

# SÚČASNÝ VÝVOJ FÚZIÍ A AKVIZÍCIÍ V KRAJINÁCH VYŠEHRADSKÉJ ŠTVORKY<sup>#</sup>

## RECENT DEVELOPMENTS OF MERGERS AND ACQUISITIONS IN THE VISEGRAD COUNTRIES

BEATA ŠARKANOVÁ

Ing. Beáta Šarkanová, Katedra financií a účtovníctva, Ekonomická fakulta UMB v Banskej Bystrici,  
tel.: + 421 48 446 6320, email: beata.sarkanova@umb.sk

### Abstract

*Mergers and acquisitions (M&A) represent the transfer or combination of corporate ownership. Their development is substantially affected by the phenomenon of globalization. Mergers and acquisitions became an important part of corporate strategic management as strategies focusing on external growth. Moreover, cross-border mergers and acquisitions play an important role as one of the components of foreign direct investments. The aim of this paper is to provide an overview of theoretical framework in the field of mergers and acquisitions, and to investigate the recent developments and current situation of mergers and acquisitions in the Visegrad countries.*

**Key words:** mergers, acquisitions, financial management, FDI, the Visegrad countries,

### Úvod

Globalizácia, rastúca konkurencia, liberalizácia i technologické zmeny výrazne podporili podnikové stratégie zamerané na externý rast, posilnenie konkurencieschopnosti a vlastných kľúčových pozícií podnikov na trhu. Alokácia kapitálu sa v rámci krajín i medzi krajinami stáva čoraz komplexnejšou. Túžba spoločností zvýšiť konkurencieschopnosť sa podľa Ferenčíkovej et al. (2013) deje v prostredí rastúcej simultánnej fragmentácie a globalizácie trhov, rýchleho tempa zmien a odstraňovania colných bariér v celosvetovom meradle – v prostredí, ktoré je prirodzenou hybnou silou rastu veľkých firiem v rozličných oblastiach podnikateľských aktivít. Sústreďovanie podnikateľských činností a výrobných faktorov do čoraz väčších podnikateľských celkov je typickým rysom globalizácie. Tento jav tzv. koncentrácie je motivovaný rastom hodnoty vzniknutého subjektu, pochopiteľne však nemôže ísť o vznik subjektu s dominantným trhovým postavením (Vochozka, Mulač et al., 2012). Fúzie a akvizície predstavujú formy organizačnej koncentrácie, ktoré sú v súčasnosti bežnou súčasťou rastových stratégií podnikov na celom svete.

Cieľom príspevku je poskytnúť prehľad teoretických aspektov fúzií a akvizícií, a preskúmať aktuálny vývoj a súčasnú situáciu fúzií a akvizícií v krajinách Vyšehradskej štvorky.

### 1. Prehľad teoretických aspektov fúzií a akvizícií

Z hľadiska histórie je možné uviesť, že k vzájomnému preberaniu, pohlcovaniu, kupovaniu i zlučovaniu spoločností pravdepodobne dochádzalo od obdobia štruktúrovaných ekonomických vzťahov a existencie právne definovaných subjektov odlišných od jednotlivcov neustále. Avšak, fúzie a akvizície sú vnímané v modernom poňatí až od konca 19. storočia (Smrčka, 2013).

---

<sup>#</sup> Príspevok vznikol v rámci riešenia výskumného projektu APVV 15-0-322 „Konkurencieschopnosť, ekonomický rast a prežitie firiem“.

Pojem spojenia podnikov (firiem) nie je vo svete definovaný jednotne, rôzne definície konceptu je možné nájsť vo vedeckej i odbornej literatúre. Podľa Ferencíkovej a Vicenovej (2014) označujú niektorí autori pojmom „fúzia“ všetky podnikové spojenia, kým iní autori definujú fúziu iba ako jednu z foriem ich spájania alebo rozlišujú pojmy „konsolidácia“ a „akvizícia“, prípadne označujú fúziou prípad dobrovoľného spojenia firiem a akvizíciou prípad nedobrovoľného prevzatia (*takeover*). Nové vnímanie pojmu úplne oddeľuje fúzie od akvizícií. Rozdielnosť ich ponímania vychádza z rozdielného vnímania autorov i odlišnej právnej úpravy vo svete. Fúziou (*merger*) označuje prípad, keď majú dve spoločnosti podobnú veľkosť (v zmysle počtu zamestnancov) alebo výšku obratu, dve alebo viaceré spoločnosti pri nej vytvárajú nový subjekt a odohráva sa prostredníctvom dohody medzi dvomi organizáciami v priateľskom prostredí. Pri akvizícii (*acquisition*) je obvykle jeden z partnerov omnoho väčší ako druhý, kupujúca spoločnosť prevezme kontrolu nad kupovanou spoločnosťou, ktorá tým stráca ekonomickú a právnu autonómiu, jej charakter môže byť priateľský i nepriateľský.

Cieľom fúzií i akvizícií je z teoretického hľadiska zvýšenie hodnoty podniku iniciujúceho transakciu resp. zvýšenie hodnoty pre jej akcionárov. Zvýšenie hodnoty firmy resp. zvýšenie trhovej hodnoty jej akcií predpokladá dokonale fungujúci kapitálový trh, na ktorom sa všetky pozitívne synergické efekty premietnu do ceny akcií. Avšak v praxi to tak nemusí byť, nakoľko empirické výskumy poukazujú na to, že ich veľká časť tento cieľ nedosiahla. Za predpokladu, že sa transakcia uskutočňuje na báze dohody medzi predávajúcim a kupujúcim, by predávajúci mal získať primeranú hodnotu, ktorá by mala byť vyššia ako pri nezmenenom fungovaní podniku ako samostatného subjektu. Keďže väčšinou sa predávajú podniky, ktoré už narazili na určité bariéry a samostatne by v konkurenčnom boji neboli schopné obstáť, získaná hodnota nebýva vysoká. Jej objektívne hranice je však ťažké určiť (Menbere T. Workie et al., 2007).

Za základné očakávanie spojené s fúziami a akvizíciami sa považuje dosiahnutie synergického efektu finančného či prevádzkového charakteru. Brealey, Myers a Allen (2015) sa zmieňujú o rade motívov fúzií, ktoré delia na rozumné a pochybné. Medzi možné zdroje synergie resp. pridanej hodnoty z fúzií zaraďujú úspory z rozsahu, úspory z vertikálnej integrácie, zlúčenie komplementárnych zdrojov, využitie prebytočných fondov resp. peňažných prostriedkov na účtoch, odstránenie nízkej efektívnosti, či konsolidáciu priemyselného odvetvia. Medzi pochybné dôvody fúzií z pohľadu ekonomického zmyslu resp. dosiahnutia synergie zaraďujú autori diverzifikáciu, zvyšovanie zisku na akciu, či znižovanie finančných nákladov.

Podoba fúzií i akvizícií môže byť horizontálna, vertikálna a konglomerátna. V prípade horizontálneho spojenia resp. prevzatia podniky zabezpečujú buď rovnaké výrobky alebo služby, alebo výrobky a služby, ktoré si konkurujú (napr. v prípade fúzie výrobcov automobilov). Vertikálne spojenie/prevzatie nastáva, ak podnik vystupuje ako potenciálny alebo skutočný dodávateľ výrobkov či služieb druhému podniku. V tomto prípade sa podnik rozširuje buď smerom k zdrojom surovín (integrácia vzad) alebo ku konečnému spotrebiteľovi (integrácia vpred). V konglomerátnom prípade podniky nie sú spojené ani horizontálne, ani vertikálne (Syneka, 2011) – spájajú sa podniky s nesúvisiacim predmetom podnikania.

Smrčka (2013) uvádza, že existuje mnoho variant vzniku fúzií a akvizícií, ako aj toho ako sú dohadované, tzn. kto má pri jednaniach aktivitu, a ktoré skupiny sú naopak z jednania odclonené. Na jednej strane stojí spoločnosť, ktorá chce kupovať alebo pritiahnuť inú spoločnosť k fúzii. V jej prípade môžu mať aktivitu vlastníci alebo manažment, pričom je pravdepodobná iniciatíva manažmentu, ktorému sa pre svoju myšlienku podarí získať podporu väčšiny vlastníkov. V prípade spoločnosti, ktorá má byť fúziou alebo akvizíciou

získaná si je ťažké predstaviť aj v prípade priateľského prevzatia, že by sa jej začlenenie do inej firmy dialo proti vôli akcionárov alebo podielnikov. Priateľské prevzatie predpokladá spoluprácu oboch manažmentov a štatutárnych orgánov spoločností reprezentujúcich vlastníkov. V situácii nepriateľského prevzatia však investor zahájí jednania priamo s akcionármi s ponukou, ktorú predstavenstvo odmieta, aktívne sa mu bráni alebo o nej nie je informované.

Kľúčovú rolu v rokovaníach o fúziách a akvizíciách zohráva určenie hodnoty predmetného podniku. Kým predávajúci má záujem na dohode pri najvyššej možnej cene, snaha kupujúceho je orientovaná na čo najnižšiu cenu. Podľa Menbere T. Workieho et al. (2007) je podstatným faktorom aj vyjednávací sila partnerov, základom je však dohoda o cene na základe tzv. fair hodnoty kupovaného podniku. V krajinách s efektívne fungujúcim kapitálovým trhom sa za takúto hodnotu považuje trhovú cenu firmy, určená na burze alebo mimoburzovom trhu. I napriek v danom momente nadhodnoteným či podhodnoteným akciám, predpokladáme v dlhodobom horizonte, že trh objektívne ohodnotí každú firmu. Iné formy stanovenia ceny prichádzajú do úvahy v prípade spoločností uvedených na burzu po prvýkrát alebo takých, ktoré nie sú obchodované verejne. V tomto prípade je východiskom komparácia s porovnateľnými firmami obchodovanými na burze v kombinácii s finančnou analýzou a hodnotením jej perspektív. V prípade krajín, kde kapitálový trh nefunguje je nutné vychádzať z náhradných metód resp. ich kombinácie za účelom aproximácie objektívnej hodnoty podniku.

Firma určená k prevzatiu by sa mala vyznačovať charakteristikami, ktoré Jindřichovská (2013) zhrnula nasledovne:

- silný a skúsený manažérsky tím,
- konzistentné dosahovanie zisku v minulosti,
- udržateľná zisková marža,
- silné a predvídateľné cash flow,
- vnútorná finančná sila,
- kvalita aktív,
- význačná pozícia na trhu a dobrá značka,
- konkurenčná výhoda nízkych nákladov alebo informačnej technológie,
- rastový potenciál vo odbore pôsobenia alebo pomocou akvizície,
- malé technologické riziko,
- necyklický alebo neregulovaný odbor nezávislý na komoditách.

Analýza a ocenenie cieľovej firmy podľa Jindřichovskej (2013) vychádza z logického triedenia a usporiadania získaných informácií vo forme zoznamu (*checklistu*), ktorý zvyčajne obsahuje daňové, právne, účtovné a finančné otázky, a podlieha neustálej aktualizácii. Výsledná správa má hodnotiť vnútro (historické pozadie, produkty, trhy, distribúciu, technológiu, organizáciu, finančné otázky) i okolie (analýza konkurencie) cieľového subjektu. Na základe výstupov z ostatných častí finančnej analýzy analytik vytvorí finančný model – projekciu vierohodnú na určitom stupni štatistickej spoľahlivosti.

Cezhraničné fúzie a akvizície majú svoj podstatný význam aj vo vzťahu k priamym zahraničným investíciám. Priame zahraničné investície (PZI) spočívajú v investovaní viac než 10% do základného kapitálu subjektu v hostiteľskej krajine (Štrach, 2009). Fúzie a akvizície patria medzi priame zahraničné investície z pohľadu spôsobu vstupu investora. Z tohto hľadiska priame zahraničné investície zahŕňajú nielen fúzie a akvizície, ale aj spoločné podniky (*joint ventures*), investície na zelenej lúke (*greenfield investments*), investície na hnedej lúke (*brownfield investments*) a privatizáciu – podrobnejšie informácie uvádza Šterbová et al. (2013).

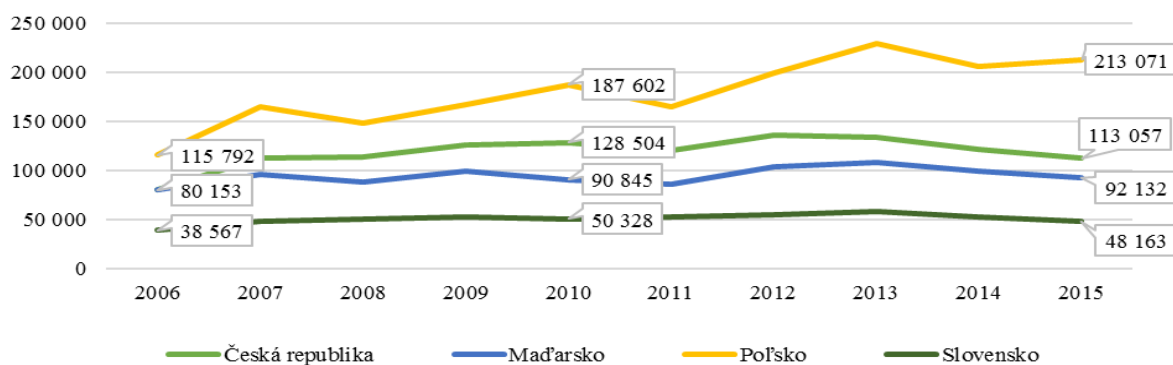
Podľa Menbere T. Workieho et al. (2007) sú fúzie a akvizície dôležitou formou priamych zahraničných investícií už od 80. rokov 20. storočia. Vo svetovom meradle sa kúpa zahraničného podniku väčšinou uskutočňuje prostredníctvom fúzií a akvizícií medzi súkromnými spoločnosťami rozličných krajín. Tento trend sa výrazne prejavuje najmä vo vzťahoch medzi vyspelými trhovými ekonomikami, diferencovane sa však začína prejavovať aj vo vzťahu k tranzitívnym ekonomikám.

## 2. Nedávny vývoj a súčasný stav fúzií a akvizícií v krajinách V4

Nasledujúca časť príspevku sa zameriava na vývoj a súčasnú situáciu v oblasti fúzií a akvizícií v krajinách Vyšehradskej štvorky. Východiskom komparácie sú predovšetkým údaje a aktuálna štatistika Konferencie OSN o obchode a rozvoji (*United Nations Conference on Trade and Development*, skr. UNCTAD) a údaje z M&A Barometra spoločnosti Ernst & Young.

Podľa správy World Investment Report 2016 vypracovanej Konferenciou OSN o obchode a rozvoji (UNCTAD, 2016, s. 66) došlo v Európe v roku 2015 k výraznému oživeniu priamych zahraničných investícií. Avšak, jeho udržanie v roku 2016 sa zdá byť nepravdepodobné, primárne vzhľadom na globálnu neistotu a nevýrazné ekonomické vyhliadky.

Vývoj stavu priamych zahraničných investícií v krajinách Vyšehradskej štvorky v období od roku 2006 uvádzame podrobnejšie na grafe 1. Počas sledovaného obdobia 2006-2015 dosahovalo konštantne najvyšší stav priamych zahraničných investícií (v mil. USD v bežných cenách) Poľsko, kde došlo v roku 2015 k ich medziročnému nárastu o 3,6 % na úroveň približne 213 miliárd USD. Ostatné krajiny zaznamenali od roku 2013 v stave priamych zahraničných investícií mierny pokles. Na Slovensku sa stav priamych zahraničných investícií držal počas celého obdobia 2006-2015 na najnižšej úrovni z krajín V4. V roku 2015 dosiahol úroveň približne 48 miliárd USD.



Graf 1 Vývoj stavu PZI v krajinách V4 za posledných 10 rokov (mil. USD)

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa štatistiky UNCTAD (<http://unctadstat.unctad.org/>, 2016-11-05).

Vyššie spomínané oživenie priamych zahraničných investícií v Európe bolo poháňané cezhraničnými fúziami a akvizíciami. Kúpa podnikov formou cezhraničných fúzií a akvizícií v Európe (resp. predaj európskych podnikov) vzrástol o 295 miliárd USD, čo je najvyššia úroveň od roku 2007. Odrážajúc vzor priamych zahraničných investícií v Európe, sa tieto predaje koncentrovali z veľkej časti len v niekoľkých ekonomikách a vo väčšine európskych krajín klesali.

Európa sa v roku 2015 takisto stala najväčším investujúcim regiónom na svete z hľadiska odlivu priamych zahraničných investícií. Európske nadnárodné spoločnosti boli aktívne pri kúpe zahraničných podnikov formou cezhraničných fúzií a akvizícií (v objeme 318 miliárd

USD), z čoho 76% investícií smerovalo do priemyselných odvetví. Investície európskych podnikov boli z geografického hľadiska orientované predovšetkým na rozvinuté ekonomiky – 1/3 cezhraničných fúzií a akvizícií smerovala do európskych krajín a 2/3 akvizícií do oblasti Severnej Ameriky (UNCTAD, 2016, s. 68).

Najväčší záujem o nadobudnutie podnikov formou cezhraničných fúzií a akvizícií (tabuľka 1, časť predaj podnikov) bol v roku 2015 v sledovanej skupine krajín badateľný v Českej republike s medziročným poklesom oproti roku 2014 približne o 30%. V zvyšných krajinách došlo oproti roku 2014 k nárastu predaja podnikov. Slovensko sa umiestnilo v poradí na treťom mieste, avšak zaznamenalo najväčší záujem o kúpu podnikov od obdobia finančnej a hospodárskej krízy.

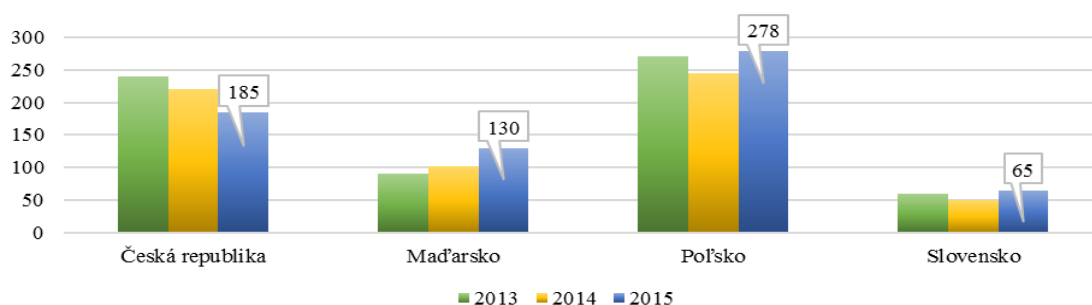
Tabuľka 1 Cezhraničné fúzie a akvizície v EÚ a krajinách V4 v rokoch 2013-2015 (mil. USD)

| Región/Krajina  | Predaj podnikov |        |        | Kúpa podnikov v zahraničí |       |        |
|-----------------|-----------------|--------|--------|---------------------------|-------|--------|
|                 | 2013            | 2014   | 2015   | 2013                      | 2014  | 2015   |
| Európska únia   | 126585          | 179679 | 260467 | -33725                    | 37821 | 270096 |
| Česká republika | 1617            | 3211   | 2256   | 3998                      | 1     | -7     |
| Maďarsko        | -1107           | -285   | 36     | -                         | -31   | 38     |
| Poľsko          | 402             | 935    | 1287   | 302                       | 1116  | 524    |
| Slovensko       | 541             | -1     | 1003   | -                         | -14   | -      |

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa UNCTAD (2016).

Pokiaľ sa pozrieme na aktivitu krajín V4 v oblasti kúpy zahraničných podnikov (pozri tabuľku 1), najväčší záujem investovať formou cezhraničných fúzií a akvizícií bol v roku 2015 zaznamenaný v Poľsku, napriek jej medziročnému poklesu voči roku 2014 o 53%. Z hľadiska vývoja bola najväčšia investičná aktivita touto formou zaznamenaná v pokrízovom období v roku 2013 v Českej republike a v roku 2012 v Poľsku (UNCTAD, 2016).

Ďalšie zaujímavé informácie o aktuálnom vývoji a stave fúzií a akvizícií nám poskytuje M&A Barometer spoločnosti Ernst & Young, ktorý sumarizuje a analyzuje verejne dostupné informácie zhromaždené z renomovaných databáz<sup>1</sup>.



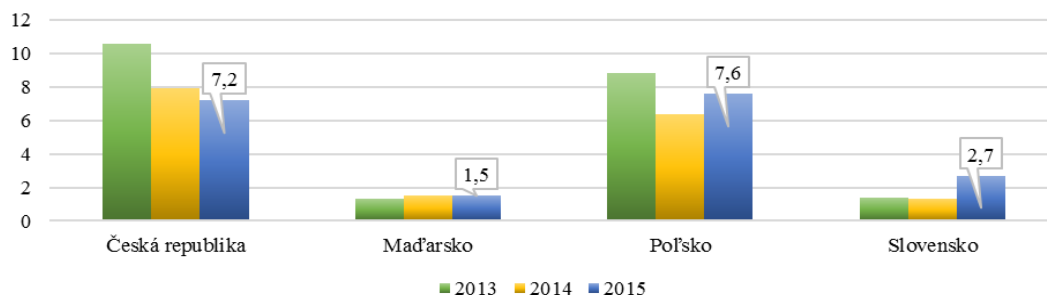
Graf 2 Počet fúzií a akvizícií v období 2013-2015

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa M&A Barometer (Ernst & Young, 2014a; 2015a; 2016).

Najaktívnejšou krajinou z pohľadu počtu transakcií (pozri graf 2) bolo v sledovanom období Poľsko, ktoré dosiahlo úroveň 278 transakcií v roku 2015. Relatívne veľký bol aj

<sup>1</sup> Z metodologického hľadiska M&A Barometer zahŕňa transakcie v súkromnom sektore. Vylúčené sú z neho údaje o akvizíciách menšinových podielov pod 15%, ďalšie akvizície minoritných podielov majoritnými akcionármi, transakcie s nehnuteľnosťami (okrem prípadov, kedy bola cieľom alebo kupujúcim realitná spoločnosť alebo realitný fond), transakcie na kapitálovom trhu (s výnimkou transakcií, ktoré vyústili v zmenu kontroly), akvizície licencií, dohody o spoločnom podniku (joint venture), investície na zelenej lúke, spoločnosti uvedené na burzu prvý raz, privatizácie, mnohonárodné obchody (ich hodnota je v každej krajine ignorovaná, ale počet je započítaný), a vnútorné reorganizácie (Ernst & Young, 2016).

počet transakcií uskutočnených v Českej republike, i napriek ich medziročnému poklesu o 17% a zreteľnému klesajúcemu trendu počas obdobia 2013-2015. Slovensko z hľadiska atraktivity pre fúzie a akvizície za ostatnými krajinami V4 zaostáva. V roku 2015 sa tu uskutočnilo 65 transakcií, avšak v porovnaní s rokom 2014 narástol ich počet približne o 30%.



Graf 3 Odhadovaná veľkosť M&A trhu v krajinách V4 v období 2013-2015 (v mld. USD)  
Zdroj: Vlastné spracovanie podľa M&A Barometer (Ernst & Young, 2014a; 2015a; 2016).

Z údajov spoločnosti Ernst & Young (pozri graf 3) vyplýva, že najväčší trh fúzií a akvizícií je v roku 2015 z krajín Vyšehradskej štvorky v Poľsku a v Českej republike, i napriek tomu, že v oboch krajinách v roku 2015 veľkosť M&A trhu v porovnaní s rokom 2013 klesla, pričom výraznejší pokles zaznamenala Česká republika (32%). Veľkosť maďarského a slovenského trhu M&A bola v rokoch 2013 a 2014 porovnateľná. Kým v Maďarsku trh fúzií a akvizícií zaznamenal takmer nepatrný medziročný nárast, na Slovensku je badateľný výraznejší 105 %-ný medziročný nárast trhu fúzií a akvizícií v porovnaní s rokom 2014.

V tabuľke 2 uvádzame prehľad najväčších fúzií a akvizícií v krajinách V4 počas obdobia rokov 2013-2015. Najaktívnejšou krajinou z hľadiska najväčších fúzií a akvizícií bola počas posledných trhoch rokov Česká republika a Poľsko, pričom dve veľké transakcie prebehli aj na Slovensku. V roku 2015 ovládol nemecký telekomunikačný operátor Deutsche Telekom 100% spoločnosti Slovak Telekom a v roku 2013 sa jednalo o kúpu spoločnosti Power-One assets Slovakia švajčiarskou spoločnosťou ABB Group v sume 1 miliardy USD.

Tabuľka 2 Prehľad najväčších fúzií a akvizícií v krajinách V4 v období rokov 2013-2015

| Cieľ transakcie |                                 | Krajina cieľa   | Kupujúci                                               | Krajina kupujúceho | Rok uskutočnenia transakcie | Hodnota transakcie (mil. USD) |
|-----------------|---------------------------------|-----------------|--------------------------------------------------------|--------------------|-----------------------------|-------------------------------|
| 1.              | Telefonica Czech Republic a.s.  | Česká republika | PPF                                                    | Česká republika    | 2013                        | 3275                          |
| 2.              | Net4gas s.r.o                   | Česká republika | Allianz Capital Partners, Borealis infrastructure Inc. | Nemecko, Kanada    | 2013                        | 2124                          |
| 3.              | GSG Group                       | Nemecko         | Materali a.s. (Radovan Vítek)                          | Česká republika    | 2014                        | 1695                          |
| 4.              | Bank Gospodarki Żywnościowej SA | Poľsko          | BNP Paribas SA                                         | Francúzsko         | 2013                        | 1380                          |
| 5.              | CGS Holding a.s.                | Česká republika | Trelleborg AB                                          | Švédsko            | 2015                        | 1262                          |
| 6.              | Emitel sp. z o.o.               | Poľsko          | Alinda Capital Partners LLC                            | USA                | 2013                        | 1100                          |
| 7.              | Slovak Telekom a.s.             | Slovensko       | Deutsche Telekom AG                                    | Nemecko            | 2015                        | 1025                          |
| 8.              | Power-One assets Slovakia       | Slovensko       | ABB Group                                              | Švajčiarsko        | 2013                        | 1 000                         |
| 9.              | Nordea Bank Polska SA           | Poľsko          | PKO BP SA                                              | Poľsko             | 2013                        | 824                           |

|     |                                                                           |                 |                                                         |                             |      |     |
|-----|---------------------------------------------------------------------------|-----------------|---------------------------------------------------------|-----------------------------|------|-----|
| 10. | Palladium shopping mall                                                   | Česká republika | Union Investment Real Estate GmbH                       | Nemecko                     | 2014 | 698 |
| 11. | Logistické portfólio s rozlohou 627 000 m <sup>2</sup> v Českej republike | Česká republika | PointPark Properties (P3)                               | Česká republika             | 2014 | 693 |
| 12. | TVN SA                                                                    | Poľsko          | Scripps Networks Interactive Inc                        | USA                         | 2015 | 613 |
| 13. | E.ON Italia S.p.A., Coal and Gas Business                                 | Taliansko       | EPH a.s.                                                | Česká republika             | 2015 | 592 |
| 14. | Rondo 1 Office Building                                                   | Poľsko          | Deutsche Asset & Wealth Management                      | Nemecko                     | 2014 | 411 |
| 15. | Poznan City Center shopping mall                                          | Poľsko          | Ece Projektmanagement GmbH & Co Kg; Resolution Property | Nemecko, Spojené kráľovstvo | 2014 | 326 |

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa M&A Barometer (Ernst & Young, 2014a; 2015a; 2016).

Atraktivitu krajiny pre fúzie a akvizície je možné hodnotiť napr. indexom atraktivity podnikateľského prostredia (M&A Maturity Index), ktorý každoročne vypracováva výskumné centrum pre fúzie a akvizície zriadené pri Cass Business School, City University v Londýne – MARC (*Mergers and Acquisitions Research Centre*). Podľa Hamarčáka (2013) je to prvé výskumné stredisko, ktoré sa zaoberá cieľným celosvetovým výskumom fúzií a akvizícií. Index atraktivity podnikateľského prostredia hodnotí 175 krajín celého sveta z hľadiska ich atraktívnosti pre domáce aj zahraničné fúzie a akvizície. Výsledné poradie je agregovanou hodnotou legislatívnych, politických, ekonomických a finančných podmienok, technologického potenciálu jednotlivých krajín, sociálno-kultúrnych faktorov a úrovne infraštruktúry (celkovo sa hodnotí 23 ukazovateľov). Keďže hovoríme o novom ukazovateli, zverejnenom prvýkrát v decembri 2010, jeho vypovedacia hodnota sa viac uplatňuje v stabilných a rozvinutých ekonomikách.

Tabuľka 3 Umiestnenie krajín V4 podľa indexu atraktivity podnikateľského prostredia

| Krajina         | Poradie v roku 2015 (celkové skóre) | Poradie v roku 2014 (celkové skóre) | Trhové príležitosti (čiastkové skóre oblasti) | Trhové výzvy (čiastkové skóre oblasti) |
|-----------------|-------------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------------------------|----------------------------------------|
| Česká republika | 22. (63%)                           | 21. (61%)                           | infraštruktúra a aktíva (86%)                 | ekonomické a finančné faktory (57%)    |
| Maďarsko        | 41. (57%)                           | 44. (53%)                           | infraštruktúra a aktíva (84%)                 | ekonomické a finančné faktory (52%)    |
| Poľsko          | 13. (66%)                           | 33. (55%)                           | infraštruktúra a aktíva (86%)                 | regulačné a politické faktory (56%)    |
| Slovensko       | 53. (55%)                           | 39. (54%)                           | technologické faktory (74%)                   | ekonomické a finančné faktory (52%)    |

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov Cass Business School (2015; 2016).

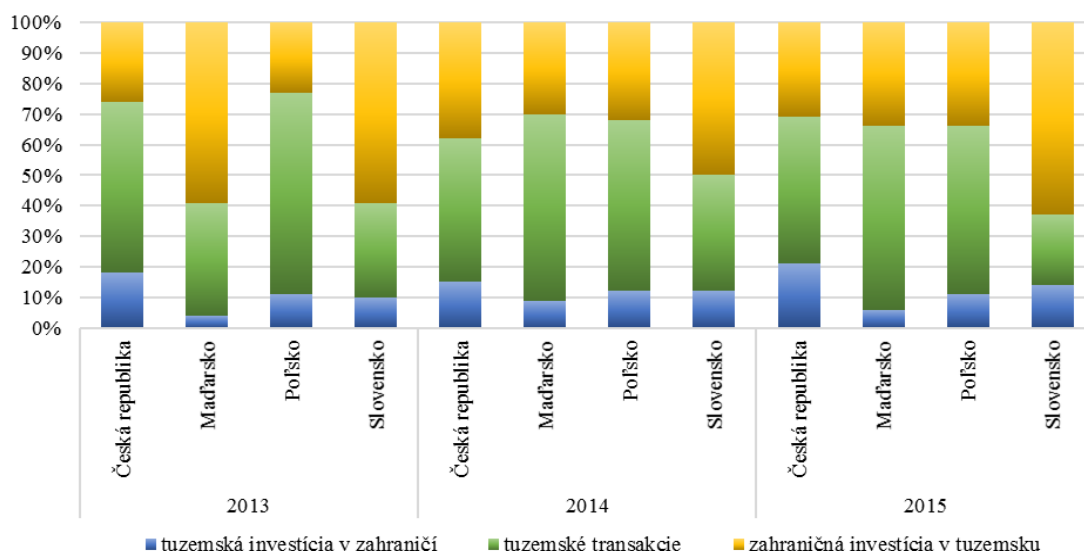
Tabuľka 3 prezentuje umiestnenie krajín Vyšehradskej štvorky z pohľadu atraktivity podnikateľského prostredia pre fúzie a akvizície. Z prehľadu vyplýva vyššie spomínaná nízka atraktivita Slovenska, ktorého príležitosti je možné podľa hodnotenia vidieť v technológiách (inovácie, high-tech export, dostupnosť internetu), kým vo finančnej a ekonomickej oblasti má podľa indexu čo doháňať. Na druhej strane najlepšie hodnotenie na 13. mieste získalo Poľsko, ktorého silné stránky tkvejú podľa indexu predovšetkým v oblasti infraštruktúry.

Tabuľka 4 Prehľad najatraktívnejších odvetví ekonomiky pre fúzie a akvizície (2013-2015)

| Krajina         | Najaktívnejší sektor |               |                                |
|-----------------|----------------------|---------------|--------------------------------|
|                 | 2013                 | 2014          | 2015                           |
| Česká republika | nehnuteľnosti        | nehnuteľnosti | služby                         |
| Maďarsko        | IT                   | IT            | IT                             |
| Poľsko          | priemysel            | IT            | priemysel                      |
| Slovensko       | priemysel            | IT            | bankovníctvo a finančné služby |

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa M&A Barometer (Ernst & Young, 2014a; 2015a; 2016).

Pokiaľ ide o odvetvovú štruktúru fúzií a akvizícií, tabuľka 4 zachytáva, že medzi najobľúbenejšie odvetvia ekonomiky patrili v priebehu posledných rokov v krajinách Vyšehradskej štvorky informačné a komunikačné technológie (predovšetkým v Maďarsku), priemysel, realitný sektor, ako aj sektor služieb. Na Slovensku bol pre fúzie a akvizície v roku 2015 atraktívny aj finančný sektor.



Graf 4 Zastúpenie transakcií v krajinách V4 v období 2013-2015 z hľadiska ich smerovania

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa M&A Barometer (Ernst & Young, 2014a; 2015a; 2016).

Z hľadiska smerovania rozlišujeme tuzemské fúzie a akvizície, investície vo forme fúzií a akvizícií smerujúce do zahraničia a zahraničné investície v tuzemsku. Z grafu 4 vyplýva, že v Českej republike, Maďarsku (okrem roku 2013) i Poľsku počas obdobia rokov 2013-2015 prevládali tuzemské fúzie a akvizície. Na Slovensku mali najväčší podiel investori prichádzajúci zo zahraničia, pričom prevahu mali západoeurópski a neeurópski investori oproti krajinám strednej a juhovýchodnej Európy. Medzi najaktívnejšie krajiny na Slovensku patrili Spojené štáty americké, Nemecko a Veľká Británia (Ernst & Young, 2014b; 2015b). Najmenej zastúpené boli fúzie a akvizície smerujúce do zahraničia, kde dosahovala najvyšší podiel počas sledovaného obdobia konštantne Česká republika.

## Záver

Krajiny Vyšehradskej štvorky podľa našich analýz v súčasnosti nepredstavujú zostavu európskych krajín s výraznejším podielom na trhu fúzií a akvizícií v Európskej únii. Z tohto pohľadu hrajú kľúčovú úlohu v rámci regiónu Poľsko a Česká republika, čo sa odráža nielen v ich atraktivnosti pre fúzie a akvizície, ale aj vo veľkosti M&A trhu, či počte uskutočnených transakcií vrátane najväčších fúzií a akvizícií uskutočnených v poslednom období. Maďarsko a Slovensko majú v spomínaných oblastiach v rámci regiónu slabšie postavenie. I napriek potenciálu, ktorým Slovenská republika disponuje, index atraktivnosti podnikateľského prostredia pre fúzie a akvizície naznačuje, že jedným z jeho predpokladaných dôvodov by mohlo byť zaostávanie Slovenska za ostatnými krajinami Vyšehradskej štvorky v tempe zlepšovania podnikateľského prostredia. Z tohto pohľadu je však možné pozitívne vnímať aktuálny rastúci podiel zahraničných investícií vo forme fúzií a akvizícií na Slovensku, či už sa jedná o finančných alebo strategických investorov.

## Literatúra

- [1] BREALEY, R. A., MYERS, C. S., ALLEN, F. 2014. *Teorie a praxe firemních financí*. Brno : Bizbooks, 2014. 1096 s. ISBN 978-80-265-0028-5.
- [2] ERNST&YOUNG. 2014a. *M&A Barometer 2013* [online]. 2014. [cit. 2016/11/05] Dostupné na internete: <[http://mcr.doingbusiness.ro/uploads/53315ff85c5a7MA%20Barometer\\_CSE\\_2013.pdf](http://mcr.doingbusiness.ro/uploads/53315ff85c5a7MA%20Barometer_CSE_2013.pdf)>.
- [3] ERNST&YOUNG. 2014b. *V Slovenskej republike v roku 2013 vzrástol počet transakcií oproti minulému roku viac ako o polovicu* [online]. 2014. [cit. 2016/11/04] Dostupné na internete: <[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/2014\\_MA\\_Barometer\\_2013\\_SK/\\$FILE/MA%20Barometer%202013%20tlacova%20sprava\\_SK.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/2014_MA_Barometer_2013_SK/$FILE/MA%20Barometer%202013%20tlacova%20sprava_SK.pdf)>.
- [4] ERNST&YOUNG. 2015a. *M&A Barometer 2014* [online]. 2015. [cit. 2016/11/05] Dostupné na internete: <[https://www.eyromania.ro/sites/default/files/attachments/CSE\\_MA%20barometer%202014.pdf](https://www.eyromania.ro/sites/default/files/attachments/CSE_MA%20barometer%202014.pdf)>.
- [5] ERNST&YOUNG. 2015b. *V Slovenskej republike v roku 2014 mierne klesol počet transakcií oproti minulému roku* [online]. 2015. [cit. 2016/11/05] Dostupné na internete: <[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY\\_Slovakia\\_MA\\_Barometer\\_March\\_2015\\_SK/\\$FILE/25%203%202015\\_MA%20Barometer%202014\\_tla%C4%8Dov%C3%A1%20spr%C3%A1va.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_Slovakia_MA_Barometer_March_2015_SK/$FILE/25%203%202015_MA%20Barometer%202014_tla%C4%8Dov%C3%A1%20spr%C3%A1va.pdf)>.
- [6] ERNST&YOUNG. 2016. *M&A Barometer 2015* [online]. 2016. [cit. 2016/11/05] Dostupné na internete: <[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/2016-MA-Barometer-CSE-2015/\\$FILE/MA\\_CSE\\_barometer%202015.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/2016-MA-Barometer-CSE-2015/$FILE/MA_CSE_barometer%202015.pdf)>.
- [7] FERENČÍKOVÁ, S., A KOL. 2013. *Medzinárodná expanzia firiem: stratégie, partnerstvá a ľudské zdroje*. Bratislava : Iura Edition, 2013. 364 s. ISBN 978-80-87-532-1.
- [8] FERENČÍKOVÁ, S., VÍCENOVÁ, A. 2014. *Application of knowledge management in cross-border mergers and acquisitions*. In: Acta academica karviniensia. Roč. 2014, 2014, č. 4. ISSN: 1212-415X, s. 5-17.
- [9] HAMARČÁK, I. 2013. *Index atraktívnosti podnikateľského sektora ako nástroj pre posudzovanie príležitostí a rizík fúzií a akvizícií*. In: Výskum vývojových tendencií a kľúčových determinantov cezhraničných fúzií a akvizícií v spoločnom európskom priestore [elektronický zdroj] : zborník vedeckých prác v rámci riešenia projektu VEGA č. 1/0142/12. - Prešov : Prešovská univerzita v Prešove, Fakulta manažmentu, 2013. - ISBN 978-80-555-0794-1. - CD-ROM, S. 86-105.
- [10] JINDŘICHOVSKÁ, I. 2013. *Finanční management*. Praha : C. H. Beck, 2013. 320 s. ISBN 978-80-7400-052-2.
- [11] CASS BUSINESS SCHOOL. 2015. *M&A Attractiveness Index 2014* [online]. 2016. [cit. 2016/11/05] Dostupné na internete: <<http://www.cass.city.ac.uk/?a=324893>>.
- [12] CASS BUSINESS SCHOOL. 2016. *M&A Attractiveness Index 2015* [online]. 2016. [cit. 2016/11/05] Dostupné na internete: <[http://www.cass.city.ac.uk/\\_\\_data/assets/pdf\\_file/0010/264457/MARC-MA-Attractiveness-Index-2014.pdf](http://www.cass.city.ac.uk/__data/assets/pdf_file/0010/264457/MARC-MA-Attractiveness-Index-2014.pdf)>.
- [13] SMRČKA, L. 2013. *Ovládnutí a převzetí firem*. Praha : C. H. Beck, 2013. 159 s. ISBN 978-80-7400-442-1.
- [14] SYNEK, M. 2011. *Manažerská ekonomika*. Praha : Grada Publishing, 2011. 480 s., ISBN 978-80-247-7528-9.

- [15] ŠTĚRBOVÁ, L. A KOL. 2013. *Mezinárodní obchod ve světové krizi 21. století*. Praha : Grada Publishing, 2013. 368 s. ISBN 978-80-247-4694-4.
- [16] ŠTRACH, P. 2009. *Mezinárodní management*. Praha : Grada Publishing, 2009. 168 s. ISBN 978-80-247-6668-3.
- [17] UNCTAD STATISTICS. 2016. [online]. 2016. [cit. 2016/11/05], 232 s. Dostupné na internete: <[http://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx?sCS\\_ChosenLang=en](http://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx?sCS_ChosenLang=en)>.
- [18] UNCTAD. 2016. *World Investment Report 2016* [online]. 2016. [cit. 2016/11/05], 232 s. Dostupné na internete: <[http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2016\\_en.pdf](http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2016_en.pdf)>.
- [19] MENBERE T. WORKIE A KOL., 2007. *Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky. Prínosy informačných technológií a hrozby klimatických zmien* [online]. Bratislava : REPRO-PRINT, 2007 [cit. 2016/11/06], 335 s. ISBN 978-80-7144-159-5. Dostupné na internete: <[http://ekonom.sav.sk/uploads/journals/120\\_2007-vyvoj-a-perspektivy-svetovej-ekonomiky-prinos-informacnych-technologii-a-hrozby-klimatickych-zmien.pdf](http://ekonom.sav.sk/uploads/journals/120_2007-vyvoj-a-perspektivy-svetovej-ekonomiky-prinos-informacnych-technologii-a-hrozby-klimatickych-zmien.pdf)>.
- [20] VOCHOZKA, M., MULAČ, P. 2012. *Podniková ekonomika*. Praha : Grada Publishing, 2012. 576 s., ISBN 978-80-247-4372-1.