

# ANALÝZA A RIADENIE VNÚTROHOLDINGOVÝCH TOKOV A TRANSFEROV

Šnircová Jana

## ABSTRAKT

Globálny trh motivuje k organizačnej koncentrácii miestne odlúčených podnikov do holdingu. Podniky tohto celku vstupujú do vzájomných vzťahov, ktoré spôsobujú početné vnútroholdingové transfery kapitálu. Finanční analytici hľadajú nové postupy, nástroje a metódy analýzy týchto transferov pre potreby finančného riadenia holdingov.

## ABSTRACT

The global market initiates an organizational concentration of locally separated companies into holding. Enterprises of this unit come into mutual relations which produce abundant inter-holding transfers of a capital. Financial analysts need to search some new procedures, tools and methods of analysis of these transfers for the holdings' financial management requirements.

## Úvod

Rast podnikov v ére globalizácie trhov nadobúda prevažne formu organizačnej koncentrácie, t.j. spájania miestne odlúčených podnikov do nového organizačného celku. Potreba pružnej reakcie na špecifické požiadavky zákazníkov zasa vyvoláva tendenciu spájania podnikov formou neúplnej koncentrácie, teda formou kontroly jedného subjektu nad iným bez straty právnej subjektivity kontrolovanej jednotky, ktorá takto môže bez obmedzení komunikovať s trhom. Rastie počet a potenciál transnacionálnych holdingov s dcérskymi podnikmi rozmiestnenými aj v desiatkach krajín na viacerých kontinentoch.<sup>1</sup>

Jednotné ekonomické riadenie vykonávané orgánmi materskej spoločnosti holdingu a efektívna spolupráca medzi podnikmi zoskupenia predpokladá intenzívne vnútroholdingové vzťahy. Intenzita vzťahov medzi jednotlivými subjektmi holdingu je determinovaná najmä typom holdingu, ako aj druhom a početnosťou jednotlivých subjektov, ktoré zoskupuje (dcérsky podnik, pridružený podnik, spoločný podnik).

## 1. Typy vnútroholdingových vzťahov a tokov

V zásade - bez ohľadu na typ holdingu - možno vnútroholdingové vzťahy klasifikovať do troch kategórií:

1. **právno-finančné vzťahy** – vyplývajúce z kapitálového podielu,
2. **technicko-obchodné vzťahy** - týkajúce sa zmluvných práv a foriem spolupráce s cieľom ťažiť z výhod koncentrácie prostriedkov, pričom popri dodávkach tovaru, výrobkov a služieb môže ísť aj o technologickú spoluprácu (ako sú napr. výhradné práva, koncesie, licencie, prenájom technických

---

<sup>1</sup> V roku 2003 napríklad predstavoval majetok 100 najväčších transnacionálnych korporácií hodnotu 8 023 miliónov USD, ich tržby dosahovali 5 551 miliónov USD a zamestnávali takmer 15 miliónov zamestnancov. Podľa World Investment Report 2005, s. 17. Zdroj: UNCTAD.

zariadení) a administratívnu spoluprácu (napr. využívanie spoločných oddelení v sídle holdingu, poskytovanie spoločných služieb, poskytovanie personálu a pod.) za príslušné poplatky či nájomné

3. **personálne vzťahy** - spočívajú na kontrole viacerých spoločností jednou osobou alebo skupinou osôb.

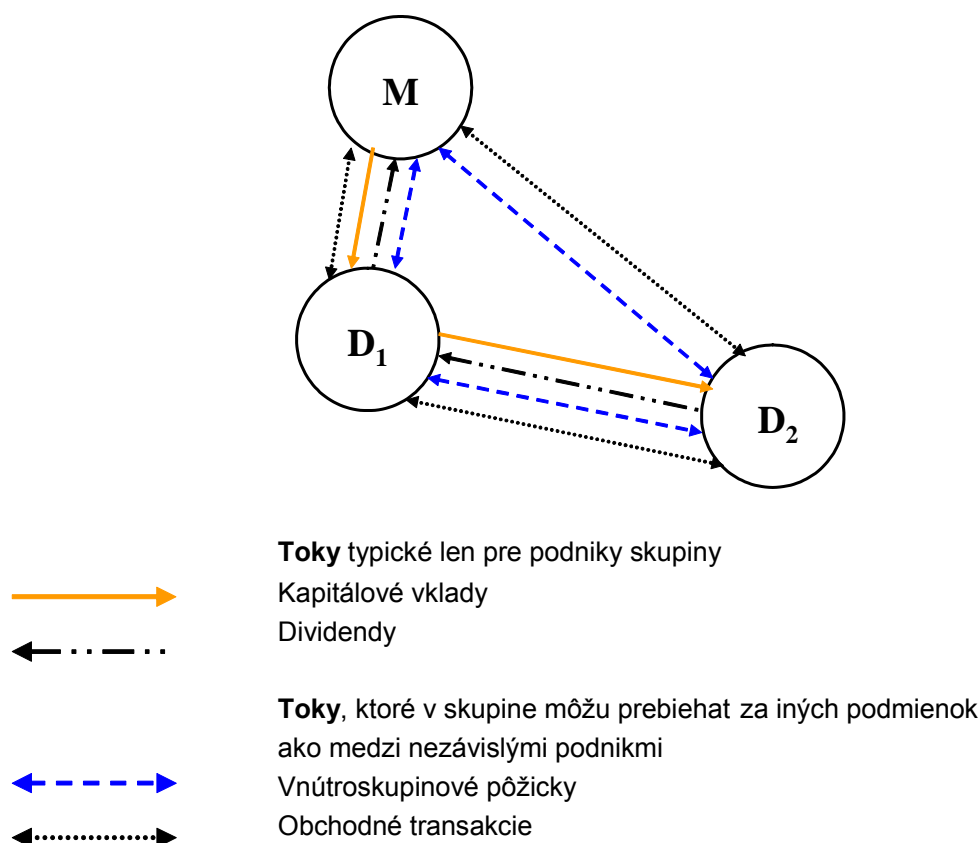
Spomínané vzťahy v holdingovom zoskupení sa prejavujú prostredníctvom tokov kapitálu medzi podnikmi zoskupenia (pozri aj obrázok 1). Pritom môžu vznikáť **len pre holding špecifické toky**:

- a) **Transakcie s majetkovými účasťami v rámci holdingu** – predstavujú kapitálové vklady do podnikov zoskupenia, sú orientované jednosmerne, od matky resp. na pokyn matky od jednej z jej dcér k vybraným podnikom holdingu, pritom sú neobmedzené v čase a v objeme,
- b) **Toky z titulu výplaty dividend** - vyplývajú z distribúcie čistého zisku dcérskej spoločnosti (resp. pridruženého podniku) smerom k bezprostrednej materskej spoločnosti v podobe jej finančných výnosov. Ich základnou nevýhodou je, že sú limitované výškou čistého zisku dcérskeho podniku, že k nim dochádza iba v presne určených periódach (prakticky raz ročne) a môžu byť nasmerované len od dcérskeho podniku k subjektom holdingu, ktoré vlastnia kapitálový podiel v ňom.

V podmienkach holdingu však aj **transakcie bežné medzi podnikmi môžu prebiehať za iných podmienok**. Máme na mysli najmä:

- a) **Interné pôžičky medzi podnikmi holdingu** - subjektom týchto vzťahov - v pozícii veriteľa či dlžníka – je ktorýkoľvek podnik zoskupenia, toky môžu vzniknúť v každej chvíli, môžu byť nasmerované ku ktorémukoľvek subjektu zoskupenia a ich objem je vo všeobecnosti neobmedzený, veriteľ získava za poskytnutú pôžičku od svojho dlžníka úroky, ktorých výška je určovaná politikou centra holdingu.
- b) **Obchodné transakcie** - vyplývajú z interných operácií nákupu a predaja výkonov medzi podnikmi zoskupenia, pričom materská spoločnosť má možnosť určovať dodávateľov a odberateľov podniku, určovať ceny obchodných transakcií a podmienky poskytovaného obchodného úveru, a tým ovplyvňovať finančné výsledky podnikov holdingu.

Prostredníctvom uvedených transakcií možno realokovať kapitál na miesto jeho nejefektívnejšieho využitia v rámci holdingového zoskupenia, čo sa považuje za jeden z hlavných motívov zakladania holdingov a nástrojov dosahovania synergického efektu v tejto forme podnikania. Pokiaľ sa tieto vnútroholdingové transakcie realizujú za iných podmienok ako transakcie voči nezávislým subjektom (najmä ceny, platobné podmienky, mena transakcií), dochádza k transferu ziskov medzi podnikmi skupiny, hovoríme o tzv. vnútroholdingových transferoch.



Obrázok 1: Typy vnútroholdingových tokov

## 2. Zdroj informácií pre analýzu a riadenie vnútroholdingových tokov a transferov

Existencia vnútroholdingových vzťahov a tokov je nesporná, získanie informácií o podmienkach, za ktorých prebiehajú, je však problematické. **Externé subjekty vrátane menšinových vlastníkov podnikov holdingu majú len obmedzený – selektívny prístup k zdrojom finančných informácií**, je im dostupná len individuálna účtovná závierka daného podniku a prípadne konsolidovaná účtovná závierka za holding ako celok.

V individuálnej účtovnej závierke podnikov holdingu sú údaje o vnútroholdingových transakciách vykazované vo výkazoch spoločne s transakciami voči tretím subjektom. Povinnosť vykazovať o transakciách so spriaznenými osobami v poznámkach k účtovnej závierke dokáže upozorniť používateľa tejto účtovnej závierky na existenciu vnútroholdingových tokov, neposkytuje však dostatočné informácie pre ich analyzovanie. Ani prístup ku konsolidovanej účtovnej závierke za holding ako celok nerieši informačné potreby tejto skupiny subjektov, nakoľko v konsolidovanej účtovnej závierke sú práve všetky vnútroholdingové transakcie konsolidačnými operáciami eliminované.

Zdrojom informácií o vnútroholdingových transakciách sú potom práve údaje zhromažďované pre potreby konsolidácie z jednotlivých podnikov zoskupenia. Tieto sú prístupné len obmedzenému okruhu subjektov – manažérom, príp. majoritným vlastníkom materskej spoločnosti holdingu. Práve tieto údaje v centralizovanom type manažment-holdingov môžu slúžiť na analýzu a riadenie vnútroholdingových tokov a transferov.

### **3. Analýza a riadenie pohľadávok a záväzkov z obchodných transakcií v podmienkach holdingu**

Objektom záujmu finančnej analýzy ako nástroja finančného riadenia v podmienkach holdingu môžu byť aj vnútroholdingové transakcie medzi podnikmi zoskupenia.<sup>2</sup> Najpočetnejšie a najbežnejšie vnútroholdingové transakcie predstavujú nákup a predaj výkonov medzi podnikmi zoskupenia. Určovanie cien v týchto obchodných transakciách má priamy dopad na zisky zainteresovaných podnikov, preto snaha o transfery zisku najmä cez hranice štátov naráža na daňovú legislatívu (problematika transferového oceňovania). Aj určovanie platobných podmienok vo vnútroholdingových transakciách však môže byť významným nástrojom realokácie kapitálu v holdingu, aj nástrojom riadenia likvidity jeho jednotlivých právnych subjektov, teda zabezpečenie platobnej schopnosti každého podniku skupiny pri minimalizácii nákladov a rizika platobnej neschopnosti. Oproti priamym transferom zisku formou diferencovaných cien medzi závislými osobami má výhodu v tom, že nepodlieha legislatívnym daňovým obmedzeniam a je aj ťažko dokázateľné zo strany menšinových vlastníkov zainteresovaných podnikov.

V snahe určovať platobné podmienky vo vnútroholdingových transakciách je potrebné riadiť pohľadávky a záväzky podnikov zoskupenia. Predpokladom ich analýzy, kontroly a riadenia na úrovni holdingu je kvantifikácia ich lehôt viazanosti v členení na vnútroholdingové a externé (voči tretím subjektom). To si vyžaduje špecifické informačné zdroje – podklady z procesu konsolidácie. V individuálnych účtovných závierkach týchto podnikov totiž nie sú tieto pohľadávky a záväzky a k nim prislúchajúce výnosy a náklady oddelené.

Pre potreby účtovnej konsolidácie vzájomných pohľadávok/záväzkov a výnosov/nákladov sa bežne v praxi zostavujú nasledujúce tabuľky vnútroholdingových transakcií:

---

<sup>2</sup> O iných cieľoch finančnej analýzy v podmienkach holdingu pozri napríklad Šnircová, J. 2006. Osobitosti merania a riadenia výkonnosti v podmienkach holdingu. In: Nová teória ekonomiky a managementu organizácií. Sborník s mezinárodní vědecké konference. Praha, október 2006.

Prehľad konsolidovaných nákladov a výnosov k súvahovému dňu

Obrázok 5

		M	N	D1	D2	D3	D4	D5	...	SPOLU
			V							
M	V			600	50700	40650	40110	386620	...	890600
	N			15000	187420	0	170330	0	...	564381
D1	V	15000			0				...	15000
	N	600			400				...	1000
D2	V	187420		400		28700			...	315051
	N	50700		0		0			...	59520
D3	V	0			0		0	30360	...	150578
	N	40650			28700		36000	0	...	124290
D4	V	170330				36000		78540	...	284870
	N	40110				0		0	...	58763
D5	V	0				0	0		...	0
	N	386620				30360	78540		...	565520
:		:		:	:	:	:	:	:	:
SPOLU		564381		1000	59520	124290	58763	565520	...	2207660
		890600		15000	315051	150578	284870	0	...	2207660

Poznámka: Na ukážku sú z niekoľkočlenného holdingu vybrané len materský podnik (M) a 5 dcérskych podnikov (DP) a ich vzájomné výnosy (V) a náklady (N).

Prehľad konsolidovaných pohľadávok a záväzkov k súvahovému dňu

Obrázok 6

		M	Z	D1	D2	D3	D4	D5	...	SPOLU
			P							
M	P			9400	13900	6800	15000	19400	...	149642
	Z			18964	34634	3638	42850	0	...	133962
D1	P	18964							...	18964
	Z	9400							...	9400
D2	P	34634				0			...	34634
	Z	13900				6932			...	21892
D3	P	3638			6932		0		...	42203
	Z	6800			0		260		...	11060
D4	P	42850				260		1279	...	44457
	Z	15000				0		0	...	20433
D5	P	0					0		...	5820
	Z	19400					1279		...	20679
:		:		:	:	:	:	:	:	:
SPOLU		133962		9400	21892	11060	20433	20679	...	363497
		149642		18964	34634	42203	44457	0	...	363497

Poznámka: Na ukážku sú z niekoľkočlenného holdingu vybrané len materský podnik (M) a 5 dcérskych podnikov (DP) a ich vzájomné pohľadávky (P) a záväzky (Z).

Na základe týchto tabuliek možno:

- ✓ vyhodnocovať podiel jednotlivých podnikov skupiny na vnútroskupinových transakciách, teda potenciál pre presuny kapitálu v skupine,

- ✓ predpokladať mieru závislosti podniku na skupine – podľa podielu vnútroholdingových položiek na celkovom objeme položky,
- ✓ analyzovať lehoty viazanosti kapitálu presúvaného medzi podnikmi skupiny v obchodných transakciách – analýza doby splatnosti pohľadávok a záväzkov – s využitím tradičných finančných pomerových ukazovateľov aktivity.<sup>3</sup>

Práve posledne menovanú aplikáciu pre potreby riadenia pohľadávok a záväzkov v holdingu budeme prezentovať na príklade (vstupné informácie sú získané z vyššie uvedených konsolidačných tabuliek vzájomných nákladov/výnosov a pohľadávok/záväzkov).

Tabuľka 1

**Priemerné doby inkasa pohľadávok matky od dcérskych podnikov**

Podnik	KP matky	KV matky	DIP	Rozdiel DIP a priem.DIP
D1	9400	600	5640	5580
D2	13900	50700	99	38
D3	6800	40650	60	0
D4	15000	40110	135	74
D5	19400	386620	18	-42
:	:	:	:	:
<b>Priem.DIP</b>	<b>149642</b>	<b>890600</b>	<b>60</b>	<b>0</b>

Kým priemerná doba inkasa pohľadávok matky voči svojim dcérskym podnikom v rámci celého holdingu je 60 dní, medzi jednotlivými dcérskymi podnikmi sú výrazné disproporcie (informuje o nich posledný stĺpec tabuľky). Kým DP5 matke musí zaplatiť už za 18 dní, od DP4 je matka ochotná čakať na inkaso až 135 dní a od DP1 dokonca až 5640 dní.

Tabuľka 2

**Priemerné doby úhrady záväzkov matky voči dcérskym podnikom**

Podnik	KZ matky	KN matky	DÚZ	Rozdiel DÚZ a priem.DÚZ
D1	18964	15000	455	370
D2	34634	187420	67	-19
D3	3638	20218	65	-21
D4	42850	170330	91	5
D5	0	0	0	-85
:	:	:	:	:
<b>Priem.DÚZ</b>	<b>133962</b>	<b>564381</b>	<b>85</b>	<b>0</b>

Matka v priemere spláca záväzky svojim dcérskym podnikom za 85 dní, uplatňuje však tiež diferencovanú politiku splácania: u vybraných podnikov sa doby splatnosti záväzkov pohybujú od 65 do 455 dní.

Tabuľka 3

<sup>3</sup> Presnejšie hodnoty ukazovateľov aktivity by sme dosiahli pri použití priemerných stavov pohľadávok a záväzkov.

### Priemerné DIP a DÚZ v skupine a mimo skupinu

Podnik	DIP <sub>vs</sub>	DIP <sub>ext</sub>	DÚZ <sub>vs</sub>	DÚZ <sub>ext</sub>
M	60,49	49,15	85,45	74,98
D1	455,14	93,87	3 384,00	87,16
D2	39,58	68,12	132,41	65,50
D3	100,90	59,37	32,03	56,32
D4	56,18	26,60	125,18	43,36
D5	0,00	31,51	13,16	48,81
:	:	:	:	:
<b>Priem.DIP/DÚZ</b>	<b>59,27</b>	<b>50,23</b>	<b>59,27</b>	<b>66,95</b>

Celkový prehľad lehôt splatnosti za holding v členení na vnútroholdingové a externé transakcie (tabuľka 3) umožňuje manažmentu materskej spoločnosti holdingu sledovať dva ciele:

1. **Vnútroholdingové doby splatnosti (DIP<sub>vs</sub> a DÚZ<sub>vs</sub>) sú nástrojom realokácie kapitálu na miesto jeho potreby v holdingu** – centrum holdingu posúvaním lehôt splatnosti odoberá alebo naopak ponecháva podniku k dispozícii vnútroholdingový kapitál.
2. Doby splatnosti z externých transakcií (DIP<sub>ext</sub> a DÚZ<sub>ext</sub>) sú nástrojom kontroly pozície jednotlivých podnikov v riadení svojich pohľadávok a záväzkov voči externým subjektom, nakoľko táto priamo determinuje výsledok prezentovaný v KÚZ za holding ako celok (pri metóde úplnej konsolidácie sú pohľadávky, záväzky, náklady aj výnosy dcérskych podnikov voči externým subjektom agregované do konsolidovanej účtovnej závierky).

V našom príklade tak môžeme vidieť, že doby splatnosti pohľadávok a záväzkov v rámci holdingu sa vyrovnávajú na priemernej úrovni 60 dní, pričom ale v holdingu existujú podniky, ktoré využívajú cez tento nástroj riadenia vnútroholdingový kapitál (v rámci holdingu inkasujú skôr ako splácajú), naopak DP3 pomáha cez tento nástroj financovať ostatné podniky zoskupenia, keď im spláca záväzky za 32 dní, ale na inkaso svojich pohľadávok musí čakať až 100 dní. Doby splatnosti z externých transakcií určujú obraz o pozícii holdingu ako celku voči veriteľom a dlžníkom prezentovaný v konsolidovanej účtovnej závierke: holding inkasuje pohľadávky v priemere za 50 dní, ale spláca záväzky až za takmer 67 dní. Tento z pohľadu financovania holdingu pozitívny výsledok je dosiahnutý najmä zásluhou M, DP4 a DP5. Ostatné dcérske podniky získali v externých pohľadávko-záväzkových vzťahoch opačnú pozíciu, na inkaso svojich pohľadávok čakajú o niečo dlhšie ako sami splácajú svoje záväzky.

### Záver

Stanovenie diferencovaných platobných podmienok vo vnútroholdingových transakciách je jedným z nástrojov realokácie kapitálu v rámci holdingu s nepriamym dopadom na zisk podnikov (cez cenu alternatívneho zdroja financovania) a súčasne nástrojom riadenia likvidity podnikov holdingu. Účelné využívanie tohto nástroja vo finančnom riadení holdingu predpokladá informovanosť manažmentu o lehotách splatnosti vnútroholdingových pohľadávok a záväzkov. Mať pod kontrolou obraz

o finančnej pozícii holdingu prezentovaný v konsolidovanej účtovnej závierke zasa predpokladá riadiť a kontrolovať skutočné lehoty splatnosti pohľadávok a záväzkov voči tretím osobám realizované dcérskymi podnikmi ako samostatnými právnymi subjektmi. Pre oba ciele finančného riadenia je možné využiť klasické nástroje finančnej analýzy, informačné zabezpečenie si však vyžaduje relevantné údaje z procesu konsolidácie.

## **LITERATÚRA**

1. Richard, J. 1989. Analyse financiere des groupes. In: Encyclopedie de gestion. Paris : Economica, 1989
2. Šnircová, J. 2006. Osobitosti merania a riadenia výkonnosti v podmienkach holdingu. In: Nová teorie ekonomiky a managementu organizací. Sborník s mezinárodní vědecké konference. Praha, október 2006
3. Zalai, K. a kol. 2007. Finančno-ekonomická analýza podniku. 5. dopl. Vyd. Bratislava : Sprint, 2002. ISBN 978-80-8908574-3
4. World Investment Report 2005. Zdroj: UNCTAD

## **KONTAKT**

**Doc. Ing. Jana Šnircová, PhD.**  
**Docent na Katedre podnikových financií FPM**  
**Ekonomická univerzita v Bratislave**  
**Dolnozemska 1/b**  
**852 35 Bratislava**  
**Tel.: 02/672 95 658**  
**E-mail: snircova@euba.sk**