

**Vydává federální ministerstvo financí ve spolupráci se Státní bankou československou ve vydavatelství Economia, a.s. Praha**

© federální ministerstvo financí

Adresa redakce: Vínohradská 49,  
120 74 Praha 2

Telefon: 253 018 nebo 2110, linka 361

**Vedoucí redaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.**

**Publishers: Federal Ministry of Finance in Cooperation with Czechoslovak State Bank in Publishing House Economia, Prague**

© Federal Ministry of Finance

Editor's Office: Vínohradská 49,  
120 74 Prague 2, CSFR

**Editor in Chief: Ivan Kočárník**

## OBSAH

Josef TOŠOVSKÝ: První zkušenosti s působením systému vnitřní směnitelnosti koruny .....337

Ivan SVÍTEK: "Leveraged buy-out" (LBO) a optimální struktura kapitálu.....343

### Finance a úvěr v zahraničí

Paul SPAHN: Financování federální vlády a vlád zemských – Volby vlastních daní, dělených daní a dotací při financování zemských vlád – zkušenosti Německa .....347

Marie PEKÁRKOVÁ–REINDLOVÁ: Daňové problémy devadesátých let – se zvláštním zaměřením na SRN .....366

Ivan KLAČANSKÝ: Maďarská spořitelňa ako bankovní ústav .....377

### Informace

Milena HORČICOVÁ: Informace o vytváření kapitálového trhu v Československu.....382

Uprostřed čísla:

Frederic S. MISHKIN: **Ekonomie peněz, bankovníctví a finančních trhů** (na pokračování - 10. část) ss. 305-328

Všechny bibliografické údaje včetně údajů o autorských právech jsou uvedeny u prvního pokračování v č. 1/91 tohoto časopisu.

Publikováno po dohodě s College, sekci vyd. HarperCollins Publishers

## CONTENTS

Josef TOŠOVSKÝ: First Experience with the System of Current Account Convertibility of CSK.....337

Ivan SVÍTEK: "Leveraged buy-out" and the Optimal Capital Structure.....343

### Finance and Credit Abroad

Paul SPAHN: Financing Federal and State Governments .....347

Marie PEKÁRKOVÁ–REINDLOVÁ: Tax Problems in the Nineties in FRG .....366

Ivan KLAČANSKÝ: Hungary Savings Bank as a Bank Institution.....377

### Information

Milena HORČICOVÁ: Information about Capital Market Formation in Czechoslovakia .....382

In the middle of this issue:

Frederic S. MISHKIN: **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets** (To Be Continued - Part X) pp. 305-328

You can find all bibliographical data including particulars on copyright in part I of the series in No 1/91 of this journal.

Published by arrangement with College, a division of HarperCollins Publishers.

**Redakční rada:** Ing. Belo Bosák, CSc., Ing. Aleš Bulř, Ing. Václav Formánek, Ing. Miroslav Hrnčič, DrSc., Ing. Tomáš Ježek, CSc., Ing. Milan Jurčeka, CSc., Ing. Miroslav Kerouš, Ing. Jaroslav Klopal, Ing. Josef Kočárník, CSc., Jozef Kučerák, CSc., Ing. Vratislav Kulhánek, Ing. Kamil Mikulič, CSc., Vladimír Rudlovčák, CSc., Ing. Stanislav Šourek, dr. Ing. Dušan Tříška, prof. Ing. Miroslav Tuček, CSc., Ing. Vladimír Valach, Ing. Anton Vavro, CSc., Ing. Jan Velek, doc. Ing. Karol Vlachynský, CSc., Ing. Jan Vrba, Ing. Jaromír Zahradník

## "Leveraged buy-out" (LBO) a optimální struktura kapitálu

Ivan SVÍTEK\*

Privatizace je v současné době jedním z hlavních pilířů ekonomické reformy. Není pochyb o tom, že převedení státního podniku do soukromého vlastnictví na obecné rovině umožňuje vyšší využití omezených lidských i přírodních zdrojů. Avšak i mezi soukromými podniky existují rozdíly a k tomu, aby se dosáhlo optimálního využití majetku podniku, je někdy třeba najít nového a lepšího vlastníka. Trh má na to, co dělat se soukromými neefektivními podniky, svá vlastní řešení. Jelikož v Československu stále převládá státní vlastnictví, nevěnovalo se převodu majetku od jednoho soukromého vlastníka na druhého zatím příliš pozornosti. Je to však nutný a prospěšný mechanismus fungujícího tržního hospodářství.

Snad nejznámějším řešením zefektivnění neprosperujících soukromých podniků je bankrot; ten je zaváděn také v Československu – zákon o konkursním a vyrovnávacím řízení byl Federálním shromážděním nedávno odhlasován. I když bankrot funguje jako silná hrozba, pro většinu podniků je to až konečné řešení. Bankrot nepodporuje změny v době, kdy má podnik ještě možnost změny udělat. Bankrot není optimálním řešením také kvůli svým vysokým finančním a sociálním nákladům (nezaměstnanost, nepokračování původní výroby atd.). Je jasné, že k restrukturalizaci a zefektivnění podniku musí dojít dříve než až po bankrotu. Jednou z těchto – v Československu zatím neznámých – metod je tzv. "leveraged buy-out" (LBO)<sup>1</sup> nebo "corporate takeover".

LBO (vynucený prodej podniku) umožňuje změnu vlastnictví a následnou personální a fyzickou restrukturalizaci dlouho před bankrotem firmy. Naopak firmami, které jsou takto nedobrovolně prodány, mohou být podniky, které jsou výdělečné a na první pohled bez problémů. Důvody pro vynucený prodej nejsou stejné jako důvody pro bankrot. Firmy jsou nedobrovolně prodány ne proto, že nevydělávají, ale proto, že nevydělávají dost v porovnání s podniky ve stejné výrobní oblasti. Zdroje, které má firma k dispozici, nejsou dostatečně využity a změna ve vedení nebo struktuře firmy by znamenala vyšší efektivnost. Vynucený prodej pod-

\* Bc. Ivan Svítek, poradce ministra financí ČSFR

Příspěvek byl předán redakci 2.8.1991.

<sup>1</sup> Základem anglického označení je výraz "leverage" (čti: lívridž), u něhož slovník uvádí ekvivalenty "práce páky, páčivost, páčivá síla" a obrazně i "úsilí zaměřené pevně na cíl", a "buy out" – "koupí převzít obchod". Do češtiny lze převést pouze volně; podstatě věci se zdá být – oproti některými autory navrhovaných "převzetí kontroly nad podnikem" či "úvěrový odkup" – nejspíše "vynucený prodej podniku (společnosti)". (pozn. aut. a red.)

niku může být přátelský nebo nepřátelský – podle toho, zda potenciální kupec jedná se souhlasem vedení podniku, nebo ne. Ten, kdo chce podnik na základě vynuceného prodeje koupit, musí být přesvědčen, že majetek podniku může být lépe využit a že on sám je tohoto lepšího využití schopen. Jinak řečeno: domnívá se, že současné vedení je překážkou k efektivnějšímu využití stejných zdrojů. Podle toho, o kolik se domnívá, že je schopen podnik lépe řídit a zvýšit jeho zisky, podle toho je také ochoten za podnik zaplatit. Je samozřejmé, že některé vynucené prodeje podniku nejsou úspěšné. Někdy může nový vlastník přecenit buď své schopnosti, nebo využitelnost podnikových zdrojů.

Ve Spojených státech politici a veřejnost často kritizují metodu vynuceného prodeje za neúměrné zvyšování zadluženosti, snižování výdajů na výzkum a propouštění zaměstnanců. V Kongresu se dokonce objevilo několik legislativních pokusů tuto metodu zakázat nebo omezit. Výzkum dokázal, že opak je pravdou. Do dvou let od uskutečnění vynuceného prodeje je zaměstnanost a výzkum na původní nebo vyšší úrovni než před tímto prodejem. Po vynuceném prodeji již také dochází k mnohem efektivnějšímu využití omezených ekonomických zdrojů, což se odráží ve vyšším důchodovém příjmu a v ceně akcií.

Vynucený prodej podniku se může uskutečnit pouze v podnicích, jejichž akcie jsou prodávány na burze. Cena akcií na burze odráží schopnost těchto akcií vytvářet důchodový příjem. Naopak důchodový příjem vytváří cenu majetku firmy. To znamená, že i velký majetek, který je špatně nebo průměrně veden a nedostatečně využit, na burze vysoce hodnocen není. Tato nízká burzovní cena znepokojuje vlastníky akcií. "Corporate raider" neboli ten, kdo chce s využitím metody vynuceného prodeje podnik koupit, odhadne majetek podniku a nabídne akcionářům vyšší než burzovní cenu. Akcionáři, kteří jsou si vědomi, že za současného vedení není podnik schopen vytvářet vyšší důchod, výhodnou nabídku příjmu a akcie prodají – a dostanou tedy lepší než tržní cenu za své podíly. Noví vlastníci vymění vedení a převezmou kontrolu.

Původní vedení – vědomo si rizika od raiders –, vytváří tzv. "poison pills" – jedovaté pilulky, kterými se snaží potenciálním kupcům koupit podniku na základě vynuceného prodeje zamezit nebo znepříjemnit. Například jedna z metod "pilulek" jsou různé smlouvy, podle nichž je v případě vynuceného prodeje původnímu vedení vyplaceno velké odstupné. Toto odstupné natolik prodraží celou koupi, že potenciální kupci raději od ní odstoupí. Kolem podobných "jedovatých pilulek" se často rozpoutávají soudní bitvy, které dále akvizici prodražují.

Koupě podniku má smysl pouze tehdy, jestliže budoucí důchodové příjmy budou vyšší než cena kapitálu. Jestliže cena kapitálu důchodové příjmy převáží, vyplácí se vlastníkům svůj kapitál z podniku vyčerpat a vložit do jiných investic. Jestliže daná investice vydělává méně než podobné investice se stejným rizikem, pak rozdíl mezi existujícím a možným ziskem je ztráta pro vlastníky.

Nový vlastník může zvednout důchodové příjmy tím, že konsoliduje výrobní program, motivuje lépe vedení, sníží výdaje nebo změní finanční strukturu podniku (poměr dluhu vůči vlastnímu kapitálu) atd. První tři řešení nemají s finančnictvím mnoho společného. Avšak finanční struktura podniku může značně ovlivnit jeho výdělečnost, protože půjčené peníze a vlastní peníze mají rozdílné ceny. Optimální poměr mezi půjčeným a vlastním kapitálem je jednou z hlavních otázek podnikového finančnictví.

Půjčený kapitál může být získán od bank nebo ve formě vydávání podnikových obligací. Kapitál vlastní je na druhou stranu získáván prodáváním nových podnikových akcií. Půjčené peníze jsou lacinější než peníze vlastní, protože půjčující bere na sebe menší riziko. V případě bankrotu a likvidace podniku jsou nejdříve uspokojeny pohledávky věřitelů a teprve zbytek se rozdělí mezi vlastníky. Podle této logiky by podniky měly převzít maximální dluh, jenž jsou schopny unést. Franco Modigliani a Merton Miller, nositelé Nobelovy ceny, však argumentují, že vyšší podíl dluhu na majetku podniku také zvyšuje cenu vlastního kapitálu. Čím větší je riziko, které podnik musí řešit, tím více vzrůstají požadavky držitelů akcií na zvýšení důchodu, protože zvýšený důchod jim musí kompenzovat zvýšené riziko. Argumentují tedy tím, že poměr mezi dluhem a vlastním kapitálem (debt-equity ratio) nemá vliv na zvýšení nebo snížení důchodových příjmů, a tedy hodnoty majetku.

Ve Spojených státech a také v Československu jsou dividendy zdaňovány dvakrát. Jednou na úrovni podniku a jednou na úrovni individuální. Podnik zaplatí daň ze zisku a potom vyplátí dividendy. Příjemce dividendy potom zaplatí daň z příjmu z obdržených dividend. Avšak podniky mohou ve svém daňovém přiznání napsat úroky jako součást svých nákladů, a tak snížit zisk. Nižší zisk jim umožňuje odvést menší částku ve formě daně ze zisku státu. Čím menší jsou odvody podniku v daních, tím více může podnik vyplatit svým vlastníkům a tím více stoupá hodnota podniku. Pro podnik je tedy výhodné, aby zvýšil velikost svého dluhu na úkor vlastního kapitálu. Čím větší je dluh, tím větší je hodnota podniku.

Existuje optimální poměr mezi dluhem a vlastním kapitálem; každý podnik si ho musí určit sám a pro každý podnik je jiný. Díky daňovým výhodám (odpis úrokových výdajů) roste cena podniku se zvýšeným dluhem. Avšak po dosažení určitého bodu hodnota podniku začíná klesat v důsledku zvýšené finanční zranitelnosti. Správný poměr mezi vlastním kapitálem a dluhem určuje několik faktorů.

Hlavním faktorem, který zvyšuje tuto finanční zranitelnost, jsou prostředky, které by podnik musel vyplatit v případě, že by se blížil bankrotu nebo po něm. Čím více roste poměr mezi dluhem a vlastním kapitálem, tím více roste riziko investovaného kapitálu. Toto riziko se odráží ve zvýšených úrokových nákladech, které banky požadují za zvýšené riziko bankrotu. Někdy jsou banky ochotny půjčit pouze pod podmínkou, že se poměr mezi dluhem a vlastním kapitálem dále nezhorší. Vlastní bankrot si také vyžaduje velké finanční prostředky – na zaplacení právníků, bankéřů a účetních, kteří likvidaci a prodej provádějí. Ne vždy se také podaří zbankrotovaný podnik nebo jeho části výhodně prodat. To všechno zvyšuje ztráty, a tedy riziko investovaného kapitálu.

Druhým faktorem, který určuje poměr mezi vlastním kapitálem a dluhem, je likvidita podniku. Jestliže podnik cítí, že jeho likvidita není velká, bude usilovat o zachování své schopnosti půjčit si kapitál. Čím více se podnik přibližuje k optimálnímu bodu mezi kapitálem a dluhem, tím obtížněji si bude podnik schopen půjčit. Naopak likvidní podnik se bez obtíží k tomuto bodu přiblíží a maximalizuje svůj příjem bez ohledu na svoji likviditu.

Podnik může získat kapitál dvojím způsobem – dluhem, nebo vydáním akcií. V případě vysokého rizika nejsou investoři ochotni financovat žádnou z těchto dvou možností. Podnik se dostává často do začarovaného kruhu: na jedné straně investoři nejsou ochotni odkoupit nové vydané akcie bez snížení dluhu, protože vlastní kapitál je rizikovější, a na druhé straně banky nejsou ochotni podniku půjčit bez zvýšení

podílu vlastního kapitálu podniku. Podnik tedy není schopen získat potřebný kapitál ani z jednoho zdroje.

Podniky, u nichž převládá vlastní kapitál, mají většinou příliš rozptýlené vlastníky. Naopak podniky, které mají kapitál půjčený, řídí několik málo vlastníků. Je jich méně než v případě opačném. Méně vlastníků umožní mnohem efektivnější a výkonnější řízení.

Dluh a s ním spojené splátky tohoto dluhu vytvářejí u podniků tvrdou rozpočtovou disciplínu, která má pozitivní vliv na řízení podniku. Splátky dluhu musejí být každý měsíc realizovány. Nebezpečí bankrotu nutí podniky k vyšší efektivnosti a nižším výdajům. Podniky, u kterých převládá vlastní kapitál a na které tento tlak vyvíjen není, k tak vysoké efektivnosti nuceny nejsou. Vlastní kapitál nevytváří tak tvrdou disciplínu, protože nižší důchodový příjem se odráží pouze v nižší ceně akcie. Malá efektivnost se neprojeví v bankrotu, ale vlastníci se postupně svých akcií se ztrátou zbavují. Pro nové vlastníky, kteří získali akcie za nižší ceny, je nízký důchod dostatečný. Kapitál tedy ztratil část své hodnoty.

V Československu je metoda vynuceného prodeje podniku zatím neznámá. S rostoucím podílem soukromého vlastnictví v čs. ekonomice a s vývojem burzy lze očekávat, že se vynucený prodej stane jednou z cest k optimálnímu využití omezených ekonomických zdrojů. Sama hrozba realizace vynuceného prodeje může být dostatečným stimulem vyšší podnikové efektivnosti. Tržní ekonomika není jen přesun vlastnictví od státního k soukromému, ale také od soukromého k soukromému. Tržní ekonomiky se nedosáhne jen privatizací. Ve fungující tržní ekonomice musejí být vytvořeny struktury, které umožňují nedobrovolný přesun vlastnictví i mezi soukromými vlastníky.

Za minulého režimu existovaly špatné a dobré státní podniky. Nepovažují za zlepšení mít nyní dobré a špatné soukromé podniky. V tržní ekonomice musejí i soukromé podniky být všechny dobré. Hledání nejlepšího vlastníka a vedení podniku je permanentním procesem fungující tržní ekonomiky. Musíme jakoukoliv – i nedobrovolnou – formu tohoto hledání podpořit.

## SUMMARY

### "Leveraged Buy-Out" and the Optimal Capital Structure

In a market economy, the "leveraged buy-out" or "corporate takeover" is an instrument by which a prospective owner can acquire and restructure a company in order to achieve an optimal utilization of given resources. An actual LBO or the threat of one, often forces the management of companies to maximize return from invested capital in their companies.

One of the reasons, among others, for under-utilization of resources is an inefficient debt to equity ratio. This article focuses on what constitutes an optimal balance between debt and equity and on some of the costs and benefits associated with both of them.