Finanční due diligence[#]

*Jekaterina Šmídová**

Úvod

Svět podnikání se mění a vyvíjí spolu s okolním světem. Jedním z dlouhodobých trendů tohoto vývoje je nárůst transakcí s podniky. Jejich počet jde do desítek tisíc a částky se šplhají k trilionům eur. Jedná se ovšem o tradiční obchodní transakce, kde na jedné straně stojí kupující a na druhé straně prodávající. Důsledkem postavení těchto subjektů je informační asymetrie, jejíž vinou až 80 % uskutečněných transakcí skončí neúspěchem nebo nepřináší benefity v očekávané výši. Vzhledem k tomu, že se podnikové kombinace uskutečňují za vysoké částky, musí být kladen velký důraz na vyrovnání informační asymetrie ještě ve fázi samotného rozhodnutí o uskutečnění této transakce. Nástrojem, který pomáhá kupujícímu překonat nedostatek informací o předmětu koupě, je tzv. due diligence.

Cílem článku je odpovědět na otázky:

1. Co je podstatou procesu finančního due diligence?
2. Jaké jsou problémové okruhy účetních výkazů, především rozvahy, které jsou pro finanční due diligence používány?
3. Jaké úpravy výkazů je třeba provést pro správné vyhodnocení cílové společnosti?

Pojem due diligence

Pojem due diligence pochází z amerického obchodního práva, kde se používá v oblasti uzavírání obchodních smluv. Jeho překlad jako „obvyklá péče“ se dá uchopit ve smyslu stanovení určitého standardu při transakci, komplexní prověrky nebo hloubkové kontroly.

Nástroj due diligence se nejčastěji používá při fúzích a akvizicích pro vyrovnání informačního nesouladu mezi stranou kupující a prodávající. Due diligence může plnit několik funkcí:

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu Fakulty financí a účetnictví VŠE v Praze, který je realizován v rámci institucionální podpory VŠE IP100040.

^{*} Ing. Jekaterina Šmídová – doktorandka; Katedra finančního účetnictví a auditingu, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <xboye01@vse.cz>.

- a) Prověrka společnosti.
- b) Nástroj pro stanovení nebo obhajobu ceny transakce.

Transakce s podniky vyžadují velké investice s poměrně vysokým stupněm rizika. Prvotní zájem kupující strany na uskutečnění transakce je založen na externě dostupných informacích o cílové společnosti popřípadě na informacích, obsažených v nabídce, zaslané cílovou společností. V rámci procesu prověrky se testuje spolehlivost prezentovaných informací a jejich budoucí dosažitelnost. Hledají se potenciální rizika, skryté závazky, testují se možné vývojové scénáře apod. Cílů a důvodů pro fúze a akvizice je nesčetné množství, jako příklady můžeme uvést dosažení určitého podílu na trhu, získání databáze zákazníků, značek a know-how, synergie, daňové důvody a mnoho dalších.

Jak uvádí Howson (2003), due diligence vyhodnocuje cílovou společnost z obchodního, finančního a právního pohledu. Účelem je lépe porozumět podnikání cílové společnosti, potvrdit, že skutečně přináší to, co je předmětem koupě, objevit rizika transakce podpořit závěrečná jednání o předmětu koupě a v neposlední řadě pomoci s plánováním transakční integrace.

Cena cílové společnosti se často odvíjí od ukazatelů, které jsou odvozeny z účetních podkladů. Například cena může být stanovena jako x násobek zisku před úroky odpisy a zdaněním při určité úrovni čistého dluhu a pracovního kapitálu. Cílem due diligence je najít všechny zkreslující, jednorázové a mimořádné položky, které tento ukazatel nesprávně navyšují a tím otevřít prostor pro jednání a snížení ceny transakce pro kupujícího.

Cílem due diligence je vytvořit tzv. bezpečnostní síť (safety net), která ochrání jak prodávajícího, tak i kupujícího, nikoliv hledání kostlivců, které by vedly ke zrušení transakce

Proces due diligence

Je na místě začít popis procesu due diligence definicí účastníků, kteří jsou do něj zapojeni. Na jedné straně je zadavatel prověrky. Tím může být jak strana kupující, tak i strana prodávající. V případě, kdy objednatelem due diligence je společnost, která hledá zájemce o sebe sama, bude se jednat o vendor due diligence. Proces se pak poměrně liší od prověrky, kdy zadavatelem je zájemce o koupi cílové společnosti. Dalším účastníkem prověrky je samotná kontrolovaná společnost. Kontrolovanou společností může být jak zadavatel v případě vendor due diligence, tak i cílová společnost. Mezi zadavatelem a prověřovanou společností stojí due diligence tým, který se skládá z širšího okruhu odborníků na různé oblasti a to dle rozsahu sjednané práce a požadavků zadavatele. Dalšími účastníky procesu mohou být financující banky, spolupracující pojišťovny atd.

Proces due diligence začíná stanovením jejího rozsahu. Jedná se o jednu z nejdůležitějších fází. V jejím průběhu dochází k pochopení charakteru podnikání a podnikatelského prostředí cílové společnosti. Jak ukazuje praxe, nesmí se podcenit ani diskuze se zadavatelem ohledně cílů pořízení společnosti. Zjištění a pochopení záměrů investora usnadní proces plánování due diligence a vytýčení hlavních oblastí zaměření.

V dalším kroku se tým due diligence zaměřuje na výběr vhodných informačních zdrojů. Dostupnost, objem a kvalita zdrojů ve velké míře závisí na velikosti a typu cílové společnosti. Dostupnost informací závisí i na aktuální fázi jednání mezi kupujícím a prodávajícím (Lajoux – Elson, 2010). Požadovaným podkladům je věnována další část tohoto článku.

Po identifikaci a obdržení potřebných podkladů začíná samotná prověrka, která zjišťuje, zda cílová společnost naplňuje předpoklady investora, na základě kterých byla učiněna prvotní nabídka. Dále se prověřují podstatné faktory, které mohou mít vliv na stanovení kupní ceny.

Závěrem práce due diligence týmu je zpráva, která obsahuje veškerá zjištění, analýzy a doporučení, která se zjistila v rámci prověrky. Některé poradenské společnosti, které se podílejí na due diligence, přikládají ke zprávě i tzv. databook což je soubor obsahující výpočty a kalkulace. V dalších kapitolách článku jsou popsány nejčastěji používané úpravy účetních údajů, které slouží pro zpracování analýz a odvození odpovědi na stanovené cíle due diligence.

Požadované podklady

Každá cílová společnost je specifická a každé due diligence je jedinečné, proto není možné vytvořit striktní soupis požadovaných dokumentů pro provedení prověrky. Ovšem v knize Rosenblooma (2010) najdeme přehled podkladů, které je třeba vyžadovat od cílové společnosti. Tento seznam může posloužit jako dobré vodítko pro due diligence týmy. Základem finančního due diligence jsou účetní výkazy za všechna hodnocená období. Pro podrobnější informace se předkládá finanční reporting aspoň za poslední tři roky. Pokud společnost má dceřiné podniky, je třeba se podívat i na jejich výkazy. Management by měl připravit i reporty výnosů v členění dle předmětu činnosti a dle největších odběratelů. Dalším významným zdrojem informací je obratová předvaha, která se vyžaduje minimálně za běžné období. Vztahy s bankami hrají čím, dal tím větší roli v životě podniku. Proto je třeba vyžádat seznam bankovních účtů včetně jejich typů a seznamu oprávněných osob. Ideální je vyžádat i potvrzení od banky k těmto účtům. Na to navazuje vyžádání bankovních výpisů za poslední měsíc všech sledovaných období a měsíční výpisy běžného roku. Pro pochopení čísel ve výkazech, je třeba se seznámit s účetní politikou cílové společnosti a pochopit odepisování, oceňování, limity pro zařazení do dlouhodobého majetku atd. Tým due diligence se musí seznámit se všemi auditorskými zprávami. A to

nejen z povinných auditů, ale i z dobrovolných. Případně vyžádat závěry a reporty interních auditorů. Je potřeba se podívat do plánů a výhledů. Vyžadují se všechny plánované výkazy: rozvaha, výsledovka, výkaz o peněžních tocích. Doporučuje se vyžadovat výsledovku na měsíční bázi. Předložené plány se následně porovnají se skutečností a na základě jejich dodržení se vyhodnotí opodstatněnost a splnitelnost předpokladů na další léta. Dále by management měl předložit seznam mimobilančních závazků. Hůře kontrolovatelné a neochotně předkládané jsou interní dokumenty typů dopisů a zpráv finančních a ekonomických pracovníků pro management. Ovšem právě z těchto interních zpráv se dají zjistit velice zajímavé a přínosné informace. Podstatná je i daňová oblast. Due diligence tým se musí seznámit s veškerými daňovými přiznáními za období, za která je ještě v souladu s právními předpisy možná kontrola ze strany finančního úřadu. Zjištěné informace se musí vyhodnotit nejen na základě správnosti dle daňových zákonů, ale i dle souladu s údaji zaznamenanými v účetnictví (např. cílová společnost vlastní budovy, proto by měla odvádět daň z nemovitosti apod.) Due diligence týmu by měla být předložena i veškerá podstatná korespondence, která probíhala mezi cílovou společností a finančními úřady. V rámci daňových kontrol je třeba si vyžádat veškerou dokumentaci související se mzdami a mzdovými odvody. Tým due diligence by měl rovněž obdržet seznam akcionářů a jejich změny za poslední roky. Další podstatnou informací, kterou je třeba vyžádat, je seznam významných nákladů, které se uskutečnily v předchozím a v běžném roce, ovšem mají povahu jednorázového nákladu a nebudou se opakovat. Je třeba si vyžádat seznam smluv s hlavními dodavateli a přehled plateb, jak uskutečněných, tak i těch které se očekávají. Management musí připravit seznam neuhrazených pohledávek, roztrždit je dle data splatnosti a uvést jejich kvalitu. Tým due diligence by si měl vyžádat seznam majetku, vlastnický vztah cílové společnosti k tomuto majetku a odpisové plány. Dále jsou třeba soupisy investic, které jsou v procesu pořízení, ovšem jejich dokončení proběhne až po uzavření transakce mezi kupující a cílovou společností.

Výše popsaný přehled je spíše vodítkem pro due diligence týmy a v žádném případě nepokrývá celý seznam potřebné dokumentace. Při provádění šetření se tým nemůže spokojit pouze s čísly a předloženou dokumentací. Je třeba organizovat pohovory a managementem a zaměstnanci společnosti. Ne vždy by se mělo jednat pouze o formální setkání. Často nejpřínosnější informace jsou získané při neformálních setkáváních a rozhovorech.

Finanční due diligence

Pro většinu kupujících je prozkoumání účetních výkazů nejdůležitějším bodem celého procesu nabytí podniku. Tvrdá čísla, která jsou v nich uvedena, jsou záchytným bodem, který může hodně vypovědět o firmě, jejím finančním zdraví a možnostech budoucího vývoje. Informace jsou získávány z klasických

účetních výkazů: rozvahy, výkazu zisku a ztráty, výkazu cash flow a výkazu o změnách vlastního kapitálu. V návaznosti na zjištěné informace se provádí další šetření, které může vyžadovat např. předložení smluv, pohovory s managementem atd.

Při prověřování hmotných aktiv musí kupující zaměřit svoji pozornost na jejich skutečnou hodnotu. Primárně by se měl zabývat aktivy, které jsou používána pro hlavní podnikatelskou činnost. Podstatná je nejenom jejich reálná hodnota, ale i způsob financování. Dále je hodnota majetku často klíčovým faktorem pro banky, pokud jej využívají jako zástavu za poskytnutý úvěr. Reálná hodnota nemusí být vždy nižší, než historická cena. Například u pozemků a atraktivních budov se cena neustále zvyšuje, rozvaha pak obsahuje tzv. skrytou rezervu; to ve svém důsledku může navýšit cenu transakce.

V dalším kroku se tým due diligence podívá na hodnotu majetku, který není používán pro hlavní předmět činnosti. Skutečné hodnoty mohou být nižší, protože nejde o zdroj tvořící hodnotu. Ovšem musí se brát ohled na zastarání a nutnost oprav, které mohou navyšovat hodnotu čistého dluhu

Pro provedení výše zmíněných kroků se využívají i některé finanční ukazatele, jež uvádějí např. Knápková – Pavelková (2013). V oblasti rozvahy se setkáme s výpočtem a interpretací následujících ukazatelů:

- Běžná likvidita – ukazuje nám poměr oběžných aktiv a krátkodobých závazků. Tzn. kolikrát je podnik schopen pokrýt své krátkodobé závazky oběžnými aktivy. Jeho doporučená hodnota se pohybuje v rozpětí 1,8-2,5. S jeho růstem klesá riziko platební neschopnosti.
- Zadluženost – udává poměr vlastních a cizích zdrojů. Určitá míra zadluženosti je pro podnik užitečná a výhodná.
- Čistý pracovní kapitál – oběžná aktiva minus krátkodobé závazky. Ukazatel nám říká, kolik aktiv v podniku zůstane po úhradě krátkodobých závazků a vypovídá o efektivnosti finančního řízení.
- Pohotovostní likvidita – ukazuje krytí krátkodobých závazků likvidními krátkodobými aktivy. Tedy jedná se o poměr oběžných aktiv vyjma zásob ke krátkodobým závazkům.

Ve výsledovce sledujeme poměry následujících veličin:

- Příspěvek na úhradu (Contribution margin) – vypočítá se jako rozdíl celkových výnosů z produktů a jeho variabilních nákladů. Jedná se o podstatné kritérium při rozhodování o ceně produktu a jeho budoucnosti. Často se využívá modifikace tohoto ukazatele na jednotku produkce.
- Obchodní marže – jedná se o rozdíl nákladů a výnosů na prodané zboží.
- *EBITDA* (výsledek hospodaření před úroky, odpisy a zdaněním), *EBIT* (výsledek hospodaření před úroky a zdaněním), *EBT* (výsledek

hospodaření před zdaněním) a z nich odvozené ukazatele jako krytí úroků z *EBIT*, poměr *EBIT* k tržbám apod. Ukazatel *EBITDA* je považován za nejdůležitější kritérium při hodnocení předmětu finančního due diligence, proto mu bude věnována pozornost v následujícím textu.

Dále dle charakteru hodnoceného podniku a požadavků zadavatele due diligence se mohou využít i další finanční ukazatele jako P/E - poměr tržní ceny akcie k ročnímu zisku na akcii, EPS – čistý zisk na akcii, doba návratnosti atd.

Ukazatel *EBITDA* je spolu s ukazatelem čistého pracovního kapitálu a čistého dluhu součástí kalkulace prodejní ceny cílové společnosti. *EBITDA* se vypočte:

$$\begin{aligned} EBITDA = & \text{výnosy} - \text{náklady} \\ & + \text{odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku} \\ & + \text{pravidelně se opakující úroky} \\ & + \text{daň z příjmů právnických osob.} \end{aligned}$$

Umožňuje meziroční porovnání a vyhodnocení výkonnosti. Hodnota firmy je pak stanovena jako x násobek upraveného ukazatele a je základem pro cenová vyjednávání při koupi podniku. Následující tabulka na hypotetickém příkladu uvádí možnost odvození ukazatele *EBITDA* a strukturování údajů z výkazu zisku a ztráty pro potřeby analýzy, prováděné v rámci due diligence.

Tab. 1: Transformace struktury výkazu zisku a ztráty pro potřeby due diligence v tis. Kč

	2010	2011	2012	Složená roční míra růstu 2012/2010 (%)
Výnosy	850 000	740 000	1 600 000	37,2
Spotřeba materiálu a energii	-250 000	-230 000	-410 000	26,0
Služby	-100 000	-125 000	-150 000	22,5
Osobní náklady	-410 000	-245 000	-820 000	41,4
Ostatní provozní výnosy / náklady	-500	-3 500	-5 000	216,2
EBITDA	89 500	136 500	215 000	55,0
Odpisy	-40 000	-30 000	-35 000	-6,7
EBIT	49 500	106 500	180 000	90,7
Úroky	6 000	70 000	-5 000	Nelze vypočítat
Ostatní čisté finanční výnosy / náklady	-3 000	800	1 700	Nelze vypočítat
EBT	52 500	177 300	176 700	83,5

	2010	2011	2012	Složená roční míra růstu 2012/2010 (%)
Mimořádné výnosy / náklady	-7 000	-17 000	-25 000	89
Daň z příjmu	-3 000	3 000	-500	-59,2
Čistý výsledek hospodaření po zdanění	42 500	163 300	151 200	88,6
<i>Meziroční změna výnosů v %</i>	6,3	-12,9	116,2	329,5 p. b.
<i>Meziroční změna EBITDA v %</i>	-55,3	52,5	57,5	Nelze vypočítat
<i>EBITDA marže (%)</i>	5,8	14,4	11,3	39,6 p. b.
<i>Spotřeba materiálu a energií jako % z výnosů</i>	48,2	33,1	51,3	3,2 p. b.
<i>Náklady na služby jako % výnosů</i>	29,4	31,1	25,6	-6,7 p. b.
<i>Osobní náklady jako % výnosů</i>	11,8	16,9	9,4	-10,8 p. b.

Vysvětlivka: p. b. = procentní body. Zdroj: vlastní výpočty.

Jak je patrné z výše uvedené tabulky, ukazatel *EBITDA* je stanoven na základě účetních dat a je třeba prozkoumat správnost a relevantnost těchto údajů. Na základě zjištěných skutečností se provádí úprava původní *EBITDA*, která je předložena manažery. Začíná se rozvahou. Postupně jsou rozebrány složky všech kategorií aktiv a pasiv, následně je analyzována výsledovka. Podrobnější informace o jednotlivých účetních výkazech a jejich položkách uvádí mimo jiné Kovanicová (2012). V následujícím textu budou popsány základní body, na které se tým due diligence zpravidla soustředí při analýze rozvahy společnosti.

Pro správné provedení analýzy je třeba si připomenout kritéria členění dlouhodobého majetku. Ten se člení na dlouhodobý hmotný, dlouhodobý nehmotný a dlouhodobý finanční majetek. Dlouhodobý hmotný majetek můžeme následně rozdělit na nemovitý, movitý a drobný.

Při analýze nemovitého majetku začíná tým due diligence kontrolou vlastnických práv. Jsou vyžádány výpisy z katastru nemovitostí. Výpis nám poskytne nejenom informace o vlastníkovi, ale také o veškerých omezeních, jako jsou věcná břemena, zástavní práva atd. Zjištěné skutečnosti mohou mít vliv na úpravu kupní ceny. Následně se musí vyhodnotit skutečná hodnota získávaných nemovitostí. Po vyžádání odpisového plánu se dá vypočítat procento odepsanosti majetku. V případě budov se vyhodnotí jejich skutečný technický stav a potřeby nákladných oprav v nejbližší budoucnosti. Často nastává situace, že před prodejem podniku management ve snaze vylepšit finanční výsledky, začíná šetřit náklady na opravu a údržbu. Tím pádem se tento závazek přesouvá na nabyvatele. Ovšem nemusí se jednat pouze o zjištění negativně ovlivňující hodnotu cílové společnosti. Může nastat situace, kdy skutečná hodnota nabývaných nemovitostí je vyšší, než účetní, pak vzniká tzv. skrytá rezerva, která může mít kladný vliv na kupní cenu.

V případě movitého majetku se tým due diligence v první řadě zajímá o jeho skutečný stav, zda reálné opotřebení odpovídá stavu v účetnictví. Při zjištění významných odchylek jsou navrženy opravné položky nebo vyřazení majetku. V případě, že došlo k prodeji majetku, je třeba vyhodnotit, jestli se jednalo o běžnou činnost. Pokud ne, musí se provést úprava ukazatele *EBITDA*.

Drobný dlouhodobý majetek musí být analyzován důkladně. I přesto, že se jedná o majetek nižších hodnot, v souhrnu může jít o významné částky. Vymezení drobného majetku najdeme ve vyhlášce 500/2002 Sb., která jej vymezuje jako o majetek s dobou použitelnosti nad 1 rok. Cenovou hranici si účetní jednotka stanoví sama. Nejčastěji se použije částka 40 000 Kč, která je stanovená daňovými zákony pro zařazení položky do majetku. Majetek, který nedosáhne této hranice, je účtován rovnou do nákladů a měl by být veden v podrozvahové evidenci. Náklady vynaložené na nákup drobného majetku zkreslují hodnotu *EBITDA*, proto se musí provést jeho úprava.

Dlouhodobý nehmotný majetek je velice rozmanitý. Může se jednat jak o software, tak i o obchodní značky a případně i výzkum a vývoj. V závislosti na struktuře nehmotného majetku je třeba účast různých odborníků při provádění due diligence. Například asistence právníků pro ověření vlastnictví domén, obchodních značek, licencí atd., anebo specialistů na oceňování podobných typů aktiv. Právě nehmotná aktiva jsou často důvodem koupe podniku (obchodní značka, databáze klientů apod.), a proto by jim měla být při provádění due diligence věnována zvláštní pozornost.

Dlouhodobý finanční majetek je třeba analyzovat v závislosti na jeho charakteru. Nejčastěji se setkáme s podíly v ovládaných a řízených osobách. V tomto případě tým due diligence zkoumá metodu ocenění podílu a její opodstatněnost. V případě zjištění pochybnosti se ocenění přepočítá s dopadem na *EBITDA*. V rámci změny oceňovací metody se provede analýza hospodaření dceřiných společností.

Následuje analýza oběžných aktiv. Pokud se budeme držet likvidnosti, začneme zásobami. Míra věnované pozornosti je závislá na významnosti zásob pro podnik. Významnost se dá stanovit jak oborem podnikání, tak i jejich podílem na bilanční sumě. Pokud se jedná o položku, která váže výrazné množství finančních prostředků, zabýváme se celým procesem: počínaje získáním zásob, přes skladování a použití, popř. prodej. Sledujeme vývoje nákupních cen, dostupnost a závislost na určitých dodavatelích. Je třeba vyžádat smlouvy s dodavateli a zjistit dobu jejich platnosti a sjednané podmínky. Například může nastat situace, kdy sjednané ceny surovin nebo materiálu jsou stanoveny pouze pro prodávající mateřskou společnost a nepřejdou na kupujícího. Důležité je zjistit stav skladovaných zásob a to jak fyzický, tak i ekonomický pomocí různých ukazatelů, jakým může být například doba obratu zásob atp. Při zjištění špatného fyzického stavu, popř. nízké obratovosti nebo zastarání skladovaných položek, vyhodnotí tým due diligence tvorbu opravných

položek v účetnictví a navrhne jejich dotvoření, které bude snižovat *EBITDA*. Dále se posuzuje vhodnost oceňovacích metod při vyskladnění. Provádí se nejenom kontrola účetních záznamů, ale i skladového hospodářství, jak se vede skladová evidence, zda, jak často a jakým způsobem se provádí fyzické inventury, jak se inventurní rozdíly vypořádávají atd.

Pohledávky mohou vznikat z různých titulů: pohledávky z hlavní podnikatelské činnosti, z poskytnutých půjček, za zaměstnanci, akcionáři, institucemi atd. Vzhledem k tomu, že kupující společnost se nejvíce zajímá o hlavní předmět činnosti cílové společnosti, největší pozornost při provádění due diligence je věnována právě pohledávkám s ní spojených. Nejdůležitějšími okruhy při analýze pohledávek je jejich výše, doba splácení a dobytnost, závislost na určitých odběratelích a smluvní podmínky. Dobu splácení hodnotíme v porovnání se splatností závazků s cílem posoudit dostatek finančních zdrojů. Dobytnost je podstatná pro úspěšné budoucí fungování společnosti. Tým provádějící due diligence si musí vyžádat přehled všech neuhrazených pohledávek, nejčastěji ve třídění dle počtu dnů po splatnosti, případně podklady pro tvorbu opravných položek a rovněž i pravidla pro tvorbu opravných položek. Významné částky neuhrazených pohledávek se analyzují a zvláště se vyhodnotí dostatečnost vytvořených opravných položek. V případě doporučení dotvoření opravných položek, provede se úprava původní výše *EBITDA*. Prozkoumají se i významné pohledávky ve lhůtě splatnosti, zda nejsou známe skutečnosti, které by mohly naznačovat riziko neuhrazení těchto částek. Zvláštní pozornost vyžadují pohledávky se spřízněnými stranami. Je třeba zjistit, z jakého titulu vznikly a zda jsou v oprávněné výši. V případě jistých zvýhodnění je třeba upozornit klienta na daňové riziko, tedy doměření neodvedené daně a případné vyměření pokuty ze strany finančního úřadu. Významnou roli pro budoucí vývoj cílové společnosti hraje závislost na určitých odběratelích. V případě zjištění této závislosti, je potřeba provést simulaci vývoje podnikání za podmínek, že společnost o významného odběratele přijde. Dalším krokem může být analýza finančních ukazatelů, které byly uvedeny na začátku tohoto článku.

Due diligence se provádí i u dalších položek aktiv, ovšem v tomto článku se omezím pouze na výše popsané.

Nejvýznamnější položky na straně pasiv, a to z hlediska due diligence, jsou popsány níže.

Ověření vlastního kapitálu začíná vyžádáním výpisu z obchodního rejstříku, zakladatelských dokumentů společnosti a zápisů z valných hromad. Na základě získané dokumentace ověříme správnost dat v účetnictví: výše základního kapitálu a jeho změny, dosažení stanovených přidělů do fondů, správnost rozdělení hospodářského výsledku na základě rozhodnutí valné hromady. Hodnotí se vývoj hospodářského výsledku, výše a pravidelnost vyplácení dividend. V případě dividend je třeba dávat pozor na možnost odčerpání

prostředků z prodávané společnosti právě pomocí jejich vyplacení těsně před podpisem smlouvy o koupi podniku.

Tvorba a zúčtování rezerv má podstatný vliv na výši vykazované *EBITDA*. Nejprve se tým due diligence ptá, na co jsou tyto rezervy tvořeny. Zda jsou oprávněné a tvoří se ve správné výši. S ohledem na další kroky se musí vyhodnotit, jestli nehrozí riziko dalších nákladů, na které by se měla tvořit rezerva, ale ovšem zatím tvořená nebyla. U rezerv si musíme uvědomit, že se ve většině případů jedná o budoucí závazek, tím pádem by nám neměly ovlivňovat *EBITDA*, ale čistý dluh. A co potenciální závazky?

V oblasti závazků je podstatné objevit veškeré existující a potenciální závazky. Proto tým due diligence analyzuje nejen samotnou rozvahu, ale i mimobilanční položky. Je třeba se spojit s právníkem, který provede analýzu existujících smluv a připraví přehled z nich plynoucích rizik. Dále se u závazků kontroluje doba splatnosti a její dodržování, zkoumají se případné důvody pozdního zaplacení. Jak upozorňuje Bing (2008), důvodem pro opožděné úhrady může být neúspěšné hospodaření společností. Platby jsou přesouvány na další období v naději, že výnosy dalšího období budou dostačující pro úhradu existujících závazků. Proto jakmile se v cílové společnosti objeví přesouvání splatnosti závazků nebo závazky po době splatnosti, musí si tým due diligence položit otázku, co je příčinou opožděných úhrad. Závazky jsou významnou položkou, proto podrobnému zkoumání musí být podrobeny nejen závazky z obchodních vztahů, ale i ze vztahů se zaměstnanci, státem, bankami a dalšími věřiteli.

Analýza všech výše popsaných položek se provádí za několik období, většinou za tři až pět let. Tím jsou dostatečně sledovány trendy ve vývoji položek, jsou vidět varující výkyvy a skoky a informace z účetních výkazů jsou tak přínosnější. Sledované časové období je stanoveno podle dohody se zadavatelem due diligence a zpravidla je uvedeno i ve smlouvě. Další podstatnou okolností je stanovení účetních standardů, dle kterých jsou sestaveny analyzované účetní výkazy. Tak například požadavek zadavatele due diligence je stanovení *EBITDA* dle IFRS (mezinárodní standardy účetního výkaznictví), a to i přesto, že cílová společnost vede účetnictví dle Českých účetních standardů. Tím pádem k výše popsaným úpravám přibudou i úpravy pro transformaci informací na IFRS.

Typy úpravy *EBITDA*

Všechny prováděné úpravy ukazatele *EBITDA* můžeme rozdělit na 4 typy. Členění úprav záleží na zvyklosti jednotlivých firem, které provádí due diligence. Níže uvádím jednu z možností členění, která se používá v některých velkých poradenských společnostech.

V první řadě se provádí úpravy dohodnuté se zadavatelem due diligence. Jsou popsány v zadávacím dopisu – smlouvě. Jedná se o úpravy, které jsou ujednány ihned na začátku procesu due diligence a schváleny klientem.

Dále se provedou reklasifikační úpravy. Může se jednat o klasické transformace, související s rozdíly mezi českými účetními standardy a IFRS, přefakturace vnitroskupinových vztahů atd. Může se jednat i o reklasifikaci určitých položek nákladů a výnosů, které se běžně vykazují v jiné části výsledovky.

V dalším kroku se provádí normalizační úpravy, které vyplývají z diskuzí s manažery, meziročního porovnáním položek. Jedná se o zajištění srovnatelnosti mezi obdobími a eliminaci jednorázových vlivů. Typickými normalizačními úpravami jsou úpravy o výnosy v souvislosti se ztrátou klienta, odstranění výsledků prodeje dlouhodobého majetku, eliminace vlivů úsporných opatření (např. šetření nákladů na opravy a údržbu).

Často se provádí tzv. pro-forma úpravy, které zohledňují případné ztráty klientů, nové podnikatelské záměry, případné synergické efekty apod.

Na závěr se provedou pro-memoria úpravy, které upozorňují klienta na určitá rizika a je na jeho zvážení, zda s nimi bude počítat při vyjednávání o ceně cílové společnosti nebo ne.

Nejčastější úpravy popisuje také O'Reilly (2005). Tyto úpravy dále naznačujeme na hypotetickém příkladu z tabulky 1.

Tab. 2: Úpravy *EBITDA* (v tis. Kč)

	2010	2011	2012
Reportovaná <i>EBITDA</i>	89 500	136 500	215 000
<i>Úpravy, domluvené v informačním memorandu</i>			
Kurzový výnosy / náklady z obchodování s cennými papíry	6 000	-4 000	-1 200
Výnosy z měnových derivátů	6 500	7 000	200
Zisk / ztráta z prodeje dlouhodobého hmotného majetku	4 500	100	-700
Finanční leasing	500	100	100
Obdržené provozní dotace	-5 000	-8 000	-2000
Změna stavu rezerv a opravných položek	-1 500	1 500	-300
Sponzorské příspěvky (sportovní tým)	2 600	3 000	5 000
Celkové úpravy dle informačního memoranda	13 600	-300	1 100
<i>EBITDA po úpravách</i>	103 100	136 200	216 100

	2010	2011	2012
Úpravy v rámci due diligence			
Kurzový výnosy / náklady z obchodování s cennými papíry – dodatečná úprava	-1 500	50	150
Zisk / ztráta z prodeje dlouhodobého hmotného majetku – dodatečná úprava	-4 500	10	400
Změna stavu rezerv a opravných položek – dodatečná úprava	-200	100	3 200
Dotace	-500	100	1 600
Ostatní finanční náklady	-6 000	-4 000	-4 500
Náklady vynaložené na vedlejší činnost	400	300	200
Náklady na nákup drobného dlouhodobého majetku	200	1 100	900
Odpis pohledávek	1 500	100	200
Pokuty a penále	50	1 800	2 200
Mimořádné opravy budovy	10	50	500
Možnost úspory režijních nákladů	1 250	1 250	1 050
Tvorba rezervy na nevyčerpanou dovolenou	-100	-600	-1 400
Možnost úspory při zavedení efektivnější výroby	Pro-memoria	Pro-memoria	Pro-memoria
Celkové úpravy v rámci due diligence	-9 390	260	4 500
Upravená EBITDA	93 710	136 460	220 600

Zdroj: vlastní výpočty

Jak je patrné z výše uvedené tabulky, spektrum prováděných úprav je rozmanité a skutečně záleží na konkrétní cílové společnosti a týmu due diligence, jaké úpravy se budou provádět. Vzhledem k velkému množství úprav a jejich rozličné povaze je nutné zavést určitou strukturu a klasifikaci prováděných úprav. Tím se zlepší přehlednost předkládaných údajů a tím pádem i přínosnost poskytovaných informací.

Čistý dluh a čistý pracovní kapitál

Stejně jako při běžném podnikání finančních manažerů neustále hodnotí čistý pracovní kapitál, tak i při hodnocení firmy v rámci due diligence se bez tohoto ukazatele nedá obejít. Hodnota čistého pracovního kapitálu může být vypočtena managementem cílové společnosti aneb týmem due diligence. V obou případech se vychází z informací, které nalezneme v účetnictví společnosti. Ovšem, jak již bylo uvedeno v předchozí části článku, která pojednávala o ukazateli *EBITDA*, i v tomto případě je třeba provést úpravy. Většina těchto úprav probíhá mezi čistým pracovním kapitálem a čistým dluhem, který je rozdílem mezi penězi a peněžními ekvivalenty a krátkodobými

a dlouhodobými dluhy. Příkladem úprav, které se provádí v rámci čistého pracovního kapitálu, mohou být závazky z titulu kapitálových investic, podhodnocené opravné položky k pohledávkám a zásobám, reklasifikace derivátových nástrojů do čistého dluhu. Záleží na povaze konkrétních položek, které vstupují do obou ukazatelů. Tak například úvěry na pořízení automobilů původně vstupují do výpočtu čistého pracovního kapitálu, ovšem mají finanční povahu a proto by měly být vyjmuty z čistého pracovního kapitálu a přeneseny do výpočtu čistého dluhu. Stejně uvažujeme i při hodnocení zaplacených záloh na daně, leasingových závazků, závazků z titulu dividend, cash-poolingu apod. Jedná se o neméně důležité ukazatele než *EBITDA*, hrají důležitou roli při rozhodování se o uvažované transakci s cílovou společností a samozřejmě i o cenových ujednáních.

Závěr

Z výše uvedeného velice stručného přehledu činností, kterým se věnuje proces due diligence, je patrné, jak je tato služba důležitá a jak velký má přínos pro jejího zadavatele. Částky za její provedení se pohybují ve stovkách tisíc až milionech korun, ovšem kupujícímu dokáží ušetřit mnohonásobně vyšší částky při jednáních o ceně transakce a při eliminaci velkých rizik. Možná ještě významnější je skutečnost, že řádně provedená finanční due diligence může přispět k včasnému odstoupení od záměru koupit cílovou firmu a tím zabránit fatálním problémům v budoucnosti. Je velmi vhodné, ba patrně nezbytné, aby při provádění finanční due diligence se tým skládal nejen z odborníků na finanční oblast, ale i právníků a specialistů v oblasti informační technologie, oceňování atd. Due diligence je komplex služeb přinášející zadavateli co nejširší přehled o současném stavu a předpokládaném budoucím vývoji cílové společnosti, včetně přehledu existujících a potenciálních rizik.

Literatura:

- [1] Howson, P. (2003): *Due Diligence: The Critical Stage in Mergers and Acquisition*. Aldershot, Gower, 2003.
- [2] Bing, G. (2008): *Due Diligence: Planning, Questions, Issues*. Westport, Praeger, 2008.
- [3] Rosenbloom, A. H. (2010): *Due Diligence for Global Deal Making*. Hoboken, Wiley, 2010.
- [4] Knápková, A. – Pavelková, D. (2013): *Finanční analýza. Komplexní průvodce s příklady*. Praha, Grada, 2013.
- [5] Kovanicová, D. (2012): *Abeceda účetních znalostí pro každého*. Praha, Bova polygon, 2012.

- [6] Lajoux, A. – Elson, C. (2010): *The Art of M&A Due Diligence, Second Edition: Navigating Critical Steps and Uncovering Crucial Data*. New York, McGraw Hill Professional, 2010.
- [7] Wangerin, D. D. (2011): *M&A Due Diligence, Post-acquisition Accounting Information, and Financial Consequences*. Madison, University of Wisconsin-Madison, 2011, disertační práce.
- [8] O'Reilly, P. (2005): *Financial Due Diligence a Review of Key Issues* Accountancy Ireland, 2005, roč. 37, č. 6, s. 38.

Finanční due diligence

Jekaterina Šmídová

ABSTRAKT

Článek je zaměřen na proces provádění finanční due diligence. Jeho cílem je stručně definovat obecnou problematiku a podrobně rozepsat základní pilíře prověrky. Základní část článku je věnovaná klíčovým bodům procesu due diligence a upozorňuje na kroky, které by se neměly vynechávat a zanedbávat. Vzhledem k tomu, že česky psaná literatura a články nevěnují velkou pozornost samotným úpravám, které jsou v průběhu prověrky prováděné ve výkazech a jejich vlivu na budoucí vyjednávání o ceně transakce a odhalení případných rizik, jsou v článku podrobně popsány úpravy jednotlivých položek rozvahy.

Klíčová slova: Due diligence; Fúze a akvizice; Hlubková prověrka.

Financial due diligence

ABSTRACT

This article is focused on the process of implementation of due diligence. Its goal is to define briefly general issue and describe in detail basic points of the screening. The basic part of the article is aimed to key points of the process of due diligence and notify steps which should be paid to attention. Because of the Czech written literature and articles don't pay such an attention to adjustments, which are performing in financial statements and have an impact to transaction price negotiation and exposure of the risks, the article describe adjustments of balance sheet items.

Key words: Due diligence; Mergers and acquisitions; Adjusted *EBITDA*.

JEL classification: M41.