporácií pomerne vysoká a možnosti financovania obchodov vcelku priaznivé. „To pravda neznamená, že všetky (alebo väčšina) uskutočnené M&A transakcie boli úspešné v tom zmysle, že by sa dosiahol očakávaný synergický efekt a aj v podmienkach priaznivého vývoja konjunktúry sa prejavovali mnohé finančné riziká M&A operácií. Určiť správne hodnotu firmy, ktorá je objektom akvizície, je vždy ťažké, a riziko, že sa zaplatí príliš veľa, pre kupujúcu firmu vždy existuje. Na druhej strane, objekt akvizície môže z rozličných dôvodov podceniť svoju hodnotu. Výkyvy na akciových trhoch môžu spôsobiť, že ceny akcií sa po fúzii alebo akvizícii nebudú vyvíjať tak, ako sa očakávalo. Subjektívne záujmy manažérov a morálny hazard tu tiež môžu zohrať svoju úlohu“ (Šestáková 2011), [14]. V roku 2007 neprišlo k oslabeniu intenzity fúzií a akvizícií a vplyv finančnej krízy sa prejavil až neskôr.

Rok 2008 a prebiehajúca globálna finančná kríza vo svete zapríčinili pokles prílevu PZI na 1 697 miliárd amerických dolárov, čiže v porovnaní s predchádzajúcim rokom došlo k poklesu približne o 300 miliárd amerických dolárov. Medzinárodné fúzie a akvizície klesli na úroveň 673 miliárd amerických dolárov (pozri schému č. 1). Medzinárodné fúzie a akvizície boli silne ovplyvnené dôsledkami globálnej finančnej krízy s 35 % poklesom ich hodnoty v roku 2008 v porovnaní s rokom 2007. Najmä v roku 2008 prišlo ku globálnej redukcii počtu a hodnoty megatransakcií (hodnota transakcie nad 1 mld USD). Počet takýchto obchodov poklesol o 21 % a ich hodnota o 31 % (UNCTAD 2009), [9]. V tom istom roku došlo k niektorým obrovským operáciám: napríklad belgický pivovarnícky gigant InBev kúpil americký Anheuser-Busch za zhruba 46 miliárd amerických dolárov, alebo holandská vláda kúpila podiel vo Fortis Bank Netherland (Holding) za 23 miliárd amerických dolárov. (Ferenčíková 2013), [2].

Až v roku 2008 oklieštila finančná kríza možnosti financovania obchodov vrátane fúzií a akvizícií. V takýchto podmienkach majú firmy tendenciu na financovanie fúzií a akvizícií novými akciami, ale s rapídne klesajúcimi akciovými trhmi sa to uskutočňuje ťažšie. „Pokles cien akcií viedol jednak k zníženiu hodnoty M&A transakcií, ktorá poklesla výraznejšie než počet transakcií, jednak sťažoval emisiu nových akcií. Kým predtým pri poklese ziskov korporácií mali firmy tendenciu financovať M&A operácie emisiou nových akcií, teraz bolo ťažšie získať potrebné zdroje touto formou“ (Šestáková 2011), [14]. Zároveň stúpili náklady na dlhodobé financovanie medzinárodných fúzií a akvizícií. Navyše, zhoršili sa podmienky získavania bankových úverov, sprísnil sa úverové podmienky a narástli úrokové sadzby pre podnikových klientov. Jedným z výsledkov finančnej krízy bolo, že viaceré veľké privatizačné projekty museli byť zrušené (UNCTAD 2008), [8]. Takisto pokles cien akcií umožnil investorom získať objekty akvizície za veľmi výhodných podmienok, čo je podnetom pre krátkodobo orientované špekulácie (Šestáková 2011), [14].

## 2 Pád banky Lehman Brothers a medzinárodné fúzie a akvizície po roku 2009

Dejiny banky Lehman Brothers sa začínajú v čase, keď Henry Lehman emigroval z Nemecka v roku 1844. Začínal v Alabame s menším obchodom so zmiešaným tovarom, a o niekoľko rokov sa k nemu pridali aj jeho dvaja bratia – tak vznikli Lehman Brothers. Prostredníctvom obchodov s bavlnou a založením newyorskej bavlnenej burzy firma vstúpila na burzu cenných papierov. Rodinný podnik v roku 1969 najal prvého nerodinného príslušníka, Richarda Fulda, známeho jeho agresívnou povahou, začo si vyslúžil prezývku Gorila. Vlastne, on bol Lehman Brothers a stelesňoval moc banky (Smith 2010), [13].

Po dlhých rokoch úspechov Fuld sám v určitom bode, najmä v roku 2008, už vedel, že nastávajú zlé časy, ale napriek tomu pokračoval v agresívnej a nezodpovednej expanzii. Počas jari a leta roka 2008 sa problémy Lehman Brothers prehĺbili. Avšak Fulda nikdy neopúšťala arogantná a nemorálna istota, že štát nedovolí Lehman Brothers padnúť. Po akumulácii strát Fuld so svojimi top manažérmi odletel do Soulu, aby rokoval s kórejskou rozvojovou bankou o odkúpení niektorých akcií od Lehman Brothers. Rokoval aj s ďalšími bankami v Číne, ale pravdepodobne v skutočnosti vôbec nechcel ustúpiť a ponechať kontrolu svojej banky niekomu inému. Posledný týždeň Lehman Brothers sa začal 8. septembra 2008 tým, že vyššie uvedení investori sa stiahli. Hodnotenie úverovej schopnosti banky od ratingovej spoločnosti Standard and Poor's sa stále zhoršovalo. Pred letom 2007 sa akcie Lehman Brothers predávali takmer za 70 amerických dolárov za akciu, ale k 9. septembru 2008 cena padla na menej ako 8 amerických dolárov za akciu. Alarmujúca situácia odrádzala aj možných posledných investorov a banku začali opúšťať aj vedúci manažéri. Morálny hazard, ktorý bol politikou Fulda, zašiel tak ďaleko, že ešte 10. septembra 2009 na raňajšej konferencii si Fuld dovoľil sľúbiť, že banka sa vynorí „čistá“ z krízy. Jeho návrhy zahŕňali napríklad odpredaj väčšiny komerčných nehnuteľností investorom a skresávanie bankových dividend. Tvrdil, že je schopný prinavrátiť dôveru investorov, ale jeho tón už bol pokornejší a z agresívnosti nezostalo ani stopy. (Smith 2010), [13].

Lehman Brothers to neurobila, lebo „Gorila“ nesprávne ohodnotil situáciu, premrhal čas a nedokázal uzavrieť inteligentnú predajnú zmluvu, alebo odpredať časť banky. A tak jedna z vlajkových lodí Wall Streetu bola nechaná napospas. Jedinou útechou pre Fulda bola myšlienka, že americká vláda si nemôže dovoliť nechať banku Lehman Brothers padnúť. Tento morálny hazard mu dovoľoval cítiť sa bezpečne, ale mýlil sa. Vláda mala čo robiť aj bez Lehman Brothers, aby v prvom rade zachránila vládou sponzorované podniky, ktoré boli „chrbtovou kosťou“ amerického hypotekárneho trhu (napríklad Fannie Mae, *Federal National Mortgage Association* a Freddie Mac, *The Federal Home Loan Mortgage Association*). Fuld očakával ponuky zo súkromného sektora, ale tie neprichádzali. Bank of America sa v konečnom dôsledku rozhodla pre Merrill Lynch, vlastne pre jedného zo súperov Lehman Brothers. Barclays, posledná nádej z Británie, vystúpila z ponukového procesu.

Členovia predstavenstva zostali „šokovaní“ 14. septembra 2008. V poslednom pokuse otočiť koleso udalostí požiadali jedného z riaditeľov banky a náhodou príbuzného prezidenta Georga Busha, aby zavolať prezidentovi, a ten by mohol zakročiť. George Bush odmietol vôbec prísť k telefónu. Morálnou povinnosťou spoločnosti zostávalo vyhlásiť bankrot a po hodinovej diskusii sa na tom aj uzniesli. Lehman Brother bola rýchlo predaná britskej Barclays, ktorá v nasledujúcich týždňoch premenila názov firmy a zelené bankové logá nahradila barclayvskou modrou.

Ako sa vyvíjala situácia v roku 2009 po páde banky Lehman Brothers? Po 16 % poklese v roku 2008 prílev priamych zahraničných investícií poklesol o ďalších 37 % – na 1 114 mld. amerických dolárov v roku 2009, zatiaľ čo odlev priamych zahraničných investícií poklesol v roku 2009 o 43 % – na 1 101 mld. amerických dolárov. V roku 2009 bolo opätovne zaznamenané zníženie hodnoty uskutočnených obchodov. V roku 2008 bola hodnota fúzií a akvizícií 250 miliárd USD (pozri schému č. 1). Kolaps finančných trhov obmedzil financovanie medzinárodných fúzií a akvizícií. Banky a finančné inštitúcie boli často neschopné, ale aj nechotné financovať akvizície. Navyše, „otrasy“ na akciových trhoch znížili a v niektorých prípadoch úplne eliminovali schopnosť nadnárodných korporácií získať nový kapitál. Vnútorne zdroje spoločností boli tiež potlačené. Dôvodom boli turbulencie na akciových trhoch, ktoré zatemnili cenové signály, na ktoré sa zvyčajne fúzie a akvizície spoliehajú. Finančná kríza odhalila, že investície na zelenej lúke sú menej nákladné a riskantné. Tieto investície poskytujú nadnárodným korporáciám väčšiu prevádzkovú flexibilitu v počiatočnom štádiu založenia, čo zvyšuje ich schopnosť reagovať na krízy promptnejšie. Pri fúziách a akvizíciách prichádza k rýchlejšiemu zotaveniu, zatiaľ čo investície na zelenej lúke sa vyznačujú väčšou odolnosťou. V dôsledku uvedených finančno-ekonomických udalostí klesol počet transakcií v oblasti fúzií a akvizícií o 34 % (65 % v hodnotovom vyjadrení) v porovnaní s 15 % poklesom investícií na zelenej lúke v období rokov 2005 až 2010 (UNCTAD 2010), [10].

Zhoršený prístup k externým zdrojom financovania významne ovplyvnil akvizíčné aktivity spoločností private equity, ktoré zohrávali významnú úlohu v akvizíčnej horúčke počas rokov 2005 – 2007 a financovali svoje investície dlhom (*leveraged buyout*). Pod vplyvom globálnej finančnej krízy došlo celkove k výraznému poklesu *leveraged buyout*. „V roku 2009 sa uskutočnilo iba 21 takýchto transakcií, čo predstavuje v porovnaní s rokom 2007 takmer 97 % pokles M&A operácií, ktoré sa uskutočnili aj počas krízy, no boli vo väčšej miere financované vnútornými zdrojmi. Celkove počet akvizícií, ktoré uskutočnili spoločnosti private equity, poklesol za rok 2009 o 35 %, no hodnota týchto transakcií o 56 %“ (Šestáková 2011), [14]. Príčinou prudkého poklesu významu spoločností private equity v transakciách v medzinárodných fúziách a akvizíciách bolo aj to, že nedokázali poskytnúť perspektívne investičné projekty v podmienkach ekonomickej neistoty, ako aj finančné problémy vyplývajúce z predchádzajúcich transakcií, ktoré sa ukázali ako neúspešné.

Ďalšími faktormi, ktoré boli za poklesom priamych zahraničných investícií spoločností private equity v roku 2009, patrilo nedostatok sľubných nových investičných projektov v čase neistých ekonomických vyhliadok, ako aj zvyšujúce sa ekonomické

tlaky už z existujúcich investícií. Kolaps na trhu s *leveraged buyout* takisto prispel k poklesu. Financovanie *leveraged buyout* vyschlo, keďže sa podmienky zhoršovali a banky stopli poskytovanie nových úverov. *Risk premium* pre takéto úvery prudko stúpol. Navyše, výkonnosť spoločností, ktoré boli za nákupmi, sa zhoršila v roku 2008 a 2009, čo spôsobilo, že nové transakcie sa stali menej atraktívnymi (UNCTAD 2010), [10].

Oživenie v roku 2010 prichádzalo po prudkom poklese v rokoch 2008 a 2009. V tomto roku sme boli svedkami mierneho, avšak nerovnomerného oživenia, lebo rozvojové a tranzitívne ekonomiky absorbovali polovicu priamych zahraničných investícií. World Investment Report 2010 zhodnotil, že medzinárodné fúzie a akvizície majú rýchlejšiu tendenciu zotaviť sa ako investície na zelenej lúke. V roku 2010 sa očakávalo, že medzinárodné fúzie a akvizície porastú z dôvodu, že finančná situácia signalizovala prítomnosť rastovej tendencie a hodnoty cenných papierov boli oveľa vyššie ako v roku 2009. Navyše, prebiehajúca podniková a priemyselná reštrukturalizácia vytvárala priestor na nové akvizičné príležitosti (UNCTAD 2011), [11].

Prílev priamych zahraničných investícií sa zvýšil v roku 2010, dosiahol hodnotu 1 244 mld. amerických dolárov, zatiaľ čo v roku 2009 boli investície v hodnote 1 185 mld. amerických dolárov (pozri prílohu č. 1). Hodnota transakcií s fúziami a akvizíciami vzrástla v roku 2010 o 36 % – na 339 miliárd amerických dolárov (pozri schému č. 1). Napriek tomu je to iba jedna tretina z predchádzajúceho vrcholu v roku 2007. Vyššia cena akcií zväčšila kúpnu silu investorov investovať smerom do zahraničia a vyššia hodnota podnikových aktív zvýšila šance investorov realizovať fúzie a akvizície pomocou využitia podnikových akcií na čiastočnú úhradu. V rovnakom čase však prebiehali podnikové a priemyselné reštrukturalizácie, ktoré vytvárali nové akvizičné príležitosti, najmä pre hotovostno-bohaté nadnárodné spoločnosti vrátane tých z rozvíjajúcich sa trhov (UNCTAD 2011), [11].

Ako sa zmenila situácia spoločností private equity v roku 2010? Priame zahraničné investície, uskutočňované spoločnosťami private equity, opäť naberali na sile, aj keď im chýbala úroveň pred krízou. Boli skôr zamerané na rozvojové krajiny a tranzitívne ekonomiky, „druhý“ nákup a menšie akvizície. V roku 2010 hodnota fúzií a akvizícií uskutočňovaná spoločnosťami private equity vzrástla o 14 % – na 122 mld. amerických dolárov v porovnaní so 107 mld. amerických dolárov v roku 2009. Tento nárast ovplyvňoval rastúci záujem spoločností private equity v rozvojových krajinách a rizikový kapitál, ktorý poskytoval lepšie obchodné príležitosti ako predtým (UNCTAD 2011), [11].

V roku 2011 prílev priamych zahraničných investícií vzrástol o 16 % v porovnaní s rokom 2010. Tento nárast reflektoval zvýšenie zisku v nadnárodných korporáciách a relatívne vysoký ekonomický rast v rozvinutých krajinách. Rast bol rozšírený a zahŕňal všetky tri hlavné skupiny ekonomík – rozvinutých, rozvojových a tranzitívnych – aj keď dôvody rastu sa líšili medzi jednotlivými ekonomikami po celom svete. Tok priamych zahraničných investícií do rozvojových a tranzitívnych ekonomík vzrástol o 12 % a dosiahol rekordnú úroveň – 777 mld. amerických dolárov, a to najmä prostredníctvom pokračujúceho nárastu projektov na zelenej lúke. Tok

priamych zahraničných investícií do rozvinutých krajín taktiež vzrástol o 21 %, ale v tomto prípade boli príčinou rastu cezhraničné fúzie a akvizície. Hlavným faktorom bola firemná reštrukturalizácia, stabilizácia a racionalizácia firemných operácií, zlepšenie kapitálovej využiteľnosti a redukcia nákladov. Prílev priamych zahraničných investícií vzrástol v roku 2011 na 1 524 mld. amerických dolárov z 1 309 mld. amerických dolárov v roku 2010, t. j. o 16 %. Odlev priamych zahraničných investícií sa zvýšil o 17 % v roku 2011 v porovnaní s rokom 2010. Tok priamych zahraničných investícií z private equity spoločností vzrástol v roku 2011 o 18 % – na 77 miliárd amerických dolárov. Nárast bol spôsobený investíciami v sektore služieb, zvýšenými investíciami do základného a výrobného sektora. Napriek nárastu tu stále existovali rastúce obavy, týkajúce sa dlhodobej udržateľnosti, transparentnosti a korporátnej nadvlády (UNCTAD 2012), [12].

### 3 Medzinárodné fúzie a akvizície v strednej a východnej Európe po roku 2009

Po vypuknutí finančnej bubliny sa v roku 2008 a najmä v roku 2009 plne prejavil vplyv globálnej finančnej krízy a recesie v strednej a východnej Európe. Počet medzinárodných transakcií výrazne poklesol, lebo až do roku 2007 boli krajiny strednej a východnej Európy atraktívnym miestom pre cezhraničné fúzie a akvizície. Na pokles počtu cezhraničných fúzií a akvizícií, orientovaných na krajiny strednej a východnej Európy, výrazne vplývalo zníženie ich HDP, finančná nestabilita, zníženie cien ropy a zhoršenie vyhliadok exportu z tejto oblasti. Na základe týchto skutočností sa niektoré privatizačné projekty museli odložiť, avšak Ruská federácia bola stále pokladaná pre zahraničných investorov za atraktívnu, najmä v jej tradičných oblastiach, ako ťažobný priemysel a energetika, ale aj v nových odvetviach, ako napríklad zdravotníctvo a spotrebné tovary. Nemaľú úlohu na tomto pohľade zohráva veľkosť a potenciál ruského trhu (UNCTAD 2009), [9].

„Rok 2010 aj pre krajiny strednej a východnej Európy znamenal zlepšenie investičných príležitostí a oživenie aktivity v oblasti fúzií a akvizícií. V Európe ako celku sa aktivity zvýšili v prvej polovici roku 2010 o vyše 25 % a dosiahli hodnotu 182,7 mld. eur, pričom 19 % z tejto hodnoty a 13 % z počtu uskutočnených transakcií pripadalo na krajiny strednej a východnej Európy. Za najatraktívnejšie odvetvia boli považované telekomunikácie, spotrebné tovary, chemický priemysel a energetický priemysel. Až potom nasledovali doprava, reality a zvýšil sa záujem o zdravotníctvo a finančný sektor.“ (Šestáková 2011), [14].

Slovenský trh s fúziami a akvizíciami sa v roku 2010 správal až doslova „nekrízovo“ aj s nekrízovými, tradičnými dôvodmi. Prišlo k stredo európskemu spojeniu firiem Axel Springer s Ringierom, ktorá následne kúpila podiel vo firme Azet. Najväčším obchodom bol predaj kľúčovej európskej fabriky japonskej Sony v Nitre, ktorú kúpila taiwanská Hon Hai Precision Industry, známejšia však pod značkou Foxconn. Partner advokátskej kancelárie Havel, Holásek & Partners tvrdí, že „na slovenskom a rovnako českom trhu sa iba minimálne vyskytujú medzinárodní finanční investori, napríklad globálne private equity skupiny.“ (Jesný 2011), [5]. Dôvodom je,



že „samotný trh je pre ne malý a vstupovať na celkom nový trh si dvakrát rozmyslí aj veľká firma z fachu. Preto nakupujú väčšinou už na Slovensku usídlení investori“ (Jesný 2011), [5]. Tieto tvrdenia však vôbec neplatia na domácich finančných investorov, ako J & T, private equity skupina Penta, alebo holding Agrofert. J & T vstúpila do rôznych odvetví, napríklad do českého energetického odvetvia, ale i do turizmu a hotelierstva. Private equity skupina Penta kupovala najmä na slovenskom, českom a poľskom trhu. V roku 2010 dokončila kúpu slovenskej banky Dexia a českého výrobcu údenin Schneider Group (Jesný 2011), [5].

Schéma č. 2

## Fúzie a akvizície na Slovensku v roku 2010

Spoločnosť	Kupujúci	Predávajúci
Versity, a.s.	AutoCont Holding, a.s.	
Azet sk, a.s. (70 % podiel)	Ringier Axel Springer Slovakia, a. s.	Súkromní investori (Milan Dubec, Roman Dzamko, Marek Václavík, Karol Gogolák)
SkyBau, s. r. o.	Skanska AB	
Dexia banka Slovensko, a. s. (88,71 % podiel)	Penta Investments Limited	Dexia SA
Transkam, s.r.o.	Raben Group	
Dial Telecom, a.s.	GTS Central Europe Holdings BV	Dial Telecom, a.s.
Reding, a.s (70 % podiel)	YIT Corporation	Súkromný investor (Ladislav Veršovský)
Veolia Voda SA (9,5 % podiel)	International Finance Corporation	
Sony Slovakia, s.r.o. (90 % podiel)	Hon Hai Precision Industry Co Ltd	Sony Corporation
Ringier AG, Axel Springer AG	Ringier Axel Springer Media AG	Axel Springer AG, Ringier AG
Digital Dreams, s.r.o. (30 % podiel)	Centralway Holding AG	Súkromný investor (Michal Kral)
Quelle Česká republika, Quelle Polska Sp. z o.o., Quelle Estonia, Quelle Slovakia, Quelle Lithuania, Quelle Latvia	Halens Postorder AB	Quelle Deutschland

**Prameň:** [5].

Slovenský trh fúzií a akvizícií sa v roku 2011 v podstate nevymyká vývoju v regióne strednej a východnej Európy, kde prichádzalo k nárastu počtu transakcií i k výraznému nárastu odhadovaných cien obchodov. Celkovo sa v danom roku zrealizovalo 1 116 transakcií s celkovou hodnotou 49,5 miliardy amerických dolárov, čo predstavovalo nárast o 11 % oproti roku 2010. Na území Slovenska sa zrealizo-

valo 46 transakcií, teda o dve transakcie viac ako v roku 2010, s dosiahnutou hodnotou 1,5 miliardy amerických dolárov, a to najmä v sektore telekomunikácií a nehnuteľností, kde sa uskutočnila približne tretina obchodov (príloha č. 2). Napriek nárastu počtu obchodov analytici pri predpovediach o vývoji trhu M&A hľadajú na nie príliš optimistické prognózy vývoja hospodárstva eurozóny. Následne v decembri 2011 prišli zlé správy, že výhľad globálnej ekonomiky a odlišné predstavy o cenách predávaných podnikov naznačujú, že aktivita v tejto oblasti by sa mohla ešte viac oslabiť (Legéň 2013a, b) [6], [7].

Nakoniec sa tieto zlé správy i potvrdili a trh fúzií a akvizícií v strednej a východnej Európe sa v roku 2012 výrazne prepadol. Ubudol počet transakcií, aj ich celková hodnota. Za poklesom stála nielen dlhová kríza v Európe, ale aj politická nestabilita a príliš tvrdé úsporné opatrenia niektorých vlád. Celkovo sa v strednej a východnej Európe uskutočnilo 2 265 transakcií s hodnotou 150 miliárd eur. Za týmto číslom sa skrýva aj akvizícia ropnej spoločnosti TNK-BP ruskou spoločnosťou Rosneft', a možno dodať, ak by sa tento obchod za 40 miliárd eur neuskutočnil, štatistiky by boli veľmi zlé. Vo svete sa ale celkovo predávali ťažobné, energetické, sieťové, ale i dopravné, mediálne a poľnohospodárske firmy. V roku 2012 na Slovensku počet transakcií poklesol, ale hodnota uskutočnených obchodov vzrástla, a to až do astronomických čísel – 2,8 miliardy eur. V tejto sume je započítaný predaj minoritného podielu SPP spoločnostiam E.ON Ruhrgas a GDF Suez.

K najväčším transakciám na Slovensku prišlo vďaka predaju Aupark Tower spoločnosti Heitmann European Property Partners IV v hodnote 86 miliárd eur, alebo predajom TK Logistics I spoločnosti Washington Penn Plastic Co (Legéň, 2013b), [7]. (Príloha č. 3.)

Na Slovensku, tak ako vo väčšine bývalých tranzitívnych ekonomík, možno v dôsledku rozpočtových deficitov aj v budúcnosti očakávať predaj štátnych podielov v privatizovaných firmách, čo prirodzene ovplyvní celkový objem zahraničných fúzií a akvizícií. Okrem toho nie veľmi dobré ekonomické podmienky vedú k rastúcim problémom aj v súkromnom sektore, čo prirodzene ovplyvňuje cenu potenciálnych akvizíčných cieľov a vzniká možnosť ďalších fúzií a akvizícií. Vhodné podmienky na kúpu firiem však negatívne ovplyvňuje situácia v bankovom sektore, ktorý je po rokoch krízy očividne veľmi prudentný a jeho ochota i možnosti financovať väčšie operácie sú nižšie než v minulosti.

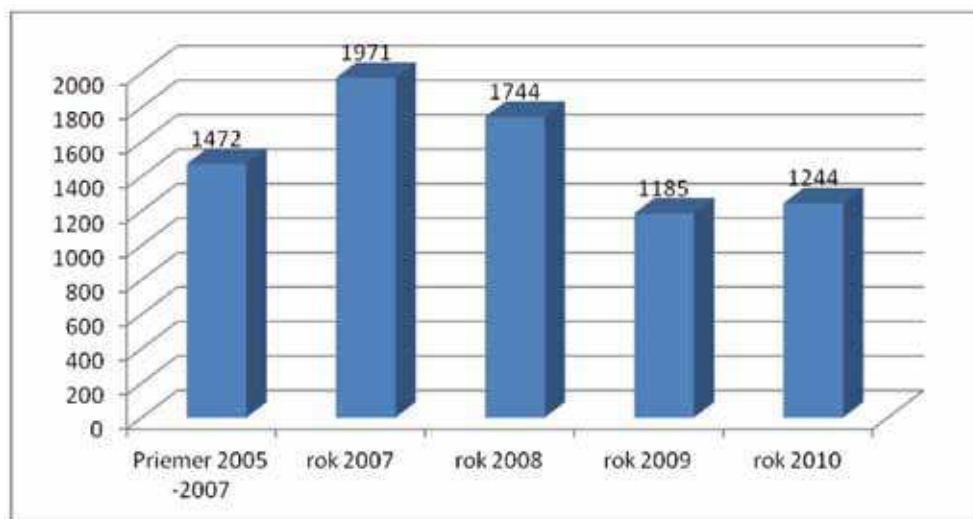
## Záver

Čo môžeme očakávať od budúcnosti? Nové investičné príležitosti čakajú na spoločnosti bohaté na hotovosť z rozvinutých a rozvojových krajín. Krajiny, ako Brazília, India, Čína a Ruská federácia, získavajú nové príležitosti. Tieto okrem firiem, prirodzene, vznikajú aj pre štátne suverénne fondy krajín, ktoré naakumulovali obrovské prostriedky v čase enormného rastu cien nerastných surovín. Napriek tomu zostáva podnikateľské prostredie neisté a najmä nadnárodné spoločnosti zostávajú relatívne opatrné, pokiaľ ide o ich nové investičné plány. Vyhliadky priamych zahraničných

investícií sa zlepšovali od hlbkej krízy v rokoch 2008 – 2009, ale stále zostávajú obmedzené vzhľadom na globálne makroekonomické a finančné podmienky. Kríza eurozóny zostáva najväčšou hrozbou pre svetovú ekonomiku, ale pokračujúci vzostup svetových cien energií môže tiež ohroziť rast. Globálny ekonomický výhľad, ktorý nie je veľmi priaznivý, má priamy vplyv na ochotu nadnárodných spoločností investovať. V budúcnosti predpokladáme, že cezhraničné fúzie a akvizície budú pokračovať, avšak investujúce firmy budú omnoho opatrnejšie než v čase pred krízou. Napriek rastúcej globalizácii a interdependencii očakávame rast fúzií a akvizícií z geograficky bližšieho prostredia, rast počtu kupujúcich firiem z krajín so zhodnocujúcou sa menou, ako aj ich rast v závislosti od výkonnosti ich ekonomík (firmy z krajín s pozitívnymi makroekonomickými výsledkami a výkonnou ekonomikou majú celkovo tendenciu kupovať firmy z krajín s ekonomikou v kríze či recesii).

Príloha č. 1

Globálny prílev priamych zahraničných investícií, priemer rokov 2005 – 2007  
a 2007 – 2010 (mld. USD)



**Prameň:** vlastné spracovanie podľa ([12], s. 27).

Príloha č. 2

#### Fúzie a akvizície na slovenskom trhu

Rok	Počet transakcií	Objem transakcií (v mil. eur)
2009	44	286
2010	48	290
2011	46	235
2012	38	2 767

**Prameň:** [7].

## Najväčšie M&amp;A transakcie na slovenskom trhu v roku 2012

Predávaná firma alebo podiel	Typ obchodu	Kupujúci	Cena (v mil. eur)
Slovenský plynárenský priemysel SPP	Kúpa minoritného podielu (49 %)	Energetický a priemyslový holding	2 500
Aupark Tower	Akvizícia (100 %)	Heitman European Property Partners IV	86
TK Logistics I	Akvizícia (100 %)	Washington Penn Plastic Co.	64
Asseco Central Europe	Akvizícia (53,4 %)	Asseco Poland	53
PPS Group	Kúpa minoritného podielu (19,6 %)	Nova Steel Partner; PPS Group	10

Prameň: [7].

## Literatúra

- [1] BURKSAITIENE, D. 2010. *Cross-Border Mergers and Acquisitions: An Analysis of Activity*. [online]. Dostupné na: [http://dspace.vgtu.lt/bitstream/1/557/1/030-037\\_Burksaitiene.pdf](http://dspace.vgtu.lt/bitstream/1/557/1/030-037_Burksaitiene.pdf) [cit. 31. január 2012].
- [2] FERENČÍKOVÁ, S. a kol. 2013. *Medzinárodná expanzia firiem – stratégie, partnerstvá a ľudské zdroje*. Bratislava: IURA EDITION. ISBN: 978-80-8078-532-1.
- [3] FERGUSON, N. 2011. *Vzostup peňazí : Finančné dejiny sveta*. Bratislava : Kalligram. ISBN: 978-80-8101-456-7.
- [4] ISIL, E. et al. 2012. Determinants of cross-border Mergers and Acquisitions. In: *Journal of Finance*, Vol. 88, No. 3, pp. 1045 – 1082
- [5] JESNÝ, M. 2011. Na krízové predaje nebolo dosť zle. In: *Trend Top 2011*.
- [6] LEGÉŇ, M., 2013a. Fúzie a akvizície pookriali, kríza ich však tlmi. In: *Trend*. [online]. [cit. 14. júla 2013]. dostupné na: < <http://podnikanie.etrend.sk/business-guide-aktuality/fuzie-a-akvizicie-pookriali-kriza-ich-vsak-tlmi.html> >
- [7] LEGÉŇ, M. 2013b. Obchodom s firmami v regióne minulý rok neprial. In: *Trend*. [online]. [cit. 14. júla 2013]. dostupné na: <<http://podnikanie.etrend.sk/business-guide-aktuality/obchodom-s-firmami-v-regione-minuly-rok-neprial.html> >
- [8] UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT. 2008. *World Investment Report 2008 – Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge*. [online]. Dostupné na: <http://www.unctad.org/Templates/page.asp?intItemID=1465&lang=1> [cit. 1. február 2012].
- [9] UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT. 2009. *World Investment Report 2009 – Transnational Corporations, Agricultural Production and Development*. [online]. Dostupné na: <http://www.unctad.org/Templates/Page.asp?intItemID=1465&lang=1> [cit. 2. február 2012].
- [10] UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT. 2010. *World Investment Report 2010 – Investing in a Low-Carbon Economy*. [online]. Dostupné na: <http://www.unctad.org/Templates/Page.asp?intItemID=1465&lang=1> [cit. 2. február 2012].
- [11] UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT. 2011. *World Investment Report 2011 – Non-Equity Modes of International Production and Development..* [online]. Dostupné na: <http://www.unctad.org/Templates/Page.asp?intItemID=1465&lang=1> [cit. 4. február 2012].

- [12] UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT. 2012. *World Investment Report 2012 – Towards a New Generation of Investment Policies*. [online]. Dostupné na: <http://www.unctad.org/Templates/Page.asp?intItemID=1465&lang=1> [cit. 11. november 2012].
- [13] SMITH, D. 2010. *The Age of Instability – The Global Financial crisis and What Comes Next*. UK : Profile Books, 2010. s. 257. ISBN 978-1846683107.
- [14] ŠESTÁKOVÁ, M. 2011. *Finančné aspekty fúzií a akvizícií – najnovší vývoj*. [CD-rom]. Bratislava : VŠM/CU, 2011. s. 59 – 67, ISBN: 978-80-89306-10-7.