

5 Způsoby strukturace akvizic

Jednotlivé způsoby strukturace akvizic jsou níže specifikovány graficky s tím, že konkrétní popisy vycházejí z úpravy jednotlivých transakcí v podmínkách České republiky. Specifika právní úpravy v jiných státech je potřebné zohlednit v příslušných parametrech.

Většina států omezuje v současné době možnost daňového uplatnění úroků při vypořádání daně z příjmů právnických osob (korporátní daně) u některých typů dluhového financování – tzv. pravidla nízké kapitalizace. Například v České republice je omezeno uplatnění úroků z dluhového financování od spojených osob při překročení stanoveného poměru vlastního a cizího kapitálu od spojených osob a v případě dluhového financování share dealu. Aktuální úprava v zákoně o daních z příjmů stanoví:

- Daňově neuznatelné jsou úroky z úvěrů a půjček a související výdaje (náklady) na obstarání, zpracování úvěrů a poplatky za záruky, pokud je věřitel osobou spojenou ve vztahu k dlužníkovi (vymezeno v § 23 odst. 7 zákona o daních z příjmů), a to ve výši finančních výdajů (nákladů) z částky, o kterou úhrn úvěrů a půjček od spojených osob v průběhu zdaňovacího období nebo období, za něž se podává daňové přiznání, přesahuje čtyřnásobek výše vlastního kapitálu. V případě, že podmínkou pro poskytnutí úvěru nebo půjčky dlužníkovi věřitelem je poskytnutí přímo souvisejícího úvěru, půjčky nebo vkladu tomuto věřiteli osobou spojenou ve vztahu k dlužníkovi, považuje se vzhledem k tomuto úvěru nebo půjčce věřitel za osobu spojenou ve vztahu k dlužníkovi. Tato úprava je obsažena v § 25 odst. 1 písm. w) zákona o daních z příjmů.
- Daňově neuznatelné jsou finanční výdaje (náklady), které plynou z úvěrů a půjček, kde úrok nebo výnos nebo skutečnost, zda se finanční výdaje (náklady) stanou splatnými, závisí zcela nebo převážně na zisku dlužníka. Tato úprava je obsažena v § 25 odst. 1 písm. zm) zákona o daních z příjmů.
- Daňově neuznatelné jsou rovněž výdaje (náklady) mateřské společnosti související s držbou podílu v dceřiné společnosti. Úroky z úvěrů a půjček přijatých v období šesti měsíců před nabytím podílu se považují za výdaj (náklad) přímo související s držbou podílu v dceřiné společnosti po dobu trvání této držby a po dobu, kdy podíl drží

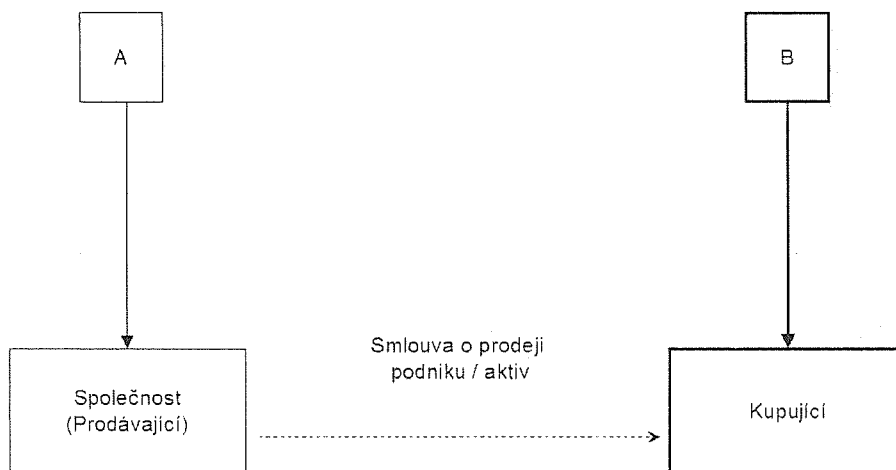
osoba, která je s osobou, která úvěr nebo půjčku přijala, spojenou osobou, pokud poplatník neprokáže, že úvěr nebo půjčka s držbou tohoto podílu nesouvisí. Případné režijní (nepřímé) náklady související s držbou podílu v dceřiné společnosti se omezují výší 5 % příjmů z dividend a jiných podílů na zisku vyplácených dceřinou společností, pokud poplatník neprokáže, že skutečná výše těchto režijních (nepřímých) nákladů je nižší. Tato úprava je obsažena v § 25 odst. 1 písm. zk) zákona o daních z příjmů.

5.1 Převzetí cílové společnosti

5.1.1 Asset deal

Prodej aktiv z prodávajícího na kupujícího může být realizován dvojí formou:

- a) jako převod vybraných aktiv, případně vybraných závazků,
- b) jako převod podniku nebo části podniku.



Převod vybraných aktiv, případně vybraných závazků

Při převodu vybraných aktiv, případně vybraných závazků:

- sjednávají se smlouvy o převodu jednotlivých aktiv,
- nepřechází zaměstnanci,
- s případným převodem závazků je vždy vyžadován souhlas věřitele,

- případný převod smluv s obchodními partnery vyžaduje dohodu prodávajícího, kupujícího a obchodního partnera,
- při převodu aktiv nepřechází žádné závazky, ručení ani jiné povinnosti.

Převod podniku nebo části podniku

V rámci prodeje podniku nebo části podniku:

- přechází aktiva a závazky tvořící podnik nebo příslušnou část podniku, které kupující přebírá do své bilance,
- přechází zaměstnanci podniku nebo příslušné části podniku (resp. práva a povinnosti vyplývající z pracovněprávních vztahů),
- přechází veškeré smluvní vztahy vztahující se k podniku nebo příslušné části podniku,
- přechází závazky podniku nebo příslušné části podniku bez souhlasu věřitele, prodávající však ručí za splnění převedených závazků kupujícím,
- povinnost oznámení obchodním partnerům,
- přechází potenciální a případné budoucí závazky související s minulou činností podniku nebo části podniku (i v případě, že o nich kupující neví resp. nemůže vědět),
- nepřechází oprávnění k činnosti a položky vázané na společnost,
- podle judikatury Nejvyššího soudu ČR nepřecházejí veřejnoprávní pohledávky a závazky,
- na kupujícího přecházejí všechna práva vyplývající z průmyslového nebo jiného duševního vlastnictví (pokud to neodporuje smlouvě o poskytnutí výkonu z těchto práv nebo jejich povaze), jež se týkají podnikatelské činnosti podniku nebo příslušné části podniku,
- v případě překročení zákonných limitů se vyžaduje souhlas Úřadu pro ochranu hospodářské soutěže,
- konkurenční doložkou lze omezit činnost prodávajícího.

Pokud je převáděna část podniku, musí splňovat podmínku organizační samostatnosti (tedy oddělitelnosti od podniku jako celku bez dopadu na schopnost provozu zbývajících částí) a oddělené účetní evidence majetku a závazků, které této organizační složce patří.

V případě, kdy má kupující zájem koupit a prodávající zájem prodat určitou činnost (aktivitu), pak by takový převod měl být realizován formou prodeje podniku nebo části podniku, nikoliv formou převodu vybraných aktiv, smluv a zaměstnanců.

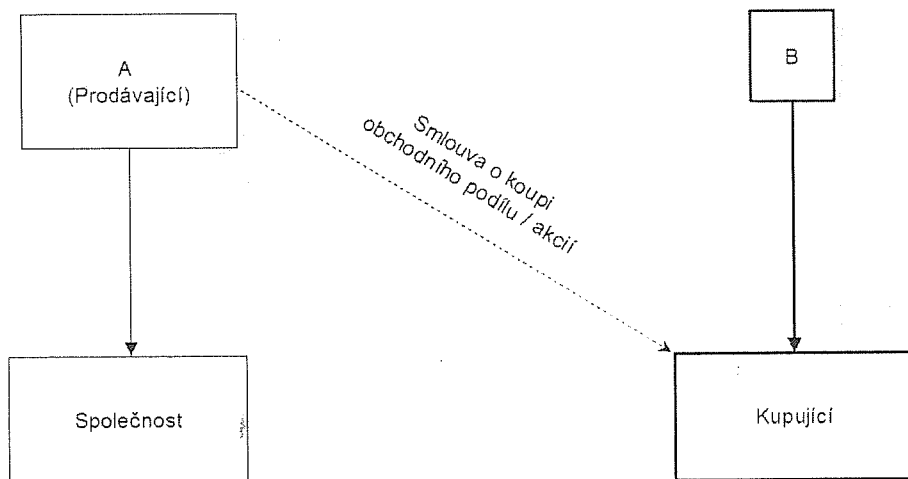
Srovnání daňových aspektů obou možných forem asset dealu je uvedeno v následující tabulce:

	Převod vybraných aktiv	Převod podniku / části podniku
daňově uznatelné úroky z dluhového financování	ANO	ANO
daňové přecenění majetku dle kupní ceny	ANO	ANO
daňové odpisy goodwillu / oceňovacího roz.	nevzniká	ANO
zdanění případného zisku z prodeje	ANO	ANO
uznatelnost případné ztráty z prodeje	liší se dle aktiva	ANO
povinnost odvodu DPH	ANO	NE
přechod daňových rizik z minulosti	NE	NE
případná daň z převodu nemovitostí	ANO	ANO

zdroj: vlastní konstrukce

5.1.2 Share deal

Share deal představuje situaci, kdy se prodávající a kupující dohodnou na tom, že akvizice bude provedena převodem obchodních podílů na cílové společnosti nebo převodem akcií cílové společnosti (kupující tak fakticky získá vlastnictví k cílové společnosti). Výhodou je v jistém smyslu jednoduchost takového převodu.



Hlavní aspekty:

- odpadají problémy s právním nástupnictvím (kupující přebírá společnost, na které zůstávají licence, oprávnění k činnosti, apod.),
- minimální změna ve vztahu k obchodním partnerům společnosti,
- se společností přechází veškeré závazky, ručení a jiné povinnosti,
- dle aktuální úpravy v oblasti daně z příjmů jsou veškeré úrokové náklady z dluhového financování nedaňové,
- majetek není podle českých účetních předpisů přeceňován na reálnou hodnotu.

Daňové aspekty share dealu jsou uvedeny v následující tabulce:

	Share deal
daňově uznatelné úroky z dluhového financování	NE
daňové přecenění majetku dle kupní ceny	NE
daňové odpisy goodwillu / oceňovacího rozdílu	NE (goodwill ani oceňovací rozdíl nevzniká)
zdanění případného zisku z prodeje	ANO

Share deal	
(v určitých případech osvobozený příjem) *	
uznatelnost případné ztráty z prodeje	ANO
povinnost odvodu DPH	NE
přechod daňových rizik z minulosti	ANO
případná daň z převodu nemovitostí	NE

zdroj: vlastní konstrukce

* Platná úprava v zákoně o daních z příjmů osvobozuje příjem z prodeje akcií a obchodních podílů (i) u fyzických osob v případě, že doba jejich držby přesahuje 5 let, (ii) u právnických osob v případě, že je prodávajícím rezident některého z členských států unie a doba držby alespoň 10%-ního podílu na základním kapitálu přesahuje 12 měsíců.

5.2 Případová studie – rozhodnutí o volbě struktury mezi asset dealem a share dealem

Průběh rozhodovacího procesu při porovnání efektů asset dealu a share dealu na kupujícího a prodávajícího v podmínkách České republiky bude prezentován na situaci, kdy prodávající definoval v rámci úvodních jednání s kupujícím, že jím preferovanou variantou struktury je share deal.

Předpokládejme, že prodávajícím cílové společnosti je fyzická osoba s bydlištěm na území České republiky a kupujícím je právnická osoba se sídlem na území České republiky. Kupující bude akvizici financovat plně z vlastních zdrojů.

V další fázi akvizice byla jako výsledek jednání prodávajícího a kupujícího o ceně akcií cílové společnosti představující 100 %-ní podíl na jejím základním kapitálu sjednána kupní cena 18 mil. Kč.

Kupující přišel s návrhem, aby struktura proběhla formou asset dealu (prodej podniku) s tím, že prodávajícímu v takovém případě zaplatí kupní cenu podniku ve výši 18,5 mil. Kč.

Situaci cílové společnosti k datu akvizice zobrazuje níže uvedená rozvaha s tím, že cílová společnost neviduje k datu akvizice žádné veřejnoprávní pohledávky a závazky. Účetní hodnota rozvahových položek odpovídá jejich hodnotě pro účely zákona o daních z příjmů.

AKTIVA		PASIVA	
nemovitost	25 mil. Kč	vlastní kapitál	12 mil. Kč
zásoby	5 mil. Kč		
pohledávky	3 mil. Kč	závazky	3 mil. Kč
peníze	2 mil. Kč	bankovní úvěr	20 mil. Kč
Σ Aktiv	35 mil. Kč	Σ Pasiv	35 mil. Kč

Účelem případové studie je prezentovat rozhodovací proces na straně kupujícího i prodávajícího. V souladu s teoretickým požadavkem na maximalizaci hodnoty firmy bude rozhodovací proces založen na snaze o maximalizaci peněžního toku (cash flow) pro vlastníky. Příslušná rozhodnutí mohou být z hlediska peněžního dopadu významně ovlivňována zdaněním, které představuje přímý dopad v podobě peněžního výdaje.

Prezentace rozhodovacího procesu na straně prodávajícího a kupujícího proběhne v případové studii odděleně. V reálném případě by obě strany měly jednat se znalostí dopadů u druhé strany. Pouze tak lze dosáhnout maximálně efektivního výsledku. V případě neznalosti na druhé straně lze dosáhnout vyššího prospěchu u toho, kdo jedná se znalostí věci.

5.2.1 Rozhodovací proces na straně kupujícího

Rozhodovací proces na straně kupujícího, který předcházela jeho návrhu na strukturaci formou asset dealu lze zobrazit následně:

- 1) posouzení efektů vyjednaných podmínek u share dealu,
- 2) posouzení efektů strukturace u asset dealu – koupě podniku,
- 3) formulace návrhu podmínek asset dealu, které budou představeny prodávajícímu.

AD 1) – posouzení efektu vyjednaných podmínek u share dealu:

- a) Existuje prostor pro snížení potřebného objemu finančních zdrojů na financování akvizice ?

- Pokud by cílová společnost disponovala provozně nepotřebným majetkem (resp. penězi), mohlo by dojít k výplatě z toho vyplývajícího nepotřebného cash flow buď prodávajícímu před dokončením akvizice, což by snížilo kupní cenu nebo kupujícímu, kterému by se vrátila část investovaných prostředků fakticky bezprostředně zpět. Konkrétně by se mohlo jednat o výplatu dividend (podílů na zisku) nebo o snížení základního kapitálu cílové společnosti s výplatou tohoto snížení. Vyplácené dividendy (podíly na zisku) jsou podle platné úpravy v zákoně o daních z příjmů při splnění časového testu držby alespoň 10%-ního podílu na základním kapitálu pod dobu minimálně 12 měsíců osvobozeny od daně z příjmů. Alternativně lze u neprovozního majetku uvažovat o jeho převodu nebo přechodu mimo cílovou společnost před dokončením akvizice (např. rozdělením odstěpením do nově vzniklé společnosti).
- V případové studii nemá cílová společnost žádný neprovozní majetek a veškeré peníze jsou provozně potřebné.

b) Je pořizovací cena akcií z hlediska kupujícího „utopeným výdajem“ ?

- Pokud bude kupující držet akcie cílové společnosti déle než 12 měsíců, bude příjem z jejich případného budoucího prodeje osvobozen od daně z příjmů a pořizovací cena akcií tak není z hlediska daně z příjmů relevantní.
- V případové studii je pro kupujícího finanční investice do akcií cílové společnosti utopeným výdajem.

Závěr: V případové studii představuje pro kupujícího kupní cena akcií výdaj ve výši 18 mil. Kč.

Samozřejmě by měly být na straně kupujícího posouzeny v případě share dealu i v případě asset dealu efekty z dané akvizice. Ty však v případové studii nezohledňujeme, protože jsou ve všech variantách stejné a nemají tak dopad na vlastní rozhodnutí o způsobu struktury transakce.

AD 2) – posouzení efektů struktury u asset dealu – koupě podniku:

- a) Existuje prostor pro snížení potřebného objemu finančních zdrojů na financování akvizice ?

- Obdobné posouzení jako v případě share dealu s tím rozdílem, že v případě asset dealu by došlo ke snížení kupní ceny podniku.
- V případové studii nemá podnik cílové společnosti žádný neprovozní majetek a veškeré peníze jsou provozně potřebné.

b) Jaké pozitivní dopady má asset deal ve srovnání s share dealem ?

- Kupující má možnost uplatnit z hlediska daně z příjmů rozdíl mezi kupní cenou podniku a účetní hodnotou podniku (rozdíl účetní hodnoty aktiv a účetní hodnoty závazků podniku). Konkrétní výše takového daňového štítu bude záviset na zvoleném způsobu účetního zachycení akvizice – formou oceňovacího rozdílu k nabytému majetku nebo goodwillu (rozdíl prezentován v předcházejících kapitolách). Aktuální právní úprava v zákoně o daních z příjmů stanovuje pro oceňovací rozdíl k nabytému majetku i pro goodwill dobu rovnoměrného daňového odepisování na 180 měsíců.
- V případě, že by daňová hodnota některých aktiv byla nižší než jejich účetní ocenění, realizoval by se daňový štít i z tohoto rozdílu. Naopak pokud by daňová hodnota některých aktiv byla vyšší než jejich účetní ocenění, byl by realizován negativní daňový štít (negativní efekt pro kupujícího).
- V případě zapojení dluhového financování transakce by pozitivní vliv představoval daňový štít z úroků.
- V případové studii činí účetní hodnota podniku cílové společnosti 12 mil. Kč (35 mil. Kč – 23 mil. Kč).

c) Jaké negativní dopady má asset deal ve srovnání s share dealem ?

- V případové studii je součástí prodávajícího podniku nemovitost, daň z převodu nemovitostí však v případě prodeje podniku hradí prodávající.
- V případové studii nemá asset deal na kupujícího žádné negativní dopady.

Závěr: V případové studii představuje pro kupujícího kupní cena podniku výdaj, který bude snížen o současnou hodnotu daňového štítu z rozdílu mezi kupní cenou podniku a účetní hodnotou podniku (při postupu variantou oceňovacího rozdílu k nabytému majetku).

AD 3) – formulace návrhu podmínek asset dealu, které budou představeny prodávajícímu:

a) Jaké je maximální navýšení ceny u asset dealu ve srovnání se share dealem, které je pro kupujícího přijatelné ?

- Matematicky lze tuto úlohu vyjádřit následujícím vztahem:

$$CAD - CSD = SH (+) - SH (-)$$

$$CAD = CSD + SH (+) - SH (-)$$

kde:

CAD kupní cena při asset dealu,

CSD kupní cena při share dealu, CSD = 18 mil. Kč,

SH (+) současná hodnota pozitivních efektů asset dealu,

SH (-) současná hodnota negativních efektů asset dealu.

- V případové studii po dosažení získáváme vztah:

$$CAD = 18 + SH \text{ daňového štítu z odpisů ORNM}$$

$$\text{přičemž současně platí, že: } ORNM = (CAD - 12 \text{ mil. Kč})$$

kde:

ORNM = oceňovací rozdíl k nabytému majetku.

- Pokud pro účely případové studie budeme vycházet z diskontní míry ve výši $i = 9,5 \%$ a sazby daně z příjmů právnických osob ve výši $t = 20 \%$, potom platí:

$$CAD = 18 + \sum_{r=1}^{15} \{ [(CAD - 12) * t / 15] / (1 + i)^r \}$$

$$ORNM = 6,7 \text{ mil. Kč}$$

$$SH \text{ daňového štítu z odpisů ORNM} = 0,7 \text{ mil. Kč}$$

$$\underline{CAD = 18,7 \text{ mil. Kč}}$$

- Maximální navýšení ceny u asset dealu v případové studii je 0,7 mil. Kč, což představuje pro kupujícího maximální částku 18,7 mil. Kč.

b) Jaká bude konkrétní nabídka ze strany kupujícího pro asset deal ?

- V reálném případě by se kupující zřejmě v rámci jednání pokusil dosáhnout pro sebe určité výhody. Učiňme tedy závěr, že kupující nabídne v případě asset dealu částku 18,5 mil. Kč.

Závěr: Po vyhodnocení všech aspektů učinil kupující v případové studii nabídku prodávajícímu, že v případě asset dealu je připraven zaplatit kupní cenu podniku ve výši 18,5 mil. Kč.

5.2.2 Rozhodovací proces na straně prodávajícího

Rozhodovací proces na straně prodávajícího, který jednak proběhl při diskusích o strukturaci formou share dealu, a který bude po představení nabídky ze strany kupujícího na zvýšení ceny u asset dealu znovu vyhodnocen, lze zobrazit následně:

- 1) posouzení efektů vyjednaných podmínek u share dealu,
- 2) posouzení efektů strukturační u asset dealu – koupě podniku,
- 3) formulace odpovědi prodávajícího na cenovou nabídku kupujícího u asset dealu.

AD 1) - posouzení efektů vyjednaných podmínek u share dealu:

- a) Existuje prostor pro výplatu volných zdrojů z cílové společnosti a snížit tak potřebný objem finančních zdrojů na straně kupujícího nebo dosáhnout peněžního příjmu přímo od cílové společnosti ?
 - Pokud by cílová společnost disponovala provozně nepotřebným majetkem (resp. penězi), mohlo by dojít k výplatě z toho vyplývajícího nepotřebného cash flow prodávajícímu před dokončením akvizice. Konkrétně by se mohlo jednat o výplatu dividend (podílů na zisku) nebo o snížení základního kapitálu cílové společnosti s výplatou tohoto snížení.
 - V případové studii by výplata dividend prodávajícímu nebyla efektivní, neboť by na jeho straně došlo ke zdanění srážkovou daní ve výši 15 %. Navíc podle

zadání případové studie nemá cílová společnost žádný neprovozní majetek a veškeré peníze jsou provozně potřebné.

b) Jaký je čistý příjem prodávajícího z prodeje akcií cílové společnosti ?

- Na straně prodávajícího je rozhodující, zda příjem z prodeje akcií bude či nebude zatížen daní z příjmů.
- V případové studii jsou s ohledem na prodávajícího – fyzickou osobu, možné dvě situace:
 - I. Prodávající splní časový test pro osvobození příjmu z prodeje akcií, v takovém případě bude realizovat osvobozený příjem, který nebude zatížen daní z příjmů. Čistým příjmem by byla celá prodejní cena akcií ve výši 18 mil. Kč.
 - II. Prodávající nesplní časový test pro osvobození příjmu z prodeje akcií, v takovém případě bude realizovat příjem, který bude předmětem daně z příjmů. Příjmem by byla prodejní cena akcií snížená o daň z příjmů fyzických osob v současné době ve výši 15 %, tj. čistý příjem po zdanění by činil 15,3 mil. Kč (při určitém zjednodušení, neboť daň z příjmů bude hrazena s určitým zpožděním po prodeji a prodávající by mohl uplatnit nabývací cenu, čímž by dosáhl o něco nižšího zdanění).

Závěr: V případové studii představuje pro prodávajícího prodejní cena akcií příjem ve výši 18 mil. Kč (pokud nebude příjem zdaněn daní z příjmů) nebo ve výši 15,3 mil. Kč (pokud bude celý příjem zdaněn daní z příjmů).

AD 2) - posouzení efektů strukturace u asset dealu – koupě podniku:

Z hlediska prodávajícího je zásadním rozdílem to, že v případě asset dealu je faktickým prodávajícím cílová společnost.

- a) Existuje prostor pro snížení potřebného objemu finančních zdrojů na financování akvizice ?
 - Případné snížení kupní ceny za prodej podniku je pro prodávajícího výhodné, neboť se objemově snižuje platba od kupujícího, se kterou jsou vždy spojena větší či menší rizika.

- V případové studii nemá podnik cílové společnosti žádný neprovozní majetek a veškeré peníze jsou provozně potřebné, není tedy prostor pro snížení objemu transakce.

b) Jaké pozitivní dopady má asset deal ve srovnání s share dealem ?

- Přímá pozitiva spojená s asset dealem lze na straně prodávajícího hledat jen obtížně. Obvykle se jedná o možnost využití určitých specifických podmínek v dané situaci – např. prodávající může čerpat daňovou ztrátu z minulosti proti základu daně vytvořenému při prodeji podniku nebo naopak prodejem podniku může být vytvořena daňová ztráta uplatnitelná proti jiným zdanitelným příjmům cílové společnosti.
- V případové studii cílová společnost žádné specifické podmínky ani pozitivní dopady asset dealu nemá.

c) Jaké negativní dopady má asset deal ve srovnání s share dealem ?

- Asset deal přináší na straně prodávající cílové společnosti negativní daňové dopady. Tím je daňová povinnost vytvořená při prodeji podniku (zisk z prodeje podniku je předmětem daně z příjmů právnických osob) a v případě, že jsou součástí převodu podniku i nemovitosti, pak i daň z převodu nemovitostí.
- V případové studii jsou negativní efekty následující:

- Při prodeji bude vytvořen zisk a tomu odpovídající daňový základ pro korporátní daň ve výši rozdílu mezi prodejní cenou podniku a daňovou hodnotou položek tvořících podnik. Konkrétně při zohlednění daně z příjmů právnických osob ve výši 20 %:

$$(18,5 \text{ mil. Kč} - 12 \text{ mil. Kč}) * 20 \% = 1,3 \text{ mil. Kč}$$

- Pokud bychom uvažovali s hodnotou pro účely daně z převodu nemovitostí ve výši účetního ocenění nemovitostí, bude dopad na cílovou společnost po zohlednění daňového štítu z nákladu na daň z převodu nemovitostí:

$$(25 \text{ mil. Kč} * 3 \%) * (100 \% - 20 \%) = 600 \text{ tis. Kč}$$

Výchozí stav cílové společnosti:

AKTIVA		PASIVA	
nemovitost	25 mil. Kč	vlastní kapitál	12 mil. Kč
zásoby	5 mil. Kč		
pohledávky	3 mil. Kč	závazky	3 mil. Kč
peníze	$\frac{1}{2}$ mil. Kč	bankovní úvěr	20 mil. Kč
Σ Aktiv	35 mil. Kč	Σ Pasiv	35 mil. Kč

Cílová společnost pro prodeji podniku a zachycení daně z příjmů a daně z převodu nemovitostí:

AKTIVA		PASIVA	
pohledávka z kupní ceny	18,5 mil. Kč	vlastní kapitál	12 mil. Kč
		výsledek hospodaření	4,6 mil. Kč
		závazek z daně z příjmů	1,3 mil. Kč
		závazek z daně z převodu nemov.	0,6 mil. Kč
Σ Aktiv	18,5 mil. Kč	Σ Pasiv	18,5 mil. Kč

Výsledek hospodaření cílové společnosti je vypočten jako:

- prodejní cena podniku	18,5 mil. Kč
- zúčtování aktiv při prodeji podniku	- 35,0 mil. Kč
- zúčtování závazků při prodeji podniku	23,0 mil. Kč

– daň z příjmů ze zisku z prodeje podniku	- 1,3 mil. Kč
– daň z převodu nemovitostí (včetně efektu daňového štítu)	- 0,6 mil. Kč
<hr/>	
Výsledek hospodaření po dani (zisk po zdanění)	4,6 mil. Kč

Posouzení disponibilních peněžních zdrojů (cash flow) u cílové společnosti:

– prodejní cena podniku	18,5 mil. Kč
– daň z příjmů ze zisku z prodeje podniku	- 1,3 mil. Kč
– daň z převodu nemovitostí (včetně efektu daňového štítu)	- 0,6 mil. Kč
<hr/>	
Disponibilní peněžní zdroje po prodeji podniku	16,6 mil. Kč

d) Jaké jsou záměry prodávajícího s cílovou společností po prodeji podniku a jaké bude zdanění případné výplaty disponibilních peněžních zdrojů z cílové společnosti na jejího vlastníka ?

- Pokud má prodávající záměr využít cílovou společnost s peněžními zdroji z prodeje podniku pro jiné projekty, nevznikají na straně prodávajícího další negativní efekty. V opačném případě je potřebné posoudit možné způsoby převodu disponibilních peněžních zdrojů z cílové společnosti na její vlastníky a případné zdanění těchto převodů.
- V případové studii je vlastníkem cílové společnosti fyzická osoba, která může uskutečnit převod disponibilních peněžních zdrojů, které byly vytvořeny prodejem podniku, následujícími způsoby, případně jejich kombinací:
 - snížení základního kapitálu s výplatou – v případě výplaty ze snížení základního kapitálu do výše vkladu není realizován zdanitelný příjem,
 - prodej akcií cílové společnosti po splnění časového testu na osvobození prodeje od daně z příjmů,
 - nepeněžitý vklad akcií cílové společnosti do jiné právnické osoby a po splnění časového testu výplata dividend s uplatněním osvobození,

- likvidace cílové společnosti, při které by byl rozdíl mezi likvidačním zůstatkem a pořizovací cenou akcií předmětem srážkové daně ve výši 15 %,
- výplata dividend, která je v případě výplaty fyzické osobě předmětem srážkové daně ve výši 15 %.

Závěr: V případové studii vytvoří cílová společnost z prodeje podniku určitý výsledek hospodaření. Výhodnost asset dealu je však potřebné posuzovat nikoliv z hlediska dosaženého výsledku hospodaření, ale z pohledu disponibilních peněžních zdrojů pro vlastníka cílové společnosti. Tyto disponibilní zdroje se v případě asset dealu pohybují v intervalu od 14,11 mil. Kč (v případě zdanění všech disponibilních peněžních toků 15 % daní z příjmů při výplatě vlastníkovi – fyzické osobě) do 16,6 mil. Kč (v případě, že ke zdanění disponibilních peněžních toků při výplatě vlastníkovi – fyzické osobě nedojde vůbec).

AD 3 - formulace odpovědi prodávajícího na cenovou nabídku kupujícího u asset dealu:

Závěr: Pokud bude příjem prodávajícího realizovaný formou prodeje akcií cílové společnosti v případě share dealu osvobozen od daně z příjmů, je pro prodávajícího nepochybně nejlepším řešením share deal (realizuje čistý příjem ve výši 18 mil. Kč). Nabídku kupujícího by tedy odmítnul.

Pokud bude prodávající povinen příjem z prodeje akcií cílové společnosti zdanit 15 %-ní daní z příjmů, dosáhne čistého příjmu pouze ve výši 15,3 mil. Kč. V takové situaci má pro něj smysl zvažovat asset deal, při kterém je v závislosti na způsobu zdanění disponibilních peněžních zdrojů převáděných z cílové společnosti na svoji osobu dosáhnout čistý příjem v intervalu od 14,11 mil. Kč do 16,6 mil. Kč. Nabídku kupujícího by tedy (při jisté optimalizaci zdanění výše naznačenými způsoby) zřejmě přijal.

5.2.3 Zhodnocení závěrů případové studie

Při rozhodování o výhodnosti share dealu a asset dealu z pohledu kupujícího i prodávajícího je (za jinak nezměněných okolností) velmi podstatným aspektem způsob zdanění, zejména pak daní z příjmů. Ta představuje na straně kupujícího možnou úsporu v podobě daňového

štítu a na straně prodávajícího naopak možné zatížení peněžních zdrojů vytvořených prodejem daňovým výdajem.

Pokud bychom opustili předpoklady případové studie, bylo by do rozhodovacích procesů potřebné zakomponovat další kritéria. Příkladem by mohly být opět daňové aspekty v podobě daňového štítu z úroků v případě asset dealu, který by umožňoval kupujícímu další navýšení kupní ceny. Vliv dluhového financování je prezentován dále v kapitole, která se zabývá dopadem dluhového financování na akvizice.

5.3 Fúze

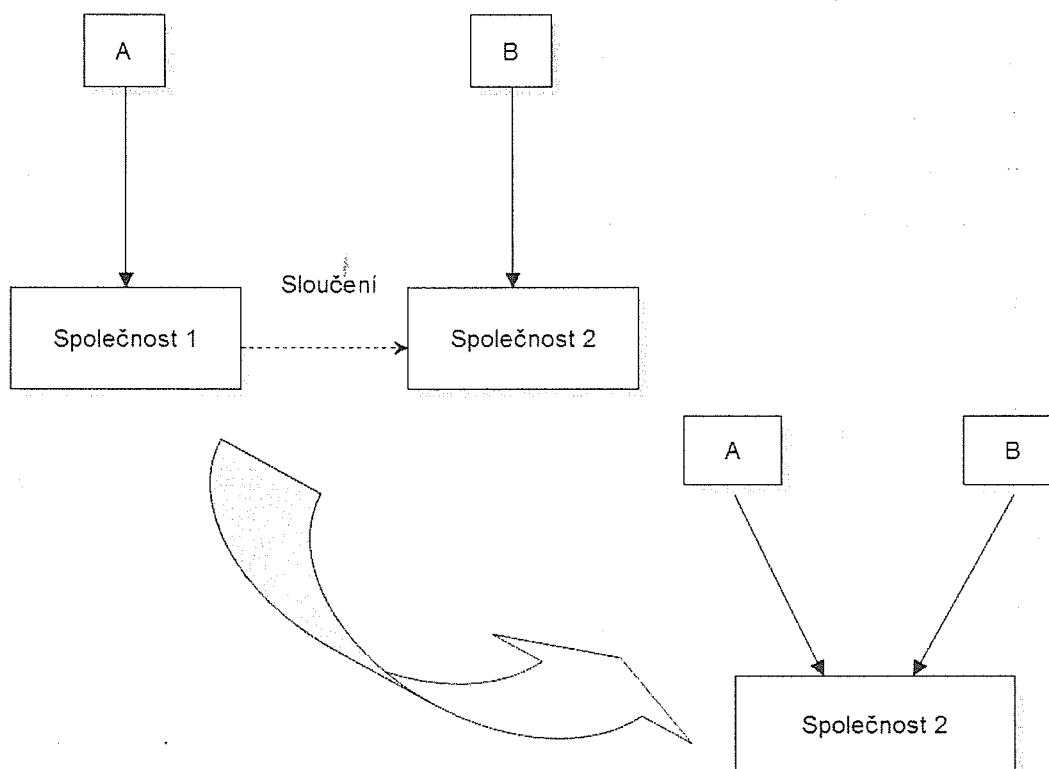
Fúze představuje postup, kdy se statutární orgány dvou nebo více firem dohodnou na jejich spojení s tím, že požádají vlastníky těchto firem o schválení této fúze. V jednotlivých státech existují rozdílné požadavky na to, jaká část vlastníků musí s fúzí vyslovit souhlas. Většinou je ve vyspělých státech vyžadován souhlas nadpoloviční většiny vlastníků, případně tzv. kvalifikované většiny. Stanovy, resp. společenská smlouva konkrétní společnosti však ve většině právních úprav může zvyšovat potřebné kvórum pro schválení projektu fúze.

Fúze má buď podobu sloučení, kdy dochází k zániku jedné nebo více zúčastněných společností a jejich jmění přebírá jedna ze zúčastněných společností, která je společností nástupnickou, nebo podobu splynutí, kdy všechny zúčastněné společnosti zanikají a jako výsledek fúze vzniká nová nástupnická společnost.

Při fúzi je zásadní otázkou určení výměnných poměrů, tj. jaké podíly obdrží vlastníci zanikajících společností (příp. vlastníci nástupnické společnosti před fúzí) na společnosti nástupnické po fúzi. Odpovědnost za navržení výměnných poměrů mají statutární orgány zúčastněných společností a v některých státech (včetně České republiky) i znalec, který se k otázce určení výměnných poměrů v průběhu realizace fúze vyjadřuje.

Výhodou strukturace formou fúze je nepochybně to, že k vzájemnému vypořádání nároků vlastníků zúčastněných společností dochází formou předání podílů nebo akcií nástupnické společnosti a není tak primárně vyžadováno vypořádání v penězích. Může sice dojít k výplatám tzv. doplatků na dorovnání, ty jsou však obvykle omezeny na malé procento hodnoty a odpovídají fakticky zaokrouhlovacím rozdílům při výpočtu výměnných poměrů. Na druhé straně je vypořádání formou podílů na nástupnické společnosti i jistým omezením,

neboť vlastníci zúčastněných společností musí mít zájem na pokračování své angažovanosti v podnikání nástupnické společnosti.



Daňové aspekty spojení formou fúze jsou uvedeny v následující tabulce:

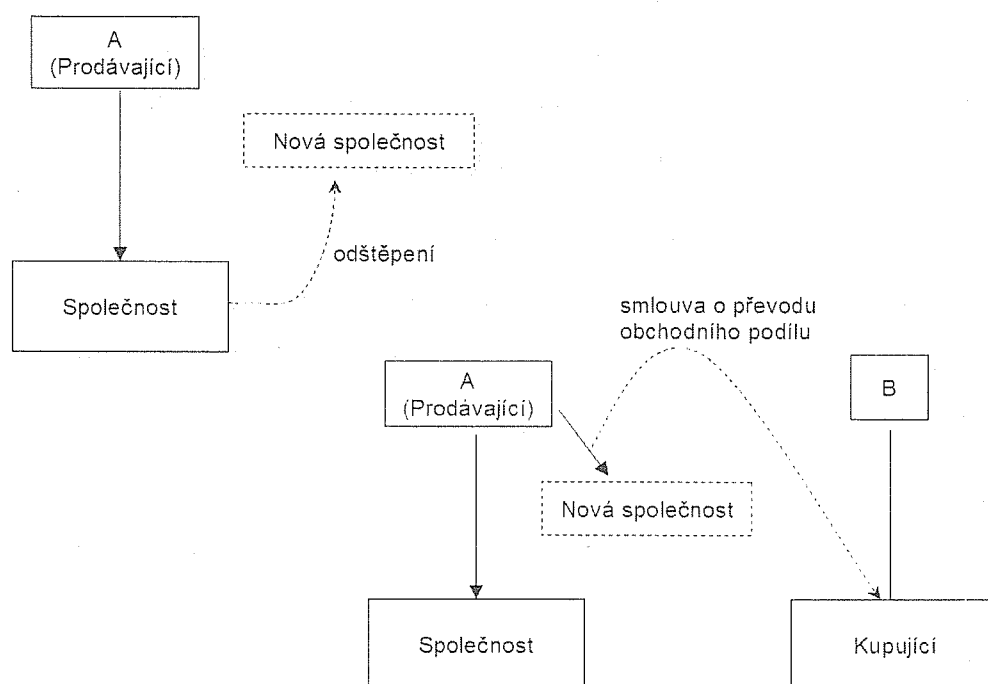
	Fúze
vznik daňové povinnosti při fúzi	NE
daňové přecenění majetku dle ocenění pro fúzi	NE
daňové odpisy goodwillu / oceňovacího rozdílu	NE
povinnost odvodu DPH	NE
možnost přenosu daňových ztrát	ANO (proti daňovým základům ze stejné činnosti)
přechod daňových rizik z minulosti	ANO
případná daň z převodu nemovitostí	NE

zdroj: vlastní konstrukce

5.4 Kombinované struktury

Následující schéma vyjadřuje kombinaci přeměny uskutečněné formou rozdělení odštěpením a share dealu. Prostřednictvím rozdělení odštěpením dojde například k oddělení činnosti, o kterou má zájem kupující do společnosti, která vznikne jako výsledek rozdělení odštěpením se stejnou strukturou vlastníků, jakou měla původní společnost a následně jsou podíly nebo akcie této nově vytvořené společnosti převedeny z prodávajícího na kupujícího.

Praxe využívá tyto kombinované struktury jak k tomu, aby oddělila část, o kterou má kupující zájem, tak i naopak k vyčlenění části, o kterou kupující zájem nemá.



5.5 Výběrové řízení

Výběrová řízení jsou charakteristická tím, že při splnění stanovených podmínek má možnost zúčastnit se jednání o koupi každý ze zájemců. Stanovené podmínky se pak liší podle konkrétní situace (mohou postupně vyústit v závěrečná jednání pouze s jedním vybraným zájemcem (tzv. udělení exkluzivity) nebo je umožněno více zájemcům podat nabídky z nichž pak o vítězi rozhoduje komise nominované vlastníky cílové společnosti.

Výběrová řízenou jsou typická zejména pro privatizační prodeje a v soukromém sektoru se využívají spíše při prodeji větších firem (resp. skupin).

5.6 Management buy-out

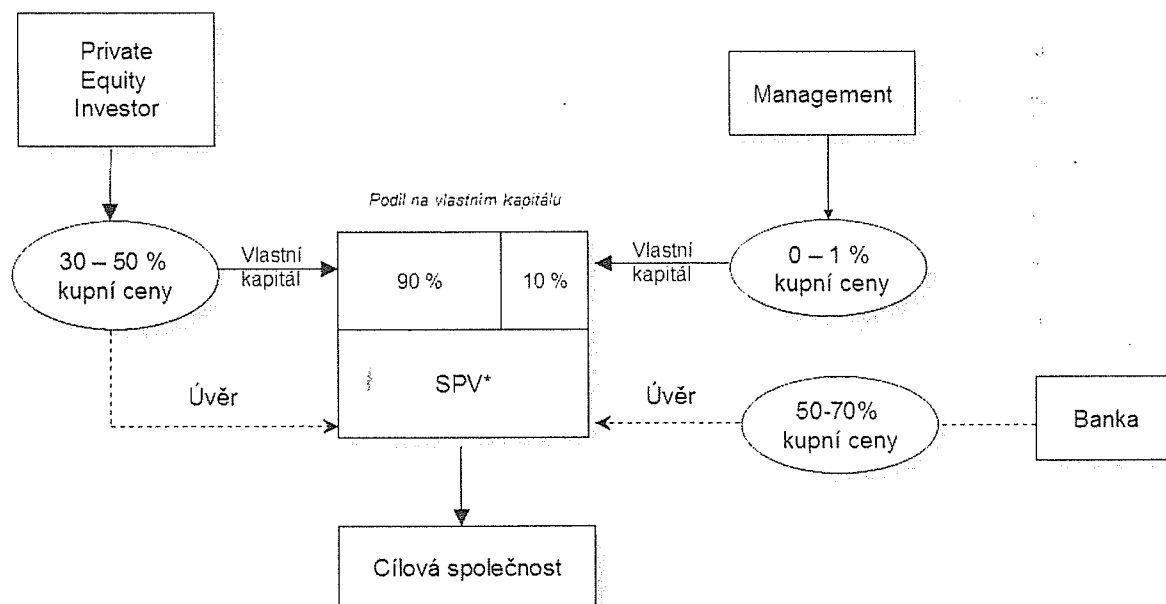
Management buy-out (zkráceně MBO) představuje případy, kdy je cílová společnost převzata jejím současným managementem. Tato forma akvizice je tedy spojena s procesem, při kterém se z manažerů stávají vlastníci.

MBO se od jiných typů akvizic odlišuje zejména tím, že kupující je detailně obeznámen se stavem společnosti, je schopen si udělat nejpřesnější ocenění a současně není na jeho straně prostor pro realizaci synergických efektů (neboť známé efekty by již měly být realizovány při výkonu činnosti managementu). Díky detailní znalosti předmětu koupě by management měl být v určité výhodě v porovnání s jinými investory, kteří vždy musí počítat s určitou mírou nejistoty a objektivně tak do jisté míry cílovou společnost z tohoto důvodu podhodnocují. Navíc management v porovnání s jinými zájemci nemusí vynakládat náklady na due diligence, což zejména u menších a středních transakcí může být nepochybně významnou výhodou.

Druhou výhodou MBO je skutečnost, že ve společnosti zůstává stejný management, nenastává konfrontace firemní kultury, nevznikají otázky ohledně budoucích záměrů nových vlastníků apod.

Výhodou toho, že se z manažerů stávají vlastníci, je nepochybně i odstranění konfliktů mezi zájmy manažerů a vlastníků, které při oddělené existenci obou těchto skupin objektivně vznikají. Management jako nový vlastník se může více soustředit na maximalizaci hodnoty firmy. Často tak dojde ke snížení nákladů zastoupení.

MBO jsou vhodnou formou akvizic zejména u menších a středních firem, jejichž akcie nejsou obchodovány na veřejných trzích. Důvodem je skutečnost, že převzetí společnosti managementem nemá v těchto případech žádný dopad do likvidity akcií a nedochází tedy ani k navýšení diskontní míry v tomto faktoru. Navíc u neobchodovaných společností, které využívají zejména bankovní zdroje financování je změna vlastníků na management obvykle pozitivně vnímána, neboť osoby z managementu jsou věřitelům známy z dlouhodobě předcházející spolupráce.



* SPV = Special Purpose Vehicle / Společnost speciálního určení = společnost, jejíž prostřednictvím manažeři kupují cílovou společnost

Výše uvedené schéma zobrazuje příklad možné strukturace MBO při současném zapojení finančního investora (fondu Private Equity) a bankovního financování. Manažeři tak mají možnost realizovat akvizici i s minimálním rozsahem vlastních zdrojů pro financování kupní ceny cílové společnosti.

5.7 Management buy-in

Management buy-in (zkráceně MBI) představuje případy, kdy je cílová společnost převzata externím managementem, tj. manažery jiných firem, obvykle se zkušenostmi ze stejného oboru. I při této formě akvizice se z manažerů (byť jiné společnosti) stávají vlastníci.

5.8 Leverage buy-out

Leverage buy-out (zkráceně LBO) je specifickou formou akvizice, kdy zdroje kupujícího, ze kterých hradí kupní cenu akvizice, představují z naprosté většiny cizí zdroje.

Míra zapojení cizích zdrojů do financování cílové společnosti ovlivňuje pozitivně výnosnost, kterou dosahují vlastníci. Důvodem jsou jednak nižší náklady na cizí kapitál ve srovnání s náklady vlastního kapitálu, dále pak i daňový štít z úroků z dluhového financování (úroky z dluhového financování snižují daňový základ společnosti). Samozřejmě není možné

zadlužení do nekonečna zvyšovat, neboť s rostoucím zadlužením dochází obvykle skokově ke zvyšování požadované výnosnosti ze strany poskytovatelů cizích zdrojů, rostou administrativní náklady a náklady zastoupení, apod. Od určité míry zadlužení pak věřitelé nejsou ochotni již další zdroje poskytnout.

Tyto skutečnosti si budeme demonstrovat na krátkém příkladu, kde předpokládám roční EBIT ve výši 5 mil. Kč a sazbu daně z příjmů ve výši 20 %. Banka předložila následující nabídku na financování, investor bude rozhodovat o rozsahu zapojení cizích zdrojů na financování společnosti:

Výše úvěru	Výše vlastního kapitálu	Celkové zadlužení v %	Úroková sazba
do 10 mil. Kč	nad 22 mil. Kč	pod 38 %	5 % p.a.
od 10 do 20 mil. Kč	od 12 do 22 mil. Kč	od 38 % do 66 %	7 % p.a.
od 20 do 25 mil. Kč	od 7 do 12 mil. Kč	od 66 % do 80 %	12 % p.a.
nad 25 mil. Kč	pod 7 mil. Kč	nad 80 %	nenabízeno

zdroj: vlastní konstrukce

1) financování dluhem ve výši 7 mil. Kč:

AKTIVA		PASIVA	
nemovitost	25 mil. Kč	vlastní kapitál	25 mil. Kč
zásoby	5 mil. Kč		
pohledávky	3 mil. Kč	závazky	3 mil. Kč
peníze	2 mil. Kč	bankovní úvěr	7 mil. Kč
Σ Aktiv	35 mil. Kč	Σ Pasiv	35 mil. Kč

EBIT	úrok	EBT	daň	PAT	ROE
5 mil. Kč	350 tis. Kč	4,65 mil. Kč	930 tis. Kč	3,72 mil. Kč	14,88 %

2) financování dluhem ve výši 20 mil. Kč:

AKTIVA		PASIVA	
nemovitost	25 mil. Kč	vlastní kapitál	12 mil. Kč
zásoby	5 mil. Kč		
pohledávky	3 mil. Kč	závazky	3 mil. Kč
peníze	2 mil. Kč	bankovní úvěr	20 mil. Kč
Σ Aktiv	35 mil. Kč	Σ Pasiv	35 mil. Kč

EBIT	úrok	EBT	daň	PAT	ROE
5 mil. Kč	1,4 mil. Kč	3,6 mil. Kč	720 tis. Kč	2,88 mil. Kč	24 %

3) financování dluhem ve výši 20 mil. Kč:

AKTIVA		PASIVA	
nemovitost	25 mil. Kč	vlastní kapitál	7 mil. Kč
zásoby	5 mil. Kč		
pohledávky	3 mil. Kč	závazky	3 mil. Kč
peníze	2 mil. Kč	bankovní úvěr	25 mil. Kč
Σ Aktiv	35 mil. Kč	Σ Pasiv	35 mil. Kč

EBIT	úrok	EBT	daň	PAT	ROE
5 mil. Kč	3 mil. Kč	2 mil. Kč	400 tis. Kč	1,6 mil. Kč	22,86 %