

A PÉNZÜGYI KOCKÁZATOK FELTÁRÁSA A VÁLLALATI EGYESÜLÉSEK SZAKASZAIBAN

KUCSÉBER LÁSZLÓ ZOLTÁN¹

Összefoglalás

A fúziók és felvásárlások számos előnnyel járhatnak a felvásárló és a céltársaság számára egyaránt. Ezeknek a tranzakcióknak azonban számos kockázata van. Ez a cikk feltárja a pénzügyi kockázatokat az egyesülések szakaszaiban. Az M&A folyamatát négy szakaszra javaslom bontani és nevezni: a tervezés, az előkészítés, a végrehajtás és az integráció szakasza. A pénzügyi kockázatokat feltárom a mérleg és az eredménykimutatás egyes tételeinek változásai által is, mivel ezek is pénzügyi veszélyekre utalhatnak. Mindezt illusztrálom egy vállalati esetanálízissel is.

Kulcsszavak

fúziók és felvásárlások, pénzügyi kockázatok, vállalati életszakaszok

Summary

Mergers and acquisitions (abbrev. M&A) can yield many benefits to the acquirer and the target company alike. However, these transactions have a number of risks. The article explores the financial risk of mergers and acquisitions different stages of the merger. I divided and named the process of M&A into 4 periods (stages): planning, preparing, execution and integration. I reveal the financial risks on the basis of the changes of certain items of the balance sheet and income statement, because these may indicate the financial risks. For demonstration I use the presented schema through case analysis.

Key words

mergers and acquisitions, financial risks, corporate life cycle

¹ PhD-hallgató, Széchenyi István Egyetem, Kautz Gyula Gazdaságtudományi Kar, e-mail: kucscla@sze.hu

Bevezető

A vizsgálatom fókuszában a vállalati fúziók és felvásárlások (Mergers and Acquisitions, továbbiakban M&A) állnak. Itt arra keresem a választ, hogy a vállalati egyesülések szakaszaiban milyen kockázatok léphetnek fel, és ezeket hogyan lehet számszerűsíteni. A mondanivalóm támaszkodik a szakirodalom feldolgozása mellett egy vállalati esetanalízisre. Először áttekintem az M&A tranzakciók folyamatát és javaslatot teszek a szakaszok felosztásának módosítására, majd ennek megfelelően feltárom a pénzügyi kockázatokat. Végül pedig a következő konkrét esetet vizsgálom: A Feketesas Pharma Kft. milyen pénzügyi kockázatokkal szembesült a Hód-Duó Kft. felvásárlásakor?

Adódik az a kérdés, hogy a napjainkig lezajlott M&A-k mennyire voltak sikeresek, vagy éppen sikertelenek. Balogh disszertációjában (2006, 47.) összegyűjtötte – a nemzetközi szakirodalom alapján – a sikeres M&A esetek pénzügyi jellemzőit. A számviteli adatokon alapuló 14 tanulmány szerzői a felvásárló vállalatok saját tőke- és az összes eszköz arányos nyereség (ROE és ROA értékek) csökkenését tapasztalták a felvásárlást követően. Az 1948-1995 közötti időszakban vizsgált minták átlagosan 200 M&A tranzakciót öleltek fel (Balogh 2006, 47). A közölt adatok azt is mutatják, hogy az M&A tranzakciók kockázatosnak számítanak, ennél fogva érdemes az M&A kockázatainak azonosítási és mérési lehetőségeit vizsgálni.

Javaslatok az M&A tranzakciók szakaszolására

Ebben a részben az M&A tranzakciók szakaszait ismertetem 3 szerző – Bélyácz, Damodaran és Snow – munkájára hivatkozva, majd ezek alapján javaslatot teszek egy sajátos felosztásra.

Bélyácz az M&A tranzakciónak az alábbi négy alapvető lépését különbözteti meg (2009, 463):

1. A tranzakció indokoltságának igazolása és stratégiájának kidolgozása.
2. Az akvizíciós cél kiválasztása, a célvállalat értékelése, az ellenőrzés és a szinergia értékének felmérése.
3. A felvásárlási ár meghatározása és a lehetséges finanszírozási források felmérése.
4. Az akvizíció utáni gazdálkodási helyzet.

Damodaran is négy szakaszt különböztet meg. Először javasolja a tranzakció logikáját, ésszerű magyarázatát és stratégiáját kialakítani, valamint a stratégia forrásigényét meghatározni. A 2. lépés a felvásárlási célpont kiválasztása és a célvállalat értékelése. A 3. lépés a szükséges források megszerzése és a felvásárlási ár meghatározása. Az utolsó, 4. lépés a felvásárlás lebonyolítása.

Snow nem szakaszokat különít el, hanem az alábbi 12 lépésre bontja az M&A tranzakció folyamatát (2011, 46):

1. A megcélzott vállalatok listájának összeállítása.
2. A céltársaságokkal történő kapcsolatfelvétel.
3. A céltársaság a nyilvánosan elérhető adatokon túl részletesebb információkat ad át a felvásárlónak.
4. A titoktartási szerződés kötése a felvásárló és a céltársaság között.
5. A céltársaság bizalmas információkat közöl a felvásárlónak a pénzügyi helyzettől indulva a beszállítói körön át az ingatlanokkal bezárólag.
6. Ha a felvásárló a részletes adatok megismerése után is érdeklődik, akkor a céltársaságnak küld egy 'indication of interest' dokumentumot, amely – többek között – a következőket tartalmazza: a várható tranzakció dátuma és az irányadó felvásárlási ár.
7. Az egyesülni készülő társaságok menedzsmentjei találkoznak.
8. Olyan szerződéskötés, amely tartalmazza azt a kikötést, hogy a céltársaság nem tárgyal más felvásárlóval.

9. A 'due diligence' készítése, amelyből a felvásárló teljes rálátást kap a céltársaság összes szerződésére és pénzügyi adataira.
10. A tranzakciós szerződés készítése.
11. Az üzletkötés ügyvédi irodában és az ellenérték fizetés.
12. A felvásárolt társaság integrálása.

A fenti 3 hivatkozott szerző eltérően szakaszolja az M&A tranzakciókat. A folyamat sokkal átláthatóbb akkor, ha azt nagyobb szakaszokra bontjuk. Damodaran felosztását úgy módosítottam, hogy a 'felvásárlás lebonyolítása' lépést a 3. szakaszhoz soroltam. A 4. szakasz teljes egészében az integráció szakasza, mivel az M&A sikeressége, vagy éppen sikertelensége függ az integráció lebonyolításának a minőségétől! A szakaszokat a bennük zajló folyamatoknak megfelelően kellene nevezni úgy, hogy tömören kifejezze az adott fázis lényegét. Javasolom ezért a szakaszokat a következőképpen nevezni: M&A tervezés, előkészítés, végrehajtás és az integráció szakasza.

A pénzügyi kockázatok feltárása az M&A tranzakciók szakaszai szerint

Most pedig rátérek az M&A tranzakciók szakaszaiban lehetségesen előforduló pénzügyi kockázatok feltárására.

Az 1. szakasz az M&A tervezése, amelyben igazoljuk a tranzakció indokoltságát és kidolgozzuk a felvásárlás stratégiáját. Itt alapvető pénzügyi döntési terület az M&A finanszírozási módozatára vonatkozó választás. A következő pénzügyi kockázatok jelentkezhetnek: Ha a tranzakció részvénykibocsátással történik, akkor a meglévő tulajdonosok mellett, az új befektetők is tulajdonjogot szereznek a vállalkozásban. A részvényfinanszírozás elkerülhetetlenül megváltoztatja a vállalkozás részvényesi szerkezetét, és „felhígítja” a nagy részvényesek ellenőrzési jogait a felvásárló vállalatban (Liu, 2010.). Ha az M&A tranzakció adósságfinanszírozás keretében pénzügyi és vállalati hitelfelvétellel (ami megvalósulhat kötvénykibocsátással) történik, akkor a felvásárlónak vissza kell fizetni az adósságot kamatokkal együtt, amely növeli a felvásárló vállalat pénzügyi terheit, és végső soron pénzügyi krízisbe is sodorhatja azt (A hosszú lejáratú hitelekkel történő finanszírozásnak előnye azonban az, hogy társasági adóalapot csökkentő hatása van a fizetett kamat és egyéb kamatjellegű ráfordítások elszámolásából eredően).

Ebben a szakaszban fontos a következő kérdés: Honnan nyerhetünk információkat a pénzügyi kockázatok feltárásához? – A pénzügyi kockázatok² fel lehet tárnai az e-beszámolórol letöltött mérleg, eredménykimutatás és kiegészítő melléklet adatai és a pénzügyi mutatószámok változásaiból egyaránt. Még több információhoz jutunk akkor, ha az elemzésünket kiegészítjük ágazati összehasonlítással, ún. benchmarking keretében.

Itt mindenképpen ki kell emelni azt, hogy a törvénytelenül végrehajtott M&A tranzakcióknak komoly pénzügyi következményei vannak.³ A tranzakciók végrehajtásához kötelező az adott nemzetgazdaság versenyhivatalának (Magyarországon a Gazdasági Versenyhivatal, a továbbiakban GVH) engedélyt kérni akkor, ha a felvásárló és a céltársaság

² Bár ennek a munkának a célja a pénzügyi kockázatok feltárása, azonban nem feledkezhetünk el a nem mérhető és a nem pénzügyi kockázatokról sem, mivel a nem pénzügyi kockázatoknak is léteznek pénzügyi következményei! Nadasdy-Horváth-Koltai (2011) a következő nem pénzügyi kockázatokot különböztetik meg: makrogazdasági, pénzpiaci kockázatok, árbevételi, piaci kockázat, működési, üzemeltetési kockázat, jogi, szabályozási kockázat, politikai kockázat.

³ A vállalkozások összefonódásához a Gazdasági Versenyhivaltól engedélyt kell kérni akkor, ha valamennyi érintett vállalkozás-csoport, valamint az érintett vállalkozás-csoportok tagjai és más vállalkozások által közösen irányított vállalkozások előző üzleti évben elért nettó árbevétele együttesen a tizenöt milliárd forintot meghaladja, és az érintett vállalkozás-csoportok között van legalább két olyan vállalkozás-csoport, melynek az előző évi nettó árbevétele a vállalkozás-csoport tagjai és más vállalkozások által közösen irányított vállalkozások nettó árbevételével együtt ötszázmillió forint felett van.” (Forrás: http://www.gvh.hu/data/cms993325/Vj025_2010_m.pdf Letöltés: 2014. 08. 01.)

együttes előző üzleti évben elért értékesítés nettó árbevétele eléri a GVH által törvényben meghatározott küszöbértéket. Azt, hogy milyen gyakran mulasztják el a GVH engedélyének kérését, egy empirikus adattal szemléltetem az 1997-2013 közötti időszakra: A GVH 730 versenyhatározatának elemzése alapján megállapítottam azt, hogy a felvásárló vállalkozások 110 esetben (az összes eset 15 százaléka) elmulasztották a GVH engedélyét kérni a felvásárlás lebonyolításához. A GVH, a mulasztás miatt, milliós nagyságrendű bírságokat szabott ki.

Az M&A tervezése szakaszhoz kapcsolódik egy speciális kockázat is. A tranzakciók lehetnek barátságos összeolvadások és ellenséges vállalatfelvásárlások is. Barátságos összeolvadásról akkor beszélünk, ha a tranzakciót mindkét fél támogatja, ellenséges vállalatfelvásárlásról pedig, amikor a célvállalat elutasítja a felvásárlást (David, 2011.). Ha stratégiaalkotás során az utóbbi, ellenséges felvásárlás mellett döntünk, akkor számolnunk kell azzal, hogy a céltársaság számos eszközzel próbálhatja megakadályozni a tranzakciót az alábbiak szerint:

- Méregpirulák (poison pills): „A célvállalat részvényeseinek előnyös vételi opciót biztosítanak a célvállalat részvényeinek megvásárlásához.” (Katits 2010, 116)
- „Az átvételt megnehezítő alapszabály-módosítások. Például a fúziós ajánlat elfogadását magas szavazattöbbséghez kötik, különleges szavazati jogot biztosító részvényeket bocsátanak ki, az igazgatósági tagokat lépcsőzetesen kinevezik, magas végkielégítések megállapítása történik.” (Katits 2010, 116).
- Pereskedés, fellebbezések benyújtása a hatóságoknál (Moyer – McGuigan – Kretlow 2003).
- „Standstill agreement”: Tárgyalás és megállapodás a felvásárlóval arról, hogy korlátozza a tényerését a céltársaságban (Moyer – McGuigan – Kretlow 2003).
- Az eszköz és finanszírozási szerkezetátalakítás (Moyer – McGuigan – Kretlow 2003).
- „Pacman defense” taktika: A céltársaság is ajánlatot tesz a felvásárló vállalat részvényeire (Moyer, McGuigan, Kretlow 2003).
- A céltársaság menedzsmentje egy másik felvásárló társasággal, barátságos M&A tranzakciót hajt végre (Moyer – McGuigan – Kretlow 2003).

A 2. fázis felöleli az M&A előkészítést, amelyben megfogalmazzuk az akvizíció célját, értékeljük a célvállalatot és meghatározzuk a felvásárlási árat. Az előkészítés szakaszában kitüntetett szerepe van az objektív vállalatértékelésnek. Ügyelni kell azonban arra, hogy a különböző értékelési módszerekkel (az EVA = gazdasági hozzáadott érték, az MVA = piaci hozzáadott érték és az SV = tulajdonosi érték számítással) eltérő eredményeket kapunk. Kritikus pont az aszimmetrikus információ az M&A két résztvevője között, amely alapján véve a céltársaság vállalatértékelésének eredményességét veszélyezteti.

A célvállalat értékelésekor először a célvállalat mérleg és az eredménykimutatás tételeinek változásai alapján azonosítjuk a pénzügyi kockázatokat. Az 1. táblázat illusztrálja azt, hogy a pénzügyi kockázatok növekedését a mérleg és az eredménykimutatás tételeinek milyen irányú változásaiból tudjuk megállapítani.

A céltársaság kiválasztása és értékelése után az egyik legnehezebb feladat egy ésszerű felvásárlási ár meghatározása. A nem pontos és nem kielégítő információk, valamint értékelési módszerek miatt, könnyen előfordulhat az, hogy a felvásárló magasabb árat fizet, mint a céltársaság valódi értéke (Danceng 2010).

1. táblázat: A mérleg és az eredménykimutatás egyes tételeinek pénzügyi kockázatot hordozó változásai az M&A esetén

M é r l e g	E r e d m é n y k i m u t a t á s
Tárgyi eszközök növekedése	Értékesítés nettó árbevételének csökkenése
Likvid értékpapírok és pénzeszközök csökkenése	Operatív költségek növekedése
Saját tőke csökkenése	Egyéb bevételek csökkenése
Hosszú és rövid lejáratú kötelezettségek növekedése	Egyéb ráfordítások növekedése
	Fizetendő kamatok és kamatjellegű ráfordítások növekedése
	Adófizetési kötelezettségek növekedése
NÖVELI a pénzügyi kockázatokat.	

Forrás: Saját szerkesztés

A 3. szakaszban, az M&A tranzakció végrehajtása előtt, a fizetési mód meghatározása történik. A pénzügyi kockázatok kapcsolódhatnak a tranzakció fizetési módozataihoz is. A kölcsöntőke használata növekvő profitabilitást eredményezhet a tőkeáttétel eredményeként az egyik oldalon, de a másik oldalról a vállalat adóssága emelkedik és ennek következtében a pénzügyi költségek is (Szczepaniak 2009). A részvényvel történő fizetés során kockázat lehet az egy részvényesre jutó adózott eredmény csökkenése is a részvényesek számának bővülése miatt. Ha a befektetők kételkednek a céltársaság képességeiben, akkor a felvásárló cég részvényeinek árfolyama csökkenni fog. Ez azt mutatja, hogy a részvényfinanszírozás a legkockázatosabb fizetési módozat (Yanxu 2009). A készpénzzel történő fizetési mód azonban likviditási problémákat okozhat a felvásárló cég működésében. A készpénzes fizetés további veszélye az, hogy a felvásárló cég viseli a tranzakció teljes kockázatát, míg például a részvénycserés fizetés esetén a céltársaság részvényesei is viselik a kockázatok egy részét (Wessels – Koller – Goedhart 2010).

Bruner (2010) könyvében felsorolja azt, hogy az alábbi esetekben választják a készpénzes fizetési módozatokat:

- az ellenséges felvásárlás esetén;
- ha a felvásárló részvényárai magasak;
- ha a tulajdonosi részesedés nem koncentrált;
- ha a céltársaság „nagy méretű” a felvásárló társasághoz képest;
- ha a felvásárló kevés likvid pénzeszközzel rendelkezik.

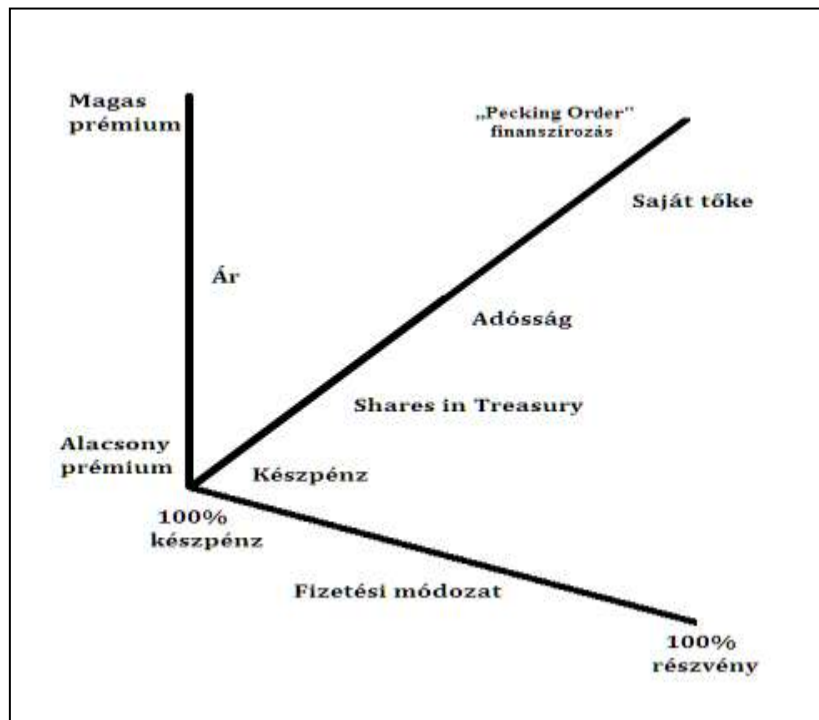
Tehát a fizetési módozat választása is kockázatokat hordozhat mind a felvásárló, mind pedig a céltársaság szemszögéből: Amíg a készpénzes fizetés a felvásárló számára likviditási problémákat okozhat, addig a részvényvel történő felvásárlás fokozza a céltársaság tulajdonosainak kockázatát, amit még tetézhet az ellenséges felvásárlás is.

Az 1. ábra, amelyet Bruner 2010-ben megjelent *Applied Mergers and Acquisitions* című könyvében közölt, a különböző üzleti struktúrák kialakításának lehetőségeit kínálja a fizetési módozat, a felvásárlási prémium és a „Pecking Order” (hierarchia) teória szerint történő finanszírozási választások tekintetében⁴. E szerint a magas felvásárlási prémium esetén javasolja a részvénykibocsátást, amely a hierarchia elmélet finanszírozási rangsorában az utolsó helyen áll. Míg az alacsony felvásárlási prémium esetén ajánlja a készpénzzel

⁴ A „Pecking Order” finanszírozás esetén akkor, ha a vállalatnak külső finanszírozási forrásra van szüksége, akkor először kötvényt bocsásson ki, aztán átváltható kötvényt, és csak legvégső esetben következik a részvénykibocsátás (Brealey – Myers 2011). Ezt a teóriát (hierarchiaelméletet) először Myers, S. C.; Majluf, N. publikálta 1984-ben, a *Journal of Financial Economics*-ban megjelent „Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have” című tanulmányában.

történő finanszírozást, amely a hierarchia elmélet finanszírozási rangsorában az első helyen álló belső forrás, mint szabadon rendelkezésre álló pénzeszköz.

1. ábra: A finanszírozás, a fizetési módozat és a felvásárlási prémium közötti választás



Forrás: Saját szerkesztés Bruner (2004, 578) alapján

A felvásárlási folyamat a tranzakciós szerződés aláírásával nem ér véget, mert nem hagyhatjuk figyelmen kívül az akvizíció utáni gazdálkodási helyzetet sem! Ez a leghosszabb folyamat: a tranzakciót követően az integráció végrehajtása áll a középpontban. A szakirodalomban található konkrét adatokat az integráció időtartamáról is, például: „Az integráció szakasza eltarthat akár egy évig is, azonban a legtöbb esetben ez a szakasz 6 hónap, ebből a kritikus rész 3 hónap.” Az integráció szakaszának hossza és a fúzió sikere között korrelációs összefüggés áll fenn: A hosszú integrációs szakasz veszélyezteti a tranzakció sikerét (Reed – Lajoux– Nesvold 2007, 649).

Az M&A 4. szakaszában fel kell mérni azt, hogy milyen területeken vannak párhuzamosságok, hol lehet működési és finanszírozási költséget csökkenteni. Először is szükséges tételesen átvizsgálni a befektetett eszközöket, mert ha a tranzakció következtében felesleges kapacitások keletkeztek, akkor tőkekivonással növelhetjük a felvásárlásból keletkező szinergiákat. A tevékenységek és a folyamatok racionalizálásának következménye a személyi jellegű ráfordítások csökkenése. Gyakran az időt és energiát igénylő folyamatszervezés helyett a szinte azonnal kivitelezhető létszámleépítést választják.

Az a pénzügyi kockázat, amelyet ebben a szakaszban az eredménykimutatás alapján azonosíthatunk, az értékesítés nettó árbevételének csökkenése. Ez azt is jelezheti, hogy a felvásárlást követően csökkent az egyesült vállalat termékei iránti igény és a piaci részesedés. Az operatív költségek, mint az anyag- és a személyi jellegű ráfordítások emelkedése is megghiúsíthatja az M&A sikerét. A fúziót követően a feleslegessé vált kapacitások értékesítésével növelhetjük az M&A tranzakcióból származó szinergiát, ezért fontos figyelniük a tárgyi eszközök értékének az alakulását is. Itt meg kell említeni azt is, hogy amennyiben a felvásárló készpénzzel és/vagy likvid tartalékokból finanszírozza a tranzakciót, úgy ez számára likviditási kockázatot hordoz.

Egy esetelemzés: A Feketesas Pharma Kft.

Most pedig itt az ideje annak, hogy rátérjek a választott eset elemzésére! A Feketesas Pharma Kft. közforgalmú gyógyszertárakat működtető társaság. A gyógyszertárai jellemzően az ország délkeleti részén működnek. A vállalkozáscsoport fő tevékenysége gyógyszer-kiskereskedelem. A felvásárlást megelőzően 29 gyógyszertárat foglal magában, ezek közül egy Szentes kertvárosában, egy pedig Hódmezővásárhely belvárosában működik. A 2009-ben alapított Hód-Duó Kft. fő tevékenysége gyógyszer-kiskereskedelem, kettő közforgalmú gyógyszertárat működtet, Szentes belvárosában és Hódmezővásárhely külvárosában, amelyek szintén 2009-ben kezdték meg működésüket. Az értékesítési árbevételének mintegy kétharmada gyógyszerek forgalmazásából származik (gvh.hu 2010).

A Feketesas Pharma Kft. 2010. március elsején üzletrészt-átvétel keretében megszerezte a Hód-Duó Kft. törzstőkéjének 60 százalékát megtestesítő üzletrészt, így a Hód-Duó Kft. felett közvetlen irányítást szerzett. A Hód-Duó Kft. Hódmezővásárhely külvárosában található gyógyszertárának 5 kilométeres körzetében további hét gyógyszertár működik, beleértve a Feketesas Pharma gyógyszertárát. A Szentes belvárosában található gyógyszertár 5 kilométeres körzetében tizenkét további gyógyszertár üzemel, beleértve a Feketesas Pharma gyógyszertárát (gvh.hu 2010.).

A következőkben a Feketesas Pharma Kft. mérleg és eredménykimutatását az 1. táblázatban közölteknek megfelelően elemzem. Itt utólagosan próbálom feltárni azt, hogy milyen kockázatokkal nézhetett szembe a társaság az M&A előtt.

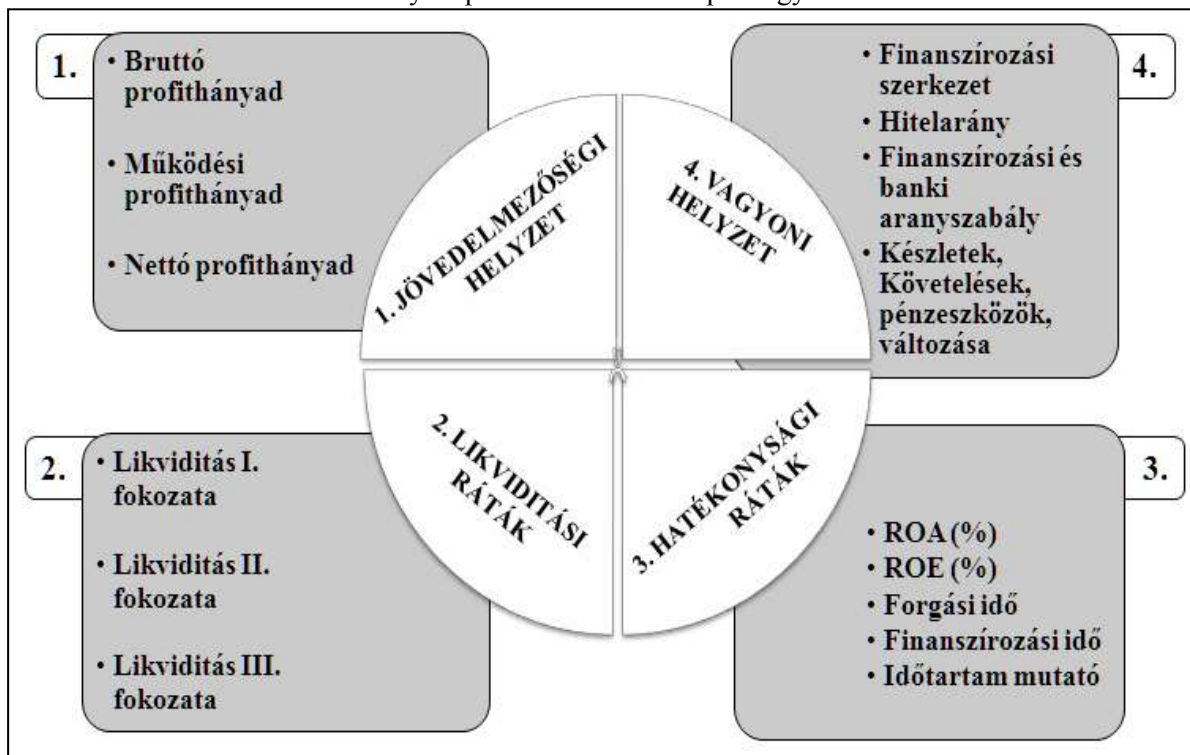
Először tárjuk fel a pénzügyi kockázatokat a mérleg tételeinek változásai alapján! Az 1. mellékletben láthatjuk a vizsgált mérlegtételek abszolút és százalékos változását is. A pénzeszközök értéke a fúziót követően 19 százalékkal csökkent. Ez a csökkenés arra utalhat, hogy a fúzió finanszírozásában a pénzeszközöknek nagy szerepük volt. A jegyzett tőke nagysága változatlan maradt, miközben a hosszú lejáratú kötelezettségek nem szerepelnek a mérlegben a felvásárlás éveiben. A rövid lejáratú kötelezettségek értéke 38 százalékkal növekedett a fúzió évében. A kapcsolt vállalkozásokkal szembeni rövid lejáratú kötelezettségek 2010. évi 20.629 ezer forintos értéke 2011. év végére 349.670 ezer forintra növekedett. Mindezekből arra következtethetünk, hogy a felvásárlás készpénzzel és rövidlejáratú kölcsönökkel történt. A tárgyi eszközök értéke a fúziót követően 11 százalékkal, a fúziót megelőző évhez képest pedig 15 százalékkal csökkent. Különösen nagy a csökkenés az egyéb berendezések, felszerelések, járművek kategóriában, amelynek értéke 21 százalékkal csökkent a fúziót követő évben, a fúziót megelőző évhez képest pedig 26 százalékos a csökkenés, amely arra utalhat, hogy a vállalkozás értékesítette a felvásárlás miatt keletkezett felesleges kapacitásokat.

Ahogy az 2. mellékletben látjuk, az adózott eredmény 205.789 ezer forinttal emelkedett a felvásárlást követően, azonban a következő jelzések arra utalnak, hogy a tranzakció nem volt sikeres: Az értékesítés nettó árbevétele a felvásárlást követő években csökkent. Az anyagjellegű ráfordítások 1 százalékkal csökkentek 2010-ről 2011-re, amelyet magyarázhatunk a forgalom csökkenésének vagy a technológiai fejlesztés pozitív hozadékának. A személyi jellegű ráfordítások 17 százalékkal csökkentek, ami azonban nem létszámleépítést jelent, mivel a személyi jellegű egyéb kifizetések csökkentek 48 százalékkal a felvásárlást követő évben, a bérköltség és a bérjárulék viszont néhány százalékkal emelkedett.

A pénzügyi kockázatok feltárását a mérleg és az eredménykimutatás „durva” elemzése után a néhány alapvető mutatószám változásának elemzésével folytatom. Az elemzést a 2. ábrán látható séma alapján végzem. Számolok néhány jövedelmezőségi, a likviditási, a hatékonysági, és a vagyoni helyzetre utaló rátát. Itt nem szeretném azt sugallni, hogy csak ezeket a mutatószámokat kell számolni, csak rá szeretnék világítani a fontosságukra minden

említett tranzakció szakaszban. Itt most a lehetséges pénzügyi kockázatokat utólag próbálom feltárni a Feketesas Pharma Kft. esetében.

2 ábra: Néhány alapvető mutatószám a pénzügyi kockázat feltárásához



Forrás: Saját szerkesztés Katits (2007) alapján.

A 2. táblázat 1. blokkjában láthatjuk a jövedelmezőségi ráták számított értékeit. A jövedelmezőségi ráták esetén nem tapasztalhatunk javulást a tranzakciót követő években, mind a működési profithányad, mind a nettó profithányad értéke nagyon alacsony. A profit visszatartási ráta a felvásárlást követő években közel nulla százalék, ami azt jelenti, hogy a tulajdonosok az adózott eredmény 100 százalékát osztalékként kivették a vállalkozásból.

A 2. táblázat 2. blokkjában láthatjuk a Feketesas Pharma likviditási rátáinak alakulását. A likviditás III. fokozata, amely az összes forgóeszköz arányát viszonyítja a rövid lejáratú kötelezettségekhez, esetünkben messze van a kedvező 2 körüli értéktől. Ugyanezt mondhatjuk a gyorsráta értékének alakulásáról a felvásárlást követő első és második évben is, mert az eredményül kapott értékek még a kedvező 1 érték közelében sincsenek. A likviditás I. fokozata esetén – mondjuk egy – 0,25 minimális elvárás szintén nem teljesül a tranzakciót követő években.

A folytatásban vegyük szemügyre a hatékonysági ráták értékeit a felvásárlást megelőző és azt követő években! Ezt a 2. ábra 3. blokkja szemlélteti. A ROE és a ROA értékei a fúziót követő évben javulást mutatnak. Az időtartam mutatószám is javul a felvásárlást követő években, mivel egyre tovább tudott volna a vállalkozás úgy működni, hogy nincsen értékesítési árbevétele, amelyet a személyi jellegű ráfordítások, az anyagjellegű ráfordítások és az egyéb ráfordítások fokozatos csökkenése okozott. A forgási idő a tranzakció évében 50 nap, majd a tranzakciót követő 1. évben 60, a 2. évben pedig már 61 napig tartott a vállalkozás megtérülési folyamata. A finanszírozási idő negatív értékű volt végig a vizsgált időszakban, amely azt jelenti, hogy a Feketesas Pharma finanszírozási forrástöbblettel rendelkezik, mivel a készletlekötési idő és a vevői követelések behajtási idejének összege nem éri el a szállítói tartozások rendezésének idejét. Ha itt pozitív értéket kaptunk volna, akkor a vállalkozásnak rövid lejáratú idegen finanszírozási forrásokkal kellett

volna biztosítani a zökkenőmentes működést. Esetünkben érvényesül a „vevő finanszírozza a szállítót-elv” is, ugyanis a vevőkövetelések behajtási ideje rövidebb a szállítói tartozások kiegyenlítésének idejéhez képest.

Mivel a jövedelmi és a pénzügyi helyzet néhány meghatározó és a pénzügyi kockázatra utaló értékeit számszerűsítettem, megvizsgálom – a vizsgált két terület mintegy következményeként – a vagyoni helyzet mutatószámait is. Ezeket a 2. ábra 4. blokkja tartalmazza. A finanszírozási szerkezet értékei nem megfelelően alakultak, amelyet a rövid lejáratú kötelezettségek nagy értéke okozott. A hitelarány minden vizsgált évben 100 százalék alatt maradt, azaz az összes eszköz értéke fedezetet biztosított az összes kötelezettségre. A finanszírozási arányszabály kedvezően alakult a Feketesas Pharma esetében, mert az adósság nagysága nem haladta meg a saját tőke értékét. A banki arányszabály számlálójában a saját tőke és az adósság összege, a nevezőjében pedig a befektetett eszközök értéke szerepel (Katits, 2007.). Ez utóbbi értéke nem megfelelő a Feketesas Pharma esetén, vagyis nem a saját tőke és a hosszú lejáratú hitel finanszírozta a befektetett eszközöket, amely egyértelműen *finanszírozási* kockázatra utal.

A mérleg és az eredménykimutatás tételeinek változása és a vizsgált mutatószámok alapján megállapíthatjuk azt, hogy a felvásárlás egyértelműen nem sikeres az alábbiak miatt:

- Az értékesítés nettó árbevétele csökkent a tranzakciót követő két évben, ami *értékesítési* kockázatra utal.
- A vállalkozás jövedelmezősége rendkívül alacsony, ami *üzleti* kockázatra utal.
- A vállalkozás likviditási helyzete a vizsgált időszakban rendkívül gyenge, ami *likviditási* és *csődvészély* kockázatra utal.

A kedvezőtlen változások mellett meg kell említeni a kedvezőbb változásokat is: a vállalkozás nem adósodott el – így *nincsen eladósodási* kockázat – és az operatív költségek is csökkentek a felvásárlást követően, de a jövedelmezőség alacsony maradt! Az eredményekből arra következtethetünk, hogy a tulajdonosok csak részben mérték fel sikeresen a pénzügyi kockázatokat a felvásárlás előtt az alábbi két ok miatt:

1. Túl pozitívan becsülhették meg a piaci részesedés és az értékesítés nettó árbevételének a növekedését (a felvásárolt egység 5 kilométeres körzetében további 7 gyógyszertár működik).
2. A tranzakció finanszírozása nagyrészt rövid lejáratú kötelezettségekkel történhetett, amelynek következtében emelkedhetett fizetéseképtelenségi kockázat.

2. táblázat: A Feketesas Pharma pénzügyi kockázatot hordozó mutatószámainak alakulása 2009-2012 között

Mutatószámok	2009	2010 (A tranzakció éve)	2011	2012
JÖVEDELMEZŐSÉGI HELYZET				
1. Jövedelmezőségi ráták				
Bruttó profithányad (%)	100,0	12,3	12,3	11,3
Működési profithányad (%)	-0,2	-0,3	1,5	1,2
Nettó profithányad (%)	0,2	0,3	1,5	1,2
Profit visszatartási ráta (%)	100,0	68,0	0,1	0,7
PÉNZÜGYI HELYZET				
2. Likviditási ráták				
Likviditás I. fokozata	0,0	0,2	0,2	0,2
Likviditás II. fokozata	0,3	0,5	0,4	0,4
Likviditás III. fokozata	0,9	0,8	0,	0,9

3. Hatékonysági ráták				
ROA (%)	0,9	1,6	7,7	6,8
ROE (%)	15,5	119,1	570,2	428,4
Forgási idő (nap)	52,0	50,0	60,0	61,0
Finanszírozási idő (nap)	-6,0	-19,0	-26,0	-23,0
Időtartam mutató (nap)	17,0	23,0	29,0	27,0
VAGYONI HELYZET				
4. Eszköz- és forrás szerkezet				
Finanszírozási szerkezet (%)	1 497,9	7 224,1	7 272,1	6 111,6
Hitelarány (%)	93,3	97,9	98,3	97,7
Finanszírozási arany szabály (D/E) < 100 %	5,0	0,0	0,0	0,0
Banki arany szabály (E+D)/Befektetett eszközök ≥ 100 %	35,3	10,3	11,7	13,4
Készletek változása (%)	-	-13,0	+34,0	-14,0
Követelések változása (%)	-	+38,0	-37,0	+6,0
Pénzeszközök változása (%)	-	+1 928,0	+4,2	-17,0

Forrás: Saját számításon alapuló szerkesztés

Összefoglalás

Az M&A tranzakciók számos előnnyel járhatnak a felvásárló vállalat számára, mint például a növekvő piaci erő, a belépés új piaci szegmensbe, a méret és választékgazdaságosság elérése. Az M&A tranzakciók azonban veszélyeket hordoznak! Az előnyök mellett számolni kell komoly kockázatokkal is. Ebben a munkámban igyekeztem az M&A pénzügyi kockázatait feltárni a tranzakció szakaszaiban. Az M&A folyamatot a következőképpen javasoltam szakaszolni és nevezni: a tervezés, az előkészítés, a végrehajtás és az integráció szakasza. A pénzügyi kockázatok feltárását kezdjük a mérleg és az eredménykimutatás tételeinek változásának elemzésével! Itt azt vizsgáltam, hogy a pénzügyi kockázatok az egyes mérleg- és eredménykimutatás tételek milyen változásai következtében növekedhetnek. A második részében elemeztem a Feketesas Pharma Kft. esetét. Megállapítottam azt, hogy a vállalkozás ügyvezetői nem megfelelően mérték fel a pénzügyi kockázatokat, s a tranzakció következtében emelkedett a likviditási kockázat, és nem javult a jövedelmezőség.

A mondanivalómat két olyan javaslattal zárom, amely kiemeli a pénzügyi kockázatok felismerésének és azonosításának szükségességét:

1. Liu (2010) azt javasolja, hogy ha az integráció által jelentős profitnövekedést tudunk elérni és alkalmazni tudjuk a vegyes finanszírozási módot, akkor a felvásárló részesítse előnyben a hitelből történő fizetést, mivel a saját finanszírozáshoz képest relatíve olcsóbb finanszírozási forrás és a kamatfizetések társasági adóalapot csökkentő hatása (adóvédelem) csökkenti a tőke költséget. Ha a felvásárlónak elegendő tőkéje van és stabil a cash flow-ja is, továbbá magas a pótlólagos részvénykibocsátás költsége, akkor a belső finanszírozási módokatokra helyezze a hangsúlyt.

2. A javaslatok sorában a saját vélekedésemet is megfogalmazom: Mind az M&A tervezése idején, mind pedig realizálása után érdemes lenne alkalmazni egy olyan korai pénzügyi előrejelző rendszert, amely a környezeti, valamint az üzleti működés erősségeinek és gyengeségeinek felismerésével pénzügyi trendeket is felvázol különböző scenáriók függvényében. Ha tulajdonosként vagy menedzserként M&A ügyletet akár tervezünk, akár elemzünk, akkor a szinergiák mellett számos kockázattal is számolnunk kell! Ne felejtjük el azt, hogy a kockázatok és a bizonytalanságok jelentős részét felismerhetjük szisztematikusan kidolgozott pénzügyi eszköztár alkalmazásával! Ez a munka is ennek igazolására született.

Irodalom

- Balogh Cs. (2006): *A határon átvélő akvizíciók és fúziók sikerességét meghatározó tényezők vizsgálata*. Doktori disszertáció, Budapesti Corvinus Egyetem, Budapest. 150.
- Bélyácz I. (2009): *Befektetési döntések megalapozása*. Aula Kiadó, Budapest. 489.
- Brealey, R.A., Myers, S. (2011): *Modern Vállalati Pénzügyek*. Panem Kiadó, Budapest.
- Bruner R.(2010): *Applied Mergers and Acquisitions*. Wiley, Hoboken. 1029.
- Damodaran A. (2006): *A befektetések értékelése*. Panem Kiadó, Budapest.1065.
- David F.R. (2011): *Strategic management: Concepts and Cases*. Pearson, Boston. 399.
- Katits E. (2007): *A vállalati gazdálkodás alapjai*. SALDO, Budapest, 389.
- Katits E. (2010). *A vállalati válság pénzügyi menedzselése*. Saldo Kiadó, Budapest.507.
- Liu Z. (2010): *Causes and Control of Financial Risk in Mergers and Acquisitions*. International Business Research, 3. évf. 1., 147–150.
- Luo D., Sun B. (2010): *Study on Financial Issues of Merger & Acquisition*. Orient Academic Forum, 2010, International Conference – Accounting and Financial Engineering. 217-222.
- Myers, S. C., Majluf, N. S. (1984): Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13 évf., 2., 187–221.
- Moyer R. C., McGuigan J. R., Kretlow W. J. (2003): *Contemporary financial management*. Thomson/South-Western, Mason. 816.
- Nádasdy B., Horváth S. A., Koltai J. (2011): *Strukturált finanszírozás Magyarországon. Projektfinanszírozás, kivásárlásfinanszírozás és más technikák*. Alinea Kiadó, Budapest. 561.
- Snow B. (2011): *Mergers and Acquisitions for Dummies*. Wiley Publishing, Indianapolis. 338.
- Reed S. F., Lajoux A. R., Nesvold H. P. (2007): *The Art of M&A. A Merger/ Acquisition/ Buyout Guide*. McGraw – Hill, New York. 1069.
- Yanxu Y., Ke Li (2009): *The Study of Financial Risk in M&A*. International Journal of Business and Management, 4. évf. 1., 70-72.
- Wessels D., Koller T., Goedhart M. (2010): *Valuation Measuring and Managing the Value of Companies*. Wiley, Hoboken. 837.
1996. évi LVII. törvény a tisztességtelen piaci magatartás és a versenykorlátozás tilalmáról http://www.gvh.hu//data/cms993325/Vj025_2010_m.pdf (Gazdasági Versenyhivatal Vj-025-009/2010. jelű határozata.) Letöltés ideje: 2014. május 10.
- http://www.ism.lt/mmrc/2009/T_Angelina%20Kedzierska%20Szczepaniak.pdf (Kędzierska-Szczepaniak A. *Risk Factors of Mergers and Acquisitions*.) Letöltés ideje: 2014. május 15.
- http://www.unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2013_en.pdf (World Investment Report) 2013. Letöltés ideje: 2014. május 03.

MELLÉKLETEK

1. melléklet: A mérleg tételeinek alakulása (ezer HUF) és százalékos változásai 2009-2012 között

Megnevezés	2009	2010 (A tranzakció éve)	2011	2012
Tárgyi eszközök	455 065	433 734	386 746	350 589
<i>Változás (előző év)</i>	-	-5 %	-11 %	-9 %
Értékpapírok	0	0	0	0
<i>Változás (előző év)</i>	-	-	-	-
Pénzeszközök	33 826	685 877	714 782	591 931
<i>Változás (előző év)</i>	-	1 928 %	4 %	-17 %
Pénztár, csekkek	24 329	42 479	34 254	43 482
<i>Változás (előző év)</i>	-	75 %	-19 %	27 %
Saját tőke	159 212	45 298	45 553	47 031
<i>Változás (előző év)</i>	-	-72 %	1 %	3 %
Hosszú lejáratú kötelezettségek	7 173	0	0	0
<i>Változás (előző év)</i>	-	-	-	-
Rövid lejáratú kötelezettségek	2 377 727	3 272 361	3 312 639	2 874 366
<i>Változás (előző év)</i>	-	38 %	1 %	-13 %
Rövid lejáratú kötelezettségek kapcsolt vállalkozással szemben	42 915	20 629	349 670	209 519
<i>Változás (előző év)</i>	-	-52 %	1 595 %	-40 %
Egyéb rövid lejáratú kötelezettségek	98 759	290 171	153 407	129 747
<i>Változás (előző év)</i>	-	194 %	-47 %	-15 %

Forrás: Saját számításon alapuló szerkesztés

2. melléklet: Az eredménykimutatás tételeinek alakulása (ezer HUF) és százalékos változásai 2009-2012 között

Megnevezés	2009	2010 (A tranzakció éve)	2011	2012
Értékesítés nettó árbevétele	13 049 115	17 395 026	17 174 548	16 186 923
<i>Változás (előző év)</i>	-	33 %	-1 %	-6 %
Anyagjellegű ráfordítások	12 014 517	16 177 731	16 039 737	15 262 310
<i>Változás (előző év)</i>	-	35 %	-1 %	-5 %
Személyi jellegű ráfordítások	1 304 078	1 726 490	1 433 726	1 291 812
<i>Változás (előző év)</i>	-	32 %	-17 %	-10 %
Egyéb bevételek	431 083	684 826	750 588	804 572
<i>Változás (előző év)</i>	-	59 %	10 %	7 %
Egyéb ráfordítások	104 958	128 620	129 031	176 031
<i>Változás (előző év)</i>	-	23 %	0,3 %	36 %
Fizetendő kamatok és kamattjell. ráf.	0	23 494	712	118
<i>Változás (előző év)</i>	-	-	-97 %	-83 %
Adófizetési kötelezettség	8 657	12 194	29 010	22 728
<i>Változás (előző év)</i>	-	41 %	138 %	-22 %
Adózott eredmény	24 625	53 966	259 755	201 478
<i>Változás (előző év)</i>	-	119 %	381 %	-22 %

Forrás: Saját számításon alapuló szerkesztés