

AKVIZIČNÍ FINANCOVÁNÍ

Přednáška 2018

Specializované obchodní aktivity, Corporate banking

René Rohel

NA PARTNERSTVÍ ZÁLEŽÍ



PROGRAM

- I. Akviziční financování – aktuální trendy**
- II. Základní pojmy**
- III. Přehled základních typů struktur**
- IV. Finanční asistence – Whitewash**
- V. Daně v procesu akvizičního financování**
- VI. Akviziční financování v segmentu Corporate v KB**
- VII. Standardy akvizičního financování v KB**
- VIII. Jak získat akviziční úvěr v KB**
- IX. Příklady z praxe**
- X. Diskuze/závěr**

I. Akviziční financování – aktuální trendy v ČR

- **Rostoucí hospodářský cyklus, avšak negativní výhled do budoucna**
 - Růst HDP 2017 4,6% a v 2Q 2018 2,4% - pokračující silný vývoz, domácí poptávka, zvýšené investice podniků ALE již je vnímáno přehřátí ekonomiky – nedostatek pracovníků, tlak na zvyšování mezd, tlak na posilování kurzu koruny ze strany ČNB
 - Stále se zlepšující ziskovost podniků / zvýšené provozní marže / nové zakázky
- **Vývoj v posledních letech**
 - V roce 2016 bylo ještě prostředí nízkých úrokových sazeb => přebytek likvidity => levné peníze x omezené možnosti zhodnocení volných peněz => **vyšší apetit nákupu firem / aktiv.**
 - V roce 2017 již lze vnímat ochlazení trhu akvizic – bylo prodáno okolo 246 významnějších firem vs. 2016 bylo prodáno 288. Důvodem jsou rostoucí sazby, ochota některých investorů akceptovat delší investiční horizont = vyšší ceny, které však některé investory odradily. Na druhou stranu, objem akvizičních obchodů stoupl o 16% na CZK 238 mld.
 - V roce 2018 pokračuje mírné ochlazování trhu akvizic => pokračuje zvyšování úrokových sazeb, trh je již „rozebraný“, investiční horizont se začíná vracet ke standardu (7 let).

I. Akviziční financování – aktuální trendy v ČR

- **Probíhající generační obměna po téměř 30 letech** => vyšší aktivita ALE často delší doba vyjednávání transakce z důvodu požadavků prodávajícího (kontinuita společnosti, budoucnost zaměstnanců atd.)
- **Přeskupování podílů stávajících vlastníků firem**
- **Velké množství MBO**
- V posledních letech vznikají nové **investiční fondy**, které investují prostředky svých klientů do akvizic společností (private equity fondy, venture capital atd.).

I. Akviziční financování – aktuální trendy v ČR

- **Vyšší prodejní ceny 8-10x EBITDA**
- **Agresivnější struktury financování – atypické struktury**
- **Objem úvěrů obvykle okolo 1,5-3,5 násobku EBITDA (někdy i 4-5)**
- **Podíl vlastních zdrojů obvykle 10-30% z hodnoty transakce**
- **Délka úvěru 5 – 7 let (dle odvětví / finanční síle cílové společnosti možno i 10 let nebo balloon)**

I. Akviziční financování – aktuální trendy v ČR

- **Proč je to pro banky zajímavé?**
 - **posledních 5 let počet akvizičních transakcí výrazně stoupal a tím i příležitost pro banky poskytnout financování**
 - **velká konkurence v oblasti „standardního“ financování – klesající marže na provozních a investičních úvěrech**
 - **akviziční financování je chápáno jako financování s vyšší přidanou hodnotou a proto jsou klienti ochotni akceptovat vyšší marže a poplatky**
 - **je to příležitost pro banku získat klienta – při poskytnutí akvizičního financování se počítá s refinancováním stávající úvěrové angažovanosti cílové společnosti**

II. Základní pojmy

- **Target** cílová společnost, akcie nebo obchodní podíl v níž jsou předmětem akvizičního financování
- **SPV
(Dlužník)** (Special Purpose Vehicle), společnost účelově založená Parentem (viz. dále) za účelem nabytí obchodního podílu nebo akcií v Targetu
- **Parent
(Investor)** společnost, která zakládá SPV za účelem akvizice Targetu
- **Earn Out** doplatek kupní ceny vypočítaný na výkonnosti Targetu
- **Whitewash** postup, na základě kterého jsou splněny podmínky finanční asistence
- **SPA** Share Purchase Agreement – smlouva o převodu obchodního podílu v Targetu uzavřená mezi SPV a prodávajícím

II. Základní pojmy

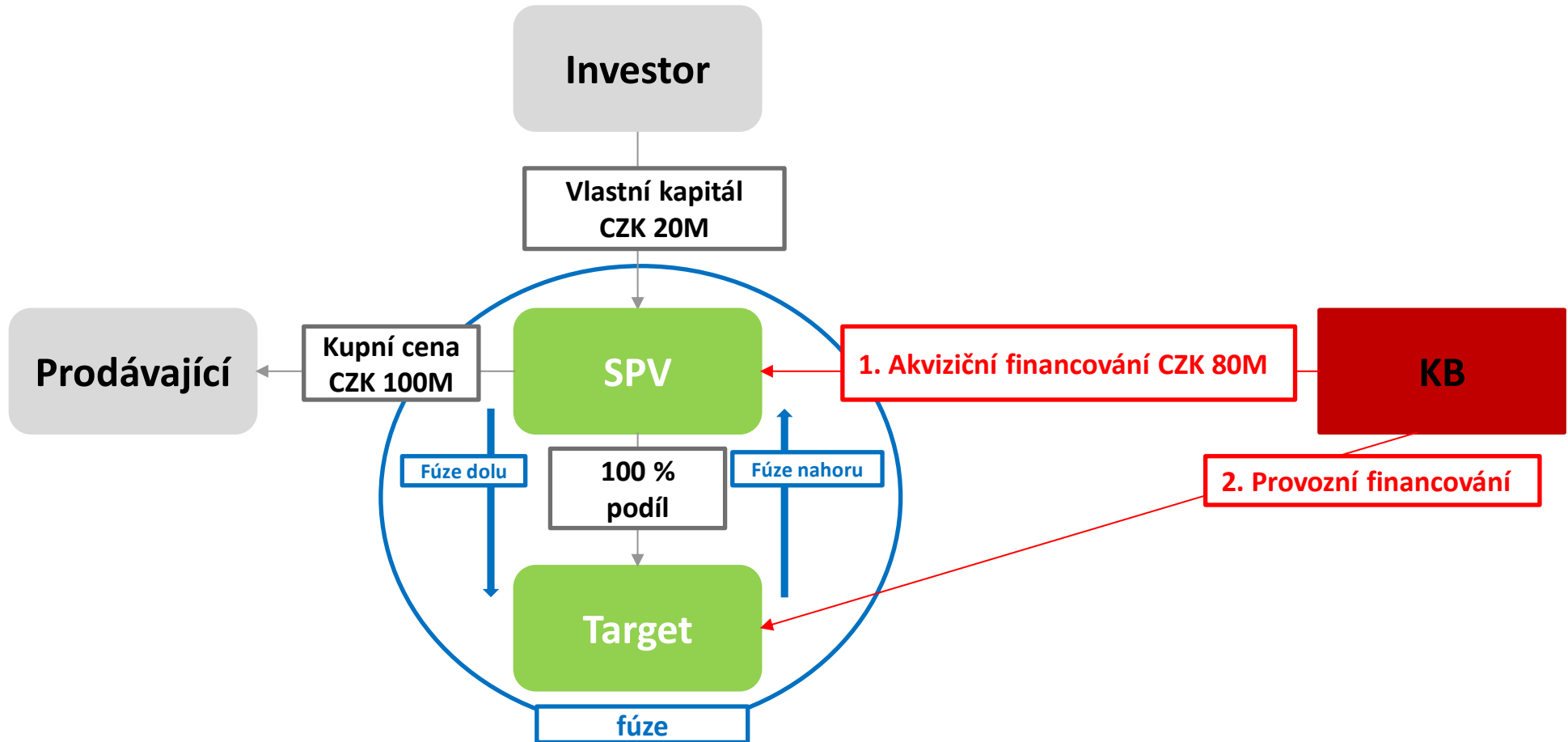
- **Merger / Fúze** postup podle zákona č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev, na základě kterého se sloučí nebo spojí dvě nebo více společností do jedné nebo více dalších společností
- **Fúze sloučením** dochází k zániku některé z fúzujících společností, přičemž jmění této zanikající společnosti přechází na nástupnickou společnost
- **Upstream merger** fúze sloučením, při které Target a SPV fúzují a ze které vystupuje jako nástupnická společnost pouze SPV jmění Targetu (tj. veškerá práva a povinnosti Targetu) přechází na SPV
- **Downstream merger** fúze sloučením, při které Target a SPV fúzují a ze které vystupuje jako nástupnická společnost pouze Target jmění SPV (tj. veškerá práva a povinnosti SPV) přechází na Target
- **Závod** organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.

III. Přehled základních typů struktur

- Při akvizicích lze rozlišit dva základní postupy, a to akvizici podílu v korporaci a akvizici závodu (dříve nazývaného „podnik“)
- Základní rozdíl je v tom, že nákupem podílu v korporaci se společník/akcionář stává vlastníkem dané společnosti, ale při nákupu závodu kupuje „jen“ soubor majetku, pohledávek a závazků původní společnosti
- Obecně převládá nákup podílů v korporaci
- Nákup závodu se používá jen v případech, kdy nákup podílu není možný (např. když jde o závod fyzické osoby podnikatele) nebo praktický (možné daňové důsledky apod.).
- Výhodou nákupu závodu je i převod dluhů (např. úvěrové smlouvy), které jsou součástí závodu. K převzetí dluhu kupujícím není vyžadován souhlas věřitele, avšak absence souhlasu zakládá ručení prodávajícího. V případě zhoršení dobytosti pohledávky v důsledku prodeje závodu se může věřitel domáhat neúčinnosti převodu.
- Při převodu závodu kupující přebírá pouze dluhy, které jsou uvedeny v SPA, ostatní případné dluhy zůstávají ve společnosti.

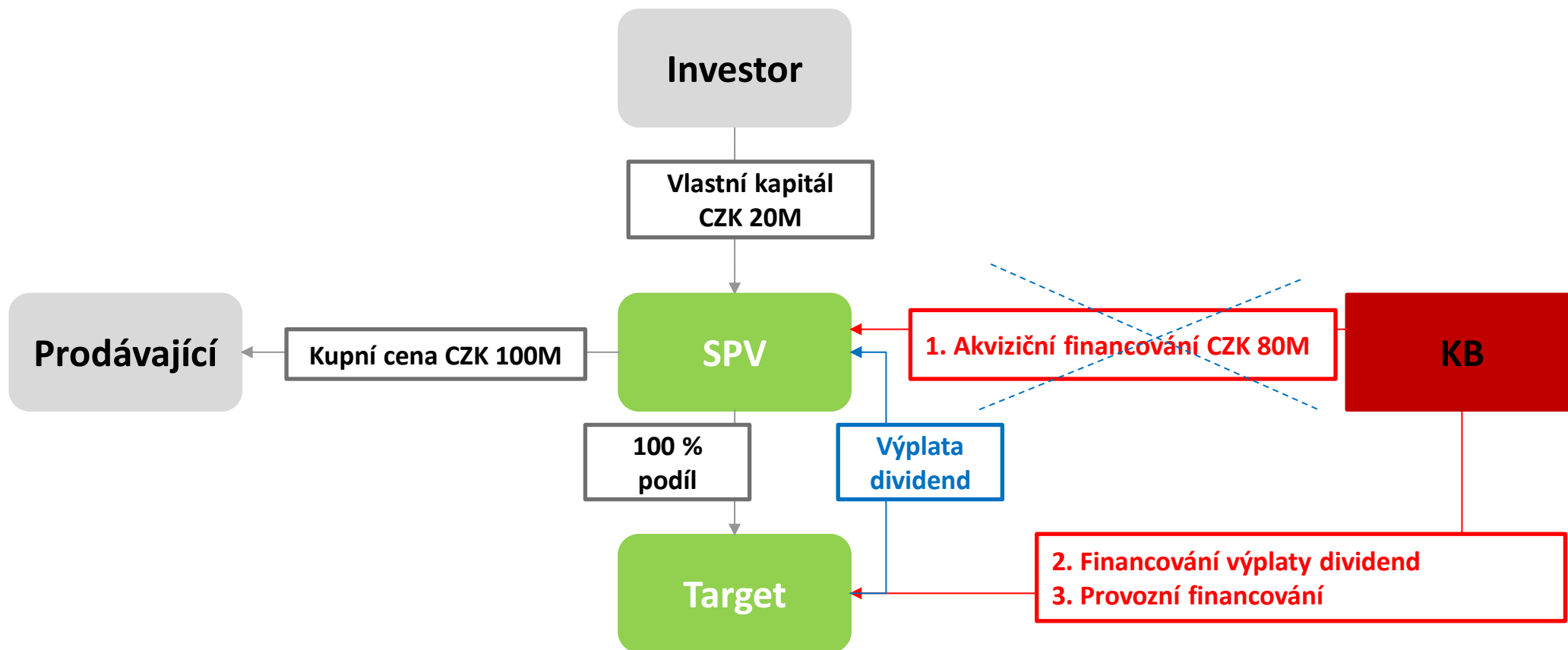
III. Přehled struktur - LBO (leveraged buy-out)

- Pákový účinek (leverage) spočívá ve využití likvidity Targetu po fúzi
- Zástava aktiv Targetu po fúzi
- Úrokové náklady po fúzi up-stream (bylo judikováno) i down-stream (nebylo judikováno) jsou daňově uznatelné



III. Přehled struktur - Dividendový model

- Banka nejprve financuje akvizici Targetu
- V případě existence adekvátního nerozděleného zisku v Targetu, KB poskytne financování výplaty dividend na splacení akvizičního úvěru
- Nedochozí k fúzi

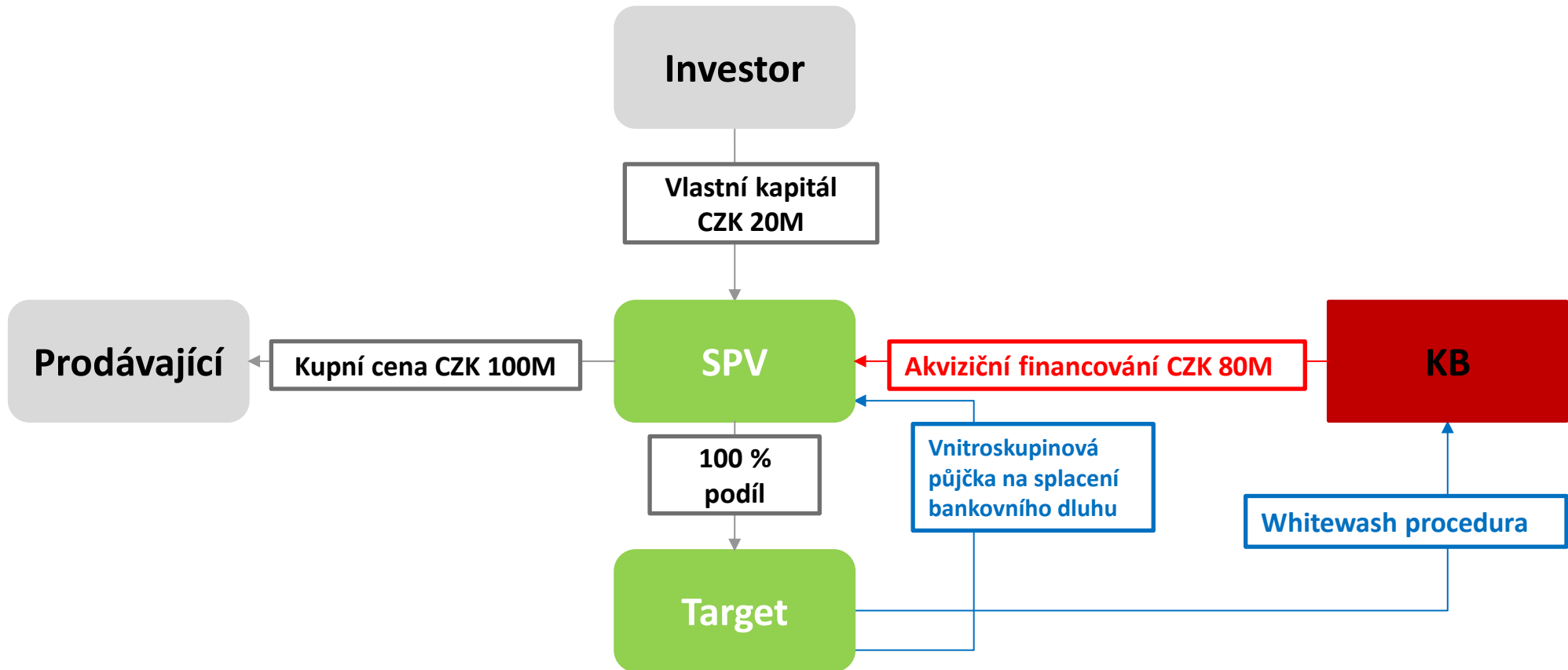


III. Přehled struktur - Staple financing

- **Indikativní nabídka financování pro potenciální investory, vypracovaná na základě žádosti prodávajícího (investor zatím není znám)**
- **Využíván vlastníky společností pro zatraktivnění prodávané společnosti**
- **Ukázka bonity prodávané společnosti obzvláště z pohledu zahraničního investora**
- **Potenciální investor bude mít lepší představu o případné ceně akvizičního financování, nebo indikativního objemu akvizičního úvěru a to může dále používat při svých kalkulacích**

IV. Finanční asistence - Whitewash procedura

- Test insolvency = poskytnutí finanční asistence nesmí přivodit úpadek
- Zpráva jednatelů
- Rozdílný postup u s.r.o. a a.s.



IV. Finanční asistence - Whitewash procedura

- poskytnutí zálohy, půjčky, úvěru nebo jiného peněžitého plnění anebo poskytnutí zajištění pro účely získání podílů v obchodní korporaci, která takové plnění nebo zajištění poskytuje
- Finanční asistenci lze poskytnout za podmínek stanovených zákonem (směrnice 2006/68/ES, implementace zákonem č. 215/2009, účinnost od 20. 7. 2009, nelze zpětně)
- odlišně pro s.r.o. a pro a.s.

IV. Finanční asistence - Whitewash procedura

- **je poskytnuta za spravedlivých podmínek**
 - v případech poskytnutí záloh, půjček a úvěrů → např. tržní úrok, přiměřená splatnost, obvyklá ujednání atd.
 - v případech poskytování zajištění → úplata, akvizice musí být pro poskytovatele FA přínosná atd.
- **nesmí přivodit úpadek**
 - v případech záloh, půjček a úvěrů → způsobí omezenost zdrojů a tedy možnou platební neschopnost
 - v případech poskytování zajištění např. zástavou pohledávek z obchodního styku → způsobí omezenost zdrojů a tedy možnou platební neschopnost
- **a.s.**
 - FA musí výslovně umožňovat stanovy
 - musí být předchozí souhlas valné hromady (nelze následný)
 - musí být vypracována písemná zpráva představenstva
 - **povinnost vytvořit zvláštní rezervní fond ve výši FA**
- **s.r.o.**
 - FA nemusí být v zakladatelském dokumentu výslovně uvedena; zakladatelský dokument však může stanovit další podmínky FA (i přísnější, než v zákoně uvedené)
 - souhlas valné hromady není potřeba
 - **stačí vypracovat zprávu jednatele**

V. Daně v procesu akvizičního financování

- Úroky z akvizičního úvěru jsou daňově neúčinné. V případě, že nastane fúze SPV a Targetu, od data fúze jsou úroky daňově účinné.
- Časový test:
 - nezbytná doba držení akcií, která je nutná pro osvobození placení daně z příjmů fyzických osob. Cenné papíry musí být vlastněny min. 3 roky, v opačném případě z jejich prodeje budete hradit daň z příjmů.
 - základní podmínkou pro osvobození příjmů fyzické osoby (jak u rezidentů, tak i nerezidentů) z úplatného převodu (prodeje) podílu v s. r. o. je, aby doba mezi nabytím a převodem přesáhla dobu 5 let
- Výplata podílu na zisku/dividend před fúzí – v případě výplaty do SPV před fúzí (zpravidla na úhradu části akvizičního úvěru), musí být splněna podmínka vlastnit alespoň 10% podíl na základním kapitálu dceřiné společnosti minimálně 12 měsíců, přičemž časovou podmínku lze splnit i dodatečně. V těchto případech se fúze uskuteční až po 12 měsících.

VI. Akviziční financování v segmentu CORP v KB

- **Strukturování akvizičních transakcí v objemu od CZK 50M do CZK 500M**
- **Aktivní konzultace** při financování menšího objemu (do cca CZK 50M)
- **Dále se na nás obrazejí bankovní poradci při:**
 - složitějších (nestandardních) investičních úvěrech,
 - projektovém financování (mimo R/E a Energy)
 - v případě, že identifikujete, že klient chce prodat svou firmu = připravíme nabídku pro budoucího investora = „**staple financing**“
 - potřeba klienta mít **externí poradce/právníky/daňáře/odhadce/PE fondy nebo Investory**

VII. Standardy akvizičního financování v KB

- **KYC je OK** (mj. historie sponzora a původ vlastnictví zdrojů)
- **Equita** vložená up-front cca. **10-30 %** (konkrétní rizika úvěru mohou ovlivnit standardní podíl)
- **Maturita 5-7 let (lze mít delší amortizační profil s balloonem)**
- Na začátku transakce leverage **Bank Debt / EBITDA \leq 3,5x (nicméně objevují se i 5x)**
- **EV/ EBITDA \leq 5-7** (nicméně jsou výrazné sektorové rozdíly)
- **KB je jediná banka po akvizici** (domicilace a poskytování bankovních produktů)
- Konzervativní roční predikce cash-flow banky zajišťuje návratnost s rezervou (**DSCR 120 %** po celou dobu trvání úvěru)
- Konkrétní volatilita trhu/cykly jsou ošetřené **cash-sweepem**
- Vlastní zdroje jsou podřízené (co do jistiny a úroků)
- Je striktní negative pledge
- Dividendy a změna vlastnictví jsou ošetřené smlouvou s akcionářem
- **IRS** (objem a délka dle cash-sweep, stability predikce a výše rezerv)
- Jsou/budou před 1. čerpáním úvěru ošetřené právní, účetní a daňová rizika akvizice

VIII. Jak získat akviziční úvěr v KB

■ Prvotní podklady pro akviziční úvěr

- Motiv transakce
- Jasná střednědobá strategie s Targetem - akviziční úvěr nepřináší Targetu přidanou hodnotu
- Předpokládaná kupní cena a objem vlastních zdrojů („case by case“)
- Základní informace o Targetu (finanční výkazy za min. 3 roky včetně výroční zprávy)
- Reálná projekce Cash Flow (zejména z pohledu Tržeb, Marže, EBITDA, CAPEX...)

■ Vyhodnocení / posouzení v bance. Na co se díváme?

- Bonita targetu – přidaná hodnota (vysoká / nízká), udržitelnost cash flow
- Unikátnost (výroby, zboží..) - nahraditelnost jednoduchá / složitá,
- Konkurence na relevantním trhu - postavení na trhu
- Odvětví – cyklicita / legislativní závislost (závislost na podporách,).....atd.
- Zajištění úvěrů, ale také zkušenosti managementu
- Kontinuita, klíčoví lidé a strategie jejich udržení ve společnosti po akvizici

IX. Příklady z praxe

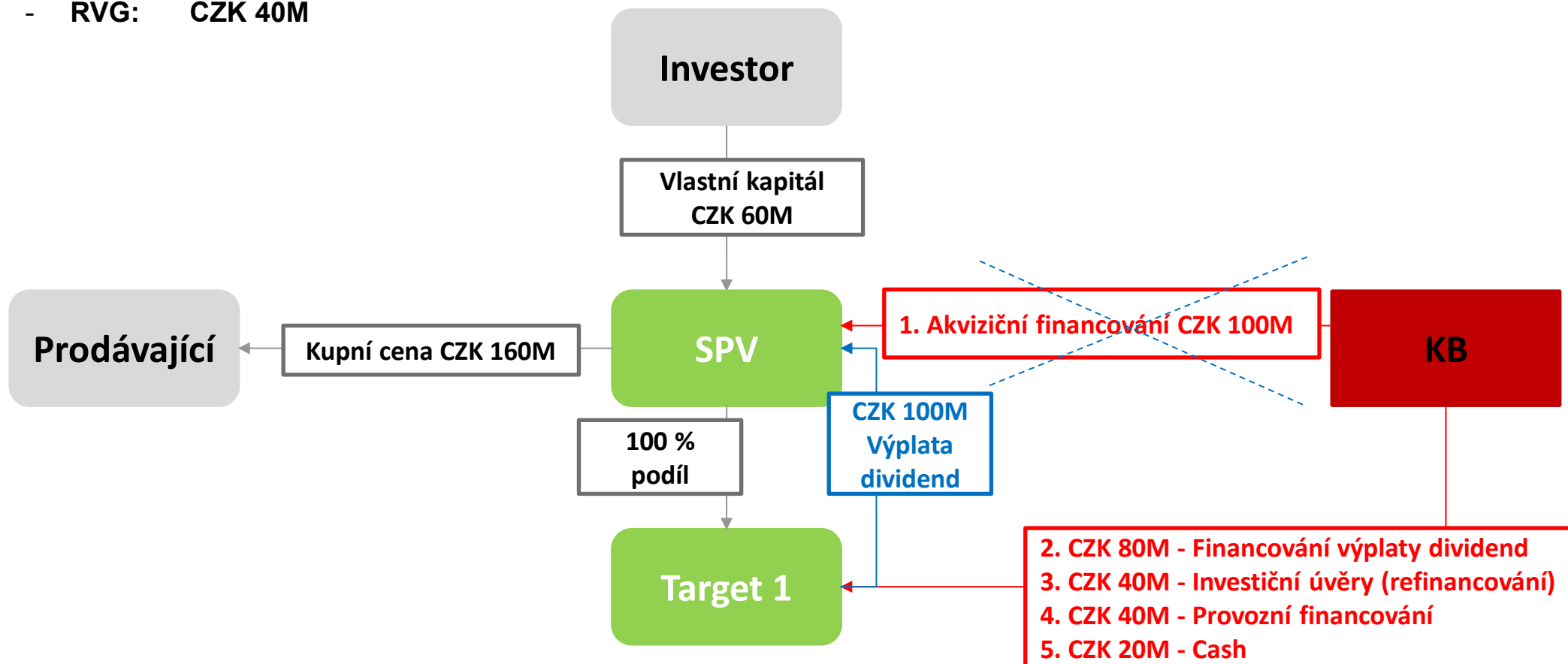
Příklad 1: (využití provozního financování k profinancování části kupní ceny)

- Po analýze firmy:
 - EBITDA: Unese v 7-letém horizontu „pouze“ CZK 120M Investičního úvěru (CZK 80M akvifin + CZK 40M DIU)
 - Nerozdělený zisk: CZK 124M
 - Pracovní kapitál: cca CZK 100M (aktuálně schválený limit na provozní financování ve výši CZK 40M)

- **Co teď???**

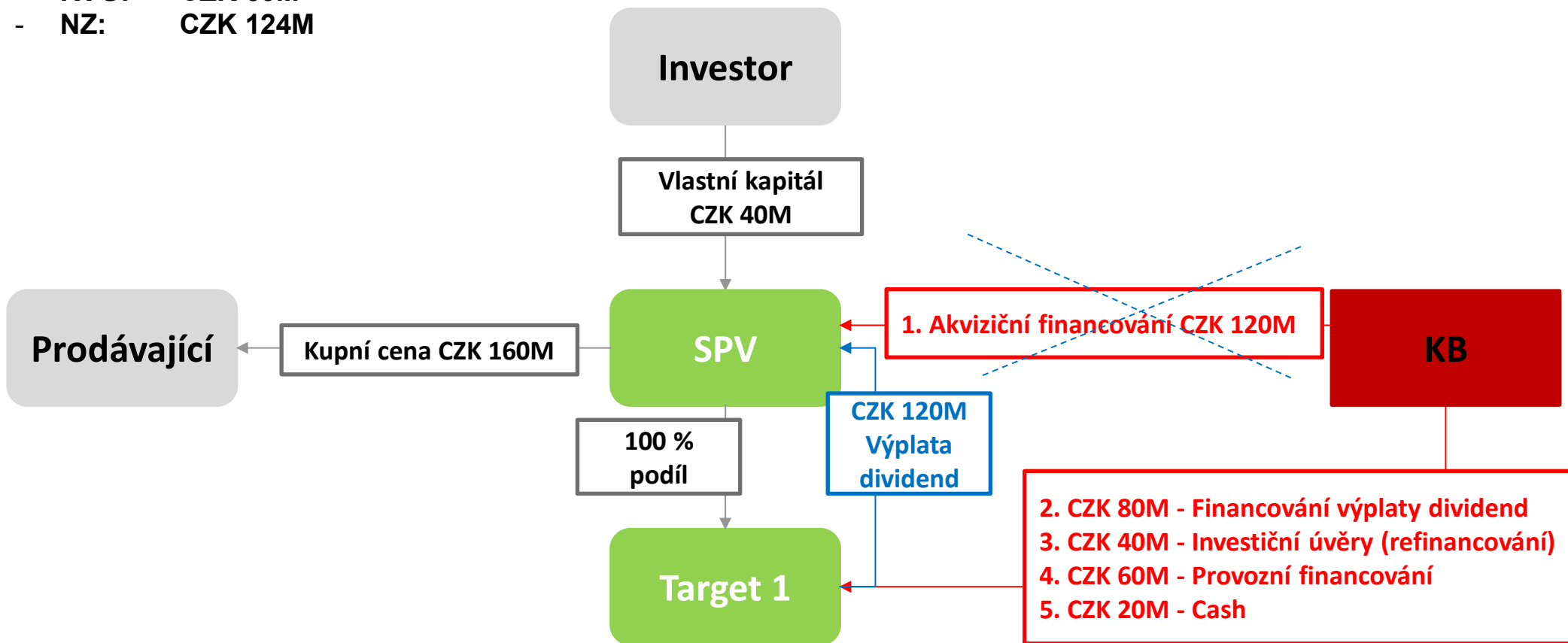
V. Struktura 1 – bez přidané hodnoty (Ideální pro KB, pro Investora neakceptovatelná)

- VZ: CZK 60M
- Aqfin: CZK 100M
- RVG: CZK 40M



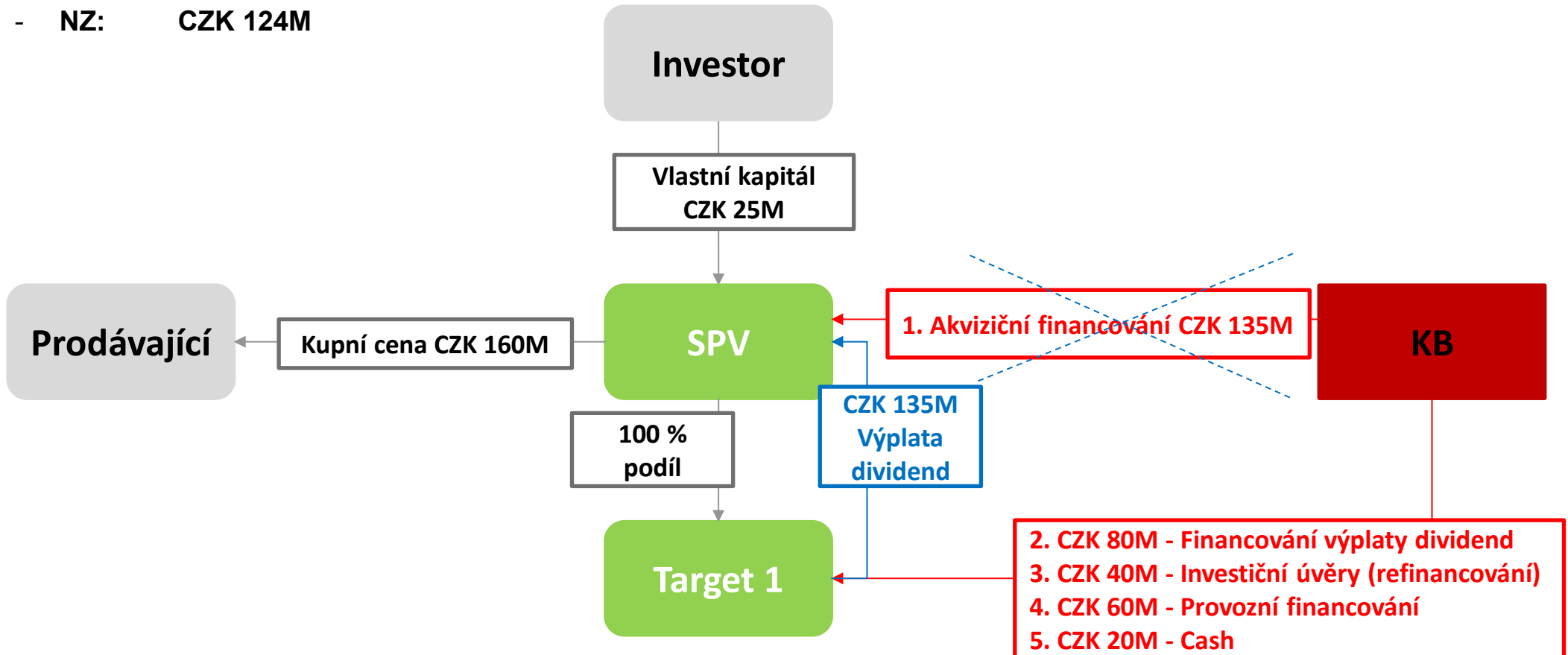
V. Struktura 2: S částečným využitím provozního financování (pro KB i Investora akceptovatelné)

- VZ: CZK 40M
- Aqfin: CZK 120M
- RVG: CZK 60M
- NZ: CZK 124M



V. Struktura 3: S využitím provozního financování (Vítězná struktura)

- VZ: CZK 25M
- Aqfin: CZK 135M
- RVG: CZK 60M
- NZ: CZK 124M



Příklad 1: Shrnutí

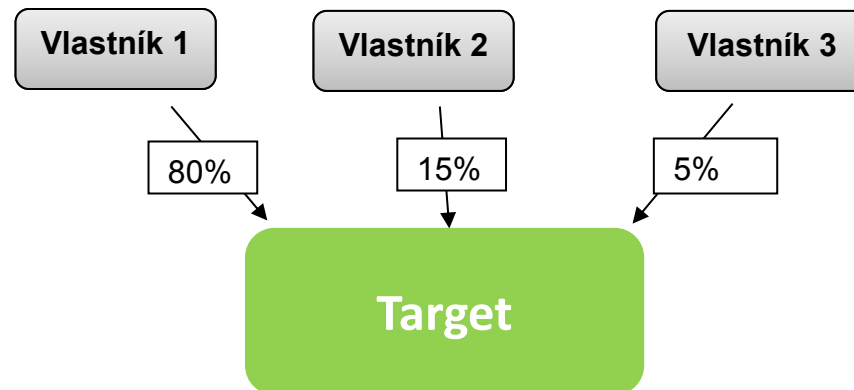
- Tento model lze využít v případě, že má Target vysoký pracovní kapitál.
- Pokud není výsledek hospodaření minulých let v dostatečné výši pro výplatu požadované dividendy na splacení akví finu, můžeme si pomoci vyplacením záloh na výplatu dividendy.
- Investor koupil za 1x EBITDA (vlastních zdrojů) firmu v hodnotě 160M CZK, kterou dále zhodnotí Investicemi za 40M CZK.

Příklad 2 – (Přeskupení obchodního podílu)

■ Zadání klienta:

- Vlastník 1 chce prodat 70% podíl v Targetu ostatním dvěma společníkům

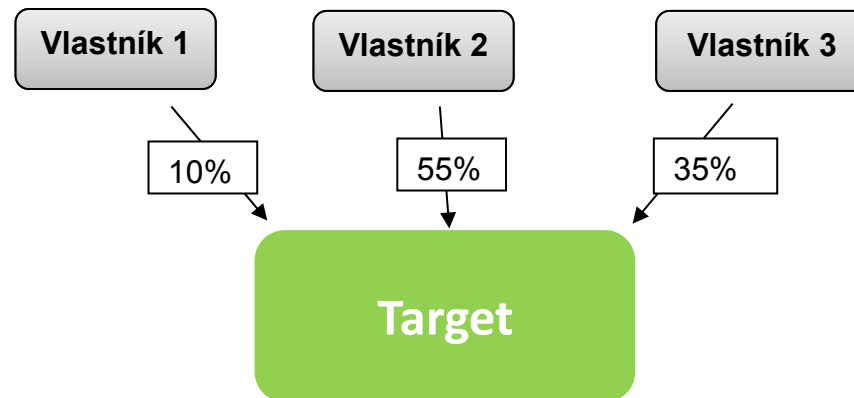
Aktuální podíly ve firmě:



Příklad 2 – (Přeskupení obchodního podílu)

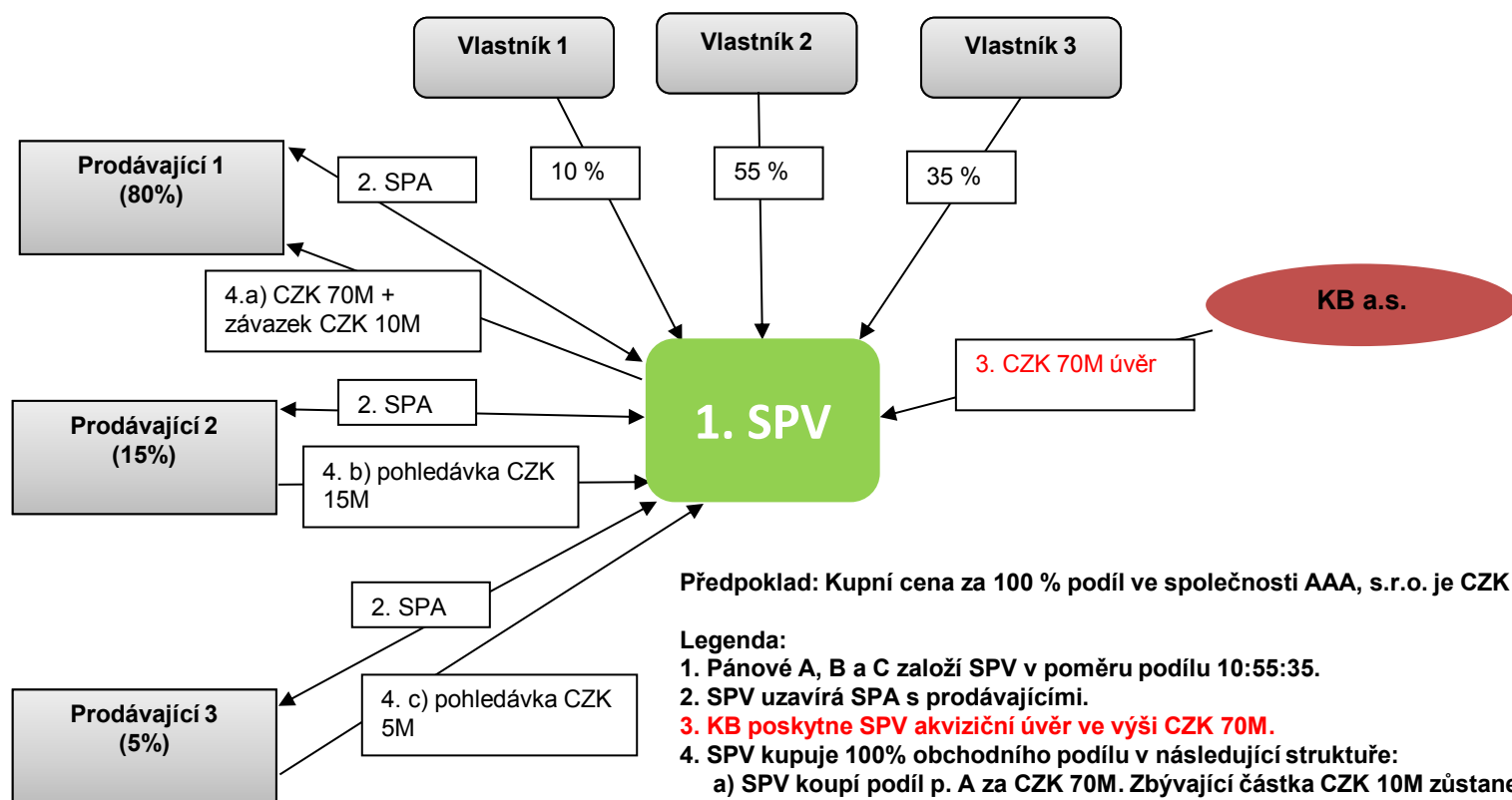
- **Zadání klienta:**

Požadované podíly ve firmě:



Příklad 2 – (Přeskupení obchodního podílu)

■ Řešení:



Předpoklad: Kupní cena za 100 % podíl ve společnosti AAA, s.r.o. je CZK 100M

Legenda:

1. Pánové A, B a C založí SPV v poměru podílu 10:55:35.

2. SPV uzavírá SPA s prodávajícími.

3. KB poskytne SPV akviziční úvěr ve výši CZK 70M.

4. SPV kupuje 100% obchodního podílu v následující struktuře:

a) SPV koupí podíl p. A za CZK 70M. Zbývající částka CZK 10M zůstane jako pohledávka p. A za SPV;

b) Kupní cena za 15% podíl p. B není uhrazena a p. B má pohledávku za SPV ve výši CZK 15M;

c) Kupní cena za 5% podíl p. C není uhrazena a p. C má pohledávku za SPV ve výši CZK 5M.

Pohledávky z nesplacené kupní ceny se budou postupně umořovat místo výplat podílů na zisku (daňově účinné, tzn. není hrazena daň).

Příklad 2 – (Přeskupení obchodního podílu)

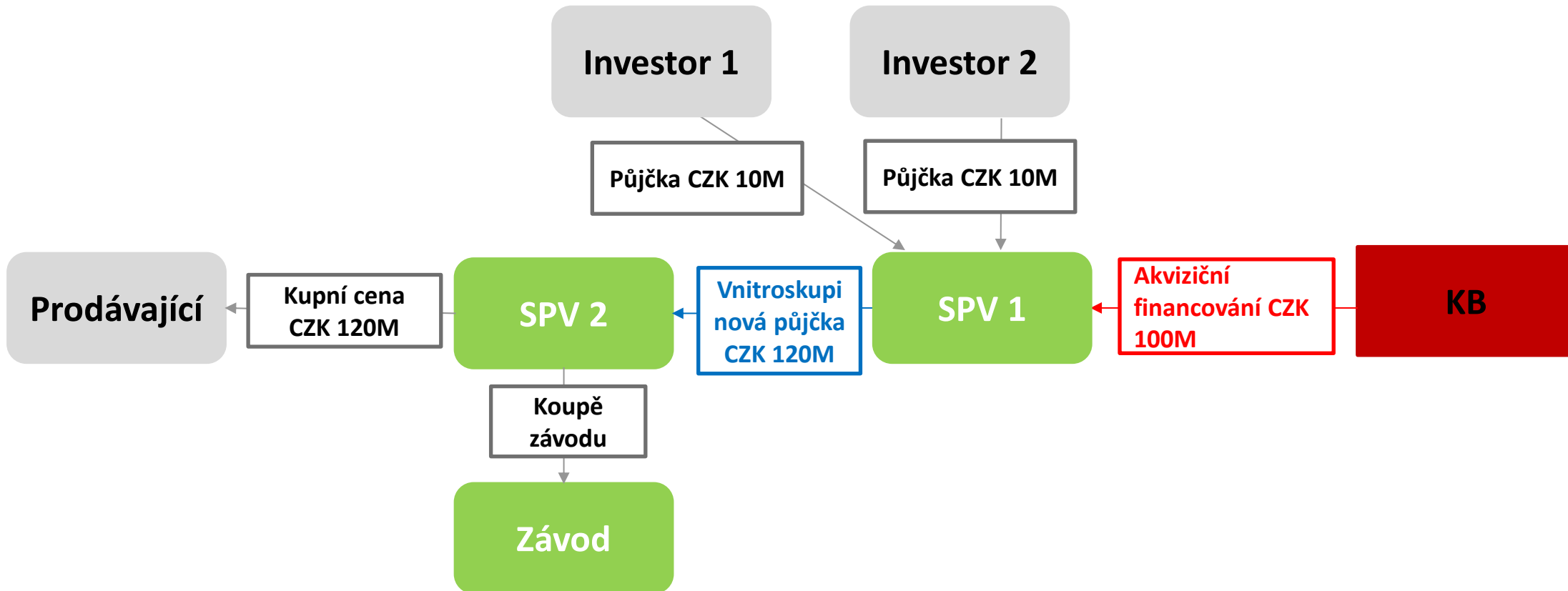
- Díky této struktuře lze vytvořit daňový štít pro investory /nemusí se platit 15% daň z výplaty dividendy
- Vždy je však nutné, aby nebyla daňová úspora hlavním důvodem tohoto přeskupení podílů. Musí to mít obhajitelné důvody pro FÚ (proto je nezbytné, aby si klient naši strukturu odsouhlasil se svými daňovým poradcem)
- Lze použít pro strukturu s fúzí i pro dividendový model.
- Lze řešit i jinou strukturou, ale další řešení přinášejí problémy:
 - a) minoritní vlastníci většinou nemají dostatek vlastních zdrojů na financování akvizice. Řešením by mohl být lombardní úvěr.
 - b) možnost vlastníku B a C podíly vložit do SPV (přijdou o daňový štít).
 - c) možnost nerovnoměrné výplaty dividend (prodávající A zaplatí daň 15%, B a C nebudou mít daňový štít).

Příklad 3:

■ Zadání od investora:

- **Předmět koupě:** závod od FOP
- **Odvětví:** Strojírenství
- **Kupní cena:** CZK 120M
- **Úkol:** prodávající nesmí minimálně 12 měsíců vědět, že Investor použil bankovní úvěr na akvizici. Proávající a jeho rodinní příslušníci budou působit ve společnosti minimálně 12 měsíců.

Řešení



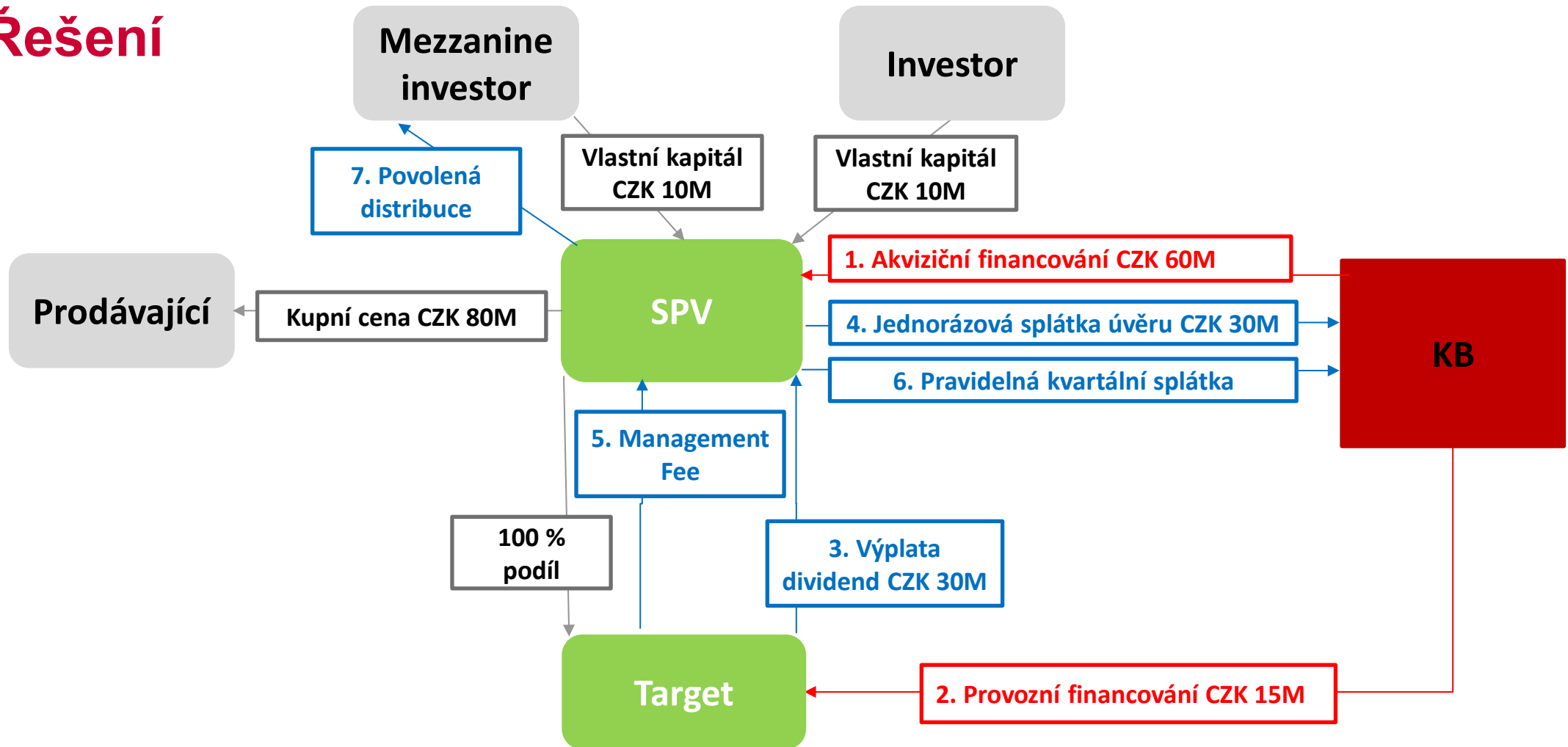
1. Akviziční financování je zajištěno pohledávkou z vnitroskupinové půjčky + směnka s avalem investorů + obchodní podíl v SPV 1. Vnitroskupinová půjčka je zajištěna obchodním podílem SPV 2.
2. Čerpání na běžný účet SPV 1 po předložení smlouvy o vnitroskupinové půjčce a následně převedení prostředků do SPV 2, které hradí ze svého BÚ kupní cenu za závod.
3. 12 měsíců od transakce proběhne fúze a akviziční financování bude zajištěno movitým a nemovitým majetkem.

Příklad 4:

■ Zadání od investora:

- **Předmět koupě: 100% podíl**
- **Odvětví: logistika + agro**
- **Kupní cena: CZK 80M**
- **Před akvizicí dojde k odštěpení agro části.**
- **Společnost má jediného zákazníka (logistika) – významnou společnost z oblasti automotive.**
- **Doposud společnost optimalizovala svou ziskovost prostřednictvím mezd vlastníka a rodinných příslušníků a neprofitabilním agro businessem.**
- **Po akvizici už se nebude „optimalizovat“ a tudíž by zákazník zjistil ziskovost logistické společnosti a hrozilo by snížení marže.**
- **Úkol: zajistit, aby dle výkazů vypadala společnost stále stejně jako před akvizicí**

Řešení



1. Zajištění akvizičního úvěru majetkem Targetu – whitewash
2. Management Fee ve výši, která minimálně pokryje splátky akvizičního úvěru.
3. Úroky z akvizičního úvěru jsou daňově neúčinné.
4. Mezzaninové financování je spláceno z povolené distribuce

■ Prostor na dotazy

Děkuji za pozornost!



René Rohel

Acquisition Finance Manager
Specialized Corporate Business
Corporate Banking

tel: **+420 955 532 787**
gsm: **+420 601 152 192**
e-mail: rene_rohel@kb.cz

Komerční banka, a.s.
Specializované obchodní aktivity
Na Příkopě 33, 114 07 Praha 1
www.kb.cz