

Obsah

Rubrika Stati

Pavel Kohoutek – Tomáš Podškubka – Jiří Hlaváč: Squeeze-out a spravedlivá hodnota 3

Veronika Machová – Tomáš Podškubka – Jiří Hlaváč: Práce s datem ocenění a s tím spojené dostupné informace21

Miloš Mařík – Pavla Maříková: K vybraným problémům oceňování majetku s důrazem na oceňování podniku 29

Lenka Přečková – David Papáček: Metodické postupy vedoucí ke stanovení pojistné hodnoty rodinného domu na českém pojistném trhu 44

Editorial

Vážení čtenáři,

dostáváte do ruky druhé číslo časopisu Oceňování, který vychází již jedenáctým rokem. Tentokrát jsme pro Vás připravili čtyři příspěvky v hlavní rubrice Stati, které se zabývají vybranými problémy souvisejícími s tématem oceňování majetku.

Pavel Kohoutek, Tomáš Podškubka a Jiří Hlaváč (znalecký ústav TPA Valuation & Advisory s.r.o.) se ve svém článku zabývají problematikou použití vhodné báze hodnoty při ocenění pro účely vytěsnění (squeeze-outu). V první části článku je uvedeno shrnutí metodiky ZNAL a OCE se zaměřením na volbu správné báze hodnoty, kterou je podle názoru autorů báze tržní hodnoty. Dále se článek věnuje prvním diskuzím k možnému použití báze spravedlivé hodnoty.

Příspěvek Veroniky Machové, Tomáše Podškubky a Jiřího Hlaváče (znalecký ústav TPA Valuation & Advisory s.r.o.) se zabývá problematikou práce s dostupnými informacemi v relaci k datu ocenění. Uvádí základní metodickou úpravu obsaženou v Mezinárodních oceňovacích standardech a v návrhu standardu S1 OP VŠE „Standard pro oceňování podniku v České republice“. Dále navrhuje přístup, jak pracovat se zdroji informací, jež obsahují informace vzniklé do data ocenění, ale jsou publikovány až po datu ocenění.

Miloš Mařík a Pavla Maříková z katedry financí a oceňování podniku VŠE rozebírají ve svém článku několik problematických prvků oceňování, které jsou v současné době značně diskutovány, a navrhuje k nim určitá doporučení. Autoři zaujímají stanovisko ke „správnému a jednoznačnému“ ocenění, k prosazení pojmu tržní hodnota do českého práva, k předpokladu nejvyššího a nejlepšího využití, k systémuází hodnoty používaných při ocenění pro squeeze-outy a k substanční hodnotě v celkovém ocenění podniku.

Lenka Přechková a David Papáček (Slezská univerzita v Opavě) se zaměřují na oceňovací postupy potřebné pro výpočet pojistné hodnoty rodinného domu používané pojišťovnami v České republice k 31. 12. 2017. Článek analyzuje informace v pojistných podmínkách pojišťoven, metodické postupy pojišťoven, České asociace pojišťoven a Vyhlášky č. 441/2013 Sb. k provedení zákona o oceňování a nakonec analyzuje vypočtené pojistné hodnoty. Je vyhodnocena a diskutována podobnost v potřebných informacích pro ocenění, metodikách a výsledných pojistných hodnotách.

Věříme, že pro Vás bude náplň časopisu přínosná a těšíme se na další příspěvky z praxe i akademické půdy.

Ing. Radana Šmídová, Ph.D.

šéfredaktorka časopisu Oceňování

Squeeze-out a spravedlivá hodnota

Pavel Kohoutek* – Tomáš Podškubka** – Jiří Hlaváč***

Úvod

V posledních letech se v oceňovací praxi i v teorii stále více používá pojem spravedlivá hodnota. Tato v zahraničí známá ale v českém znaleckém prostředí donedávna netknutá báze hodnoty je skloňována zejména v případech znaleckých posudků pro stanovení přiměřeného protiplnění pro účely nuceného přechodu účastnických cenných papírů (dále jen „squeeze-out“ nebo „vytěsnění“) dle § 375 a násl. zákona č. 90/2012 Sb. o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), v platném znění, (dále jen „ZOK“), které jsou často předmětem soudních sporů.

Hlavní otázky týkající se spravedlivé hodnoty, které podle našeho názoru nejsou v českém prostředí vyřešeny a které budeme dále analyzovat, jsou:

1. Jakou bázi hodnoty má znalec použít při odhadu přiměřeného protiplnění pro účely squeeze-out?
2. Je znalec schopný sám odhadnout přiměřené protiplnění na bázi spravedlivé hodnoty?
3. Jak prakticky postupovat při odhadu spravedlivé hodnoty?

Tyto tři otázky se vzájemně prolínají, a proto nebude jejich odpověď v níže uvedených kapitolách striktně oddělena.

Báze hodnoty pro účely odhadu přiměřeného protiplnění (squeeze-out)

Báze hodnoty při squeeze-out, který byl do českého práva implementován dne 3. května 2005¹, byla v minulosti, kdy platila metodika *Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů* (dále jen „ZNAL“), jasně interpretována. S účinností od 29. září 2005 podléhaly všechny squeeze-outy dohledu Komise pro cenné papíry (dále jen „KCP“), která k hodnocení znaleckých posudků pro účely squeeze-outů používala metodiku ZNAL a znalci se jí také obvykle řídili. Při doložení přiměřenosti ceny hodnotě účastnických cenných papírů se dle metodiky ZNAL vycházelo z alikvotního podílu na tržní hodnotě čistého obchodního majetku (ZNAL, Příloha 2 – Nedostatky znaleckých posudků, str. 4). Tržní hodnota měla být stanovena v souladu s *Mezinárodními oceňovacími standardy* (dále jen „IVS“), (viz IVS, str. 18). V metodice ZNAL bylo jasně uvedeno, že nelze aplikovat srážky za minoritu (ZNAL, str. 7), přestože jinak je z ryze ekonomického hlediska jednoznačná jejich adekvátnost u odhadu hodnoty minoritního podílu (což bylo v minulosti prokázáno řadou empirických studií). Podle našeho názoru měl zákaz použití srážky za minoritu právě zohlednit princip stejného zacházení s akcionáři bez ohledu na počet jejich akcií či podle některých odborníků vyjádřit jakýsi prvek spravedlnosti.² Jednalo se o metodický postup, který byl jasný, nesporný a respektovaný.

* Ing. Pavel Kohoutek – senior consultant; znalecký ústav TPA Valuation & Advisory s.r.o.

** Ing. Tomáš Podškubka, Ph.D. – senior manager; znalecký ústav TPA Valuation & Advisory s.r.o.

*** Ing. Jiří Hlaváč, Ph.D. – partner; znalecký ústav TPA Valuation & Advisory s.r.o.

¹ Viz zákon č. 216/2005 Sb. kterým se měnil zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, zákon č. 99/1963 Sb., občanský soudní řád, zákon č. 189/1994 Sb., o vyšších soudních úřednících, a zákon č. 358/1992 Sb., o notářích a jejich činnosti (notářský řád) ze dne 3. května 2005

² Zde necháváme stranou spíše právní či filozofickou otázku definice toho, co je to spravedlnost v tomto případě.

Zjednodušeně řečeno nemělo hodnotu přiměřeného protiplnění ovlivnit rozložení podílů na hlasovacích právech minoritních a majoritních akcionářů.

Eliminace možnosti použití jiných srážek z hodnoty (resp. přírážek k diskontní míře) nebyla v metodice ZNAL nikterak upravena. To znamená, že tyto přírážky mohly být a byly standardně používány. Jedná se zejména o použití přírážek k diskontní míře z důvodu vlivu velikosti společnosti a likvidity. Podle našeho názoru se jedná o přírážky, které nemají nic společného s rozložením hlasovacích práv a postavením jednotlivých akcionářů. Přírážka za velikost zohledňuje vliv velikosti společnosti na její požadovanou výnosnost, resp. riziko. Jedná se o jev potvrzený empirickými studiemi, z jejichž závěrů se při oceňování standardně vychází (např. Ibbotson 2014, Duff & Phelps 2017) a používány v praxi (Mařík 2018). Stejně tak přírážka za likviditu není ovlivněna rozložením hlasovacích práv a postavením jednotlivých akcionářů, ale jednoduše řečeno obchodovatelností předmětné akcie. Nejedná se tedy o přírážky, které by zohledňovaly rozdílné postavení minoritních akcionářů vůči majoritním akcionářům.

Aplikaci těchto přírážek ve znalecké praxi potvrzuje také naše analýza z roku 2016, která zkoumala znalecké posudky vypracované v letech 2005 a 2006. Znalecké posudky byly vypracovány pro účely vytěsnění nebo pro účely nabídek převzetí a poskytla nám je Česká národní banka (dále jen „ČNB“). Postup analýzy byl následující:

- Na základě veřejně dostupných informací jsme nashromáždili seznam 60 vytěsnění uskutečněných mezi daty 1. 11. 2005 a 19. 12. 2006 a seznam 26 nabídek převzetí uskutečněných v roce 2005, viz příloha č. 1.
- Na základě těchto seznamů jsme požádali ČNB o zpřístupnění souvisejících znaleckých posudků a příslušných rozhodnutí KCP.
- Na základě naší žádosti nám ČNB zpřístupnila předmětné znalecké posudky a příslušná rozhodnutí KCP následujícím způsobem:
 - Odkaz na oba dokumenty v internetové verzi Obchodního rejstříku vedeném Ministerstvem spravedlnosti ČR – www.justice.cz
 - Odkaz na znalecký posudek v internetové verzi Obchodního rejstříku vedeném Ministerstvem spravedlnosti ČR – www.justice.cz a zaslání rozhodnutí KCP datovou schránkou
 - Umožnění fyzického nahlížení do znaleckého posudku a rozhodnutí KCP v sídle ČNB s možností provádět kopie
 - Umožnění fyzického nahlížení do znaleckého posudku v sídle ČNB s možností provádět kopie a poskytnutí rozhodnutí KCP datovou schránkou

Výše uvedeným postupem jsme získali a analyzovali 86 znaleckých posudků, na jejichž základě KCP poskytla souhlas s vytěsněním nebo s nabídkou převzetí. V rámci těchto znaleckých posudků byly přírážky za velikost společnosti nebo za likviditu standardně používány a na základě těchto posudků byly poskytovány souhlasy ze strany KCP. Přírážka za velikost společnosti byla použita v 26 případech a přírážka za likviditu byla použita v 17 případech.

Metodika ZNAL byla v souvislosti s legislativními změnami³ nahrazena v roce 2010 metodikou *Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných*

³ Přijetí zákona č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí

nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění (dále jen „OCE“). Dle této metodiky mimo jiné již není ani explicitně vyloučeno použití srážky za minoritu.

V souvislosti s tím jsme provedli analýzu znaleckých posudků, které měly být vyhotoveny v souladu s metodikou OCE. Zaměřili jsme se na použití/nepoužití srážek za minoritu, přírážek k diskontní míře za velikost společnosti a likviditu a obecně na případnou práci znalců a znaleckých ústavů s pojmem spravedlivá hodnota. Více uvádíme v následujících částech.

Metodika ZNAL – výklad

Metodika ZNAL platila do 16. 8. 2010. Do roku 2008 bylo nutné u všech společností doložit zdůvodnění výše přiměřeného protiplnění znaleckým posudkem a rozhodnutím ČNB, dříve KCP. Od té doby je třeba rozhodnutí ČNB pouze u veřejně obchodovaných společností. Při posuzování vycházela ČNB z metodiky ZNAL, kde bylo uvedeno k bázi hodnoty následující (ZNAL, str. 15 – 16):

„...Pro účely nabídek převzetí a veřejných návrhů smlouvy Komise vykládá pojem hodnota akcie jako alikvotní podíl na tržní hodnotě čistého obchodního majetku, přičemž v souladu s Mezinárodními oceňovacími standardy (IVS) pod pojmem tržní hodnota rozumí odhadnutou částku, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi koupěchtivým kupujícím a prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, při jejímž uzavření by její strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“ (citace č. 1)

Princip alikvotního podílu na tržní hodnotě je dále potvrzen následující citací (ZNAL, str. 16):

*„Účelem ustanovení týkajících se povinné nabídky převzetí a povinného veřejného návrhu smlouvy je ochránit menšinového akcionáře před důsledky uskutečnění rozhodnutí, učiněného nebo předpokládaného ovládající osobou. V souladu s tím nelze menšinovému akcionáři přiznat případné výhody, které plynou z vlivu ovládnutí společnosti, jejíž akcie jsou předmětem ocenění, nelze však také vyžadovat, aby se podílel na případném snížení hodnoty účastnických cenných papírů v důsledku uskutečnění rozhodnutí, učiněného nebo předpokládaného ovládající osobou. **Proto Komise považuje za hodnotu uvedenou v § 183c odst. 3 obchodního zákoníku pro rata podíl na tržní hodnotě cílové společnosti, nikoliv tržní hodnotu účastnického cenného papíru.**“* (citace č. 2)

Dále byl princip pro rata podílu potvrzen vyloučením možnosti použití srážky za minoritu v metodice ZNAL (příloha č. 2, bod 2.9), kde bylo uvedeno následující:

„Komise zastává názor, že v ocenění pro účely povinných odkupů nelze používat tzv. srážky za minoritu, které mají odrážet omezenou možnost minoritních akcionářů ovlivňovat řízení společnosti, s výjimkou metod ocenění, jejichž výsledkem je hodnota účastnického cenného papíru ve vlastnictví ovládající osoby. Výsledná hodnota ocenění by tedy neměla být závislá na rozložení akciových podílů ve společnosti. Tento postoj Komise opírá zejména o zásadu rovnosti a nediskriminace všech akcionářů jako základní zásadu akciového práva, promítnutou např. v zákazu zneužívání většiny, ale i menšiny hlasů ve společnosti. Zásada rovnosti všech akcionářů je specifikována pro účely nabídky převzetí v ustanovení § 183a odst. 10 obchodního zákoníku, který uvádí, že při nabídce převzetí musí být se všemi akcionáři společnosti, kteří se nacházejí ve stejném právním postavení, zacházeno stejně. Jsou-li tedy akcionáři bez ohledu na velikost jejich podílu majiteli stejných akcií, musí být i pro účely nabídky převzetí a veřejného návrhu smlouvy považována hodnota těchto akcií za shodnou, aby byla tato zásada dodržena.“ (citace č. 3)

Dle výše uvedeného byla v metodice ZNAL jasně vyloučena možnost aplikace srážek za minoritu. V souladu s tím praxe také srážky za minoritu pro účely vytěsnění v době platnosti metodiky ZNAL neměla používat. Při odhadu hodnoty přiměřeného protiplnění za cenné papíry byl tedy používán pro rata podíl na tržní hodnotě cílové společnosti bez možnosti použití srážky za minoritu. Ostatní prvky ocenění jako např. přírážky k diskontní míře za velikost společnosti a za její likviditu byly standardně používány.

Metodika OCE – výklad

V srpnu 2010 došlo k vydání metodiky OCE, která mimo jiné zohledňovala legislativní změny zákona č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí, jehož novela nabyla účinnosti 1. 4. 2008. Významnou změnou bylo zrušení povinnosti souhlasu ČNB se stanoveným přiměřeným protiplněním při vytěsnění u neobchodovaných společností na kapitálovém trhu. Předchozí souhlas byl od té doby požadován již pouze u účastnických papírů obchodovaných na evropském regulovaném trhu. V souvislosti s touto legislativní změnou se změnila i metodika.

Hlavní změnou v metodice OCE je přístup k ocenění, kdy se primárně vychází z kotované akcie a její ceny na burze (OCE, str. 7):

„Co se týče způsobu odhadu hodnoty účastnického cenného papíru, za primární indikaci považuje ČNB jeho kurz na regulovaném trhu v České republice“ (citace č. 4)

Kotované cenné papíry nemusí být oceněny znalcem, viz také § 392 ZOK. Lze využít služeb investiční společnosti, banky nebo vlastního útvaru.

Při odhadu hodnoty kótovaných cenných papírů je možnost použít pro ocenění i) tzv. prémiovou cenu, která vychází z historických reálných cen na regulovaném trhu, nebo ii) oceňovací metody v případě, kdy účastnický cenný papír nevykazuje na regulovaném předmětném trhu dostatečnou likviditu.

V případě, kdy společnosti nejsou kótované, je nutné přiměřenost doložit znaleckým posudkem. Metodika uvádí ke stanovení přiměřenosti následující (OCE str. 5):

„Požadavek přiměřenosti znamená povinnost přihlédnout ke všem okolnostem, které lze rozumně považovat za významné pro stanovení hodnoty účastnických cenných papírů. Vzhledem k možnostem zákonné úpravy je požadavek přiměřenosti obecný a ponechává se tak praxi, jaká kritéria a postupy se v ní rozvinou. Je tedy věcí odborného a nestranného hodnocení, zda lze protiplnění považovat za přiměřené.“ (citace č. 5)

Z výše uvedené citace vyplývá, že přesný postup a zvolení kritéria jsou ponechány na praxi a jejím vývoji. Dále je k postupu ocenění uvedeno následující (OCE str. 5):

„Pro účely doložení přiměřenosti protiplnění hodnotě účastnických cenných papírů je způsobilý soubor metod ocenění založených na různých principech, pomocí kterých se zpravidla oceňuje společnost jako celek, přičemž hodnota akcie je poté určena jako alikvotní podíl na hodnotě čistého obchodního majetku.“ (citace č. 6)

Výše uvedená citace je shodná s výkladem v metodice ZNAL (str. 15 – 16, kap. 4.2). Následující citace z metodiky OCE (viz str. 7) potvrzuje, že určením alikvotního podílu nejsme na konci odhadu přiměřeného plnění za cenný papír, a že je třeba cenný papír posuzovat samostatně.

„Zákon o obchodních korporacích i zákon o nabídkách převzetí používají pojem „hodnota“ bez přesnějšího určení, jakou kategorii hodnoty měl zákonodárce na mysli. ČNB tento pojem chápe ve smyslu vymezení fair value v Mezinárodních standardech účetního

výkaznictví jako částku, za níž by bylo možné účastnický cenný papír směnit, a to při transakci mezi nezávislými, informovanými a ochotnými stranami.“ (citace č. 7)

Z výše uvedené citace vyplývá, že ČNB chápe pod pojmem hodnota hodnotu na úrovni báze hodnoty fair value dle Mezinárodních standardů účetního výkaznictví (dále jen „IFRS“). Definicí fair value se zabývá standard IFRS 13. Fair value dle IFRS 13 je téměř shodná s market value dle IVS (viz dříve vysvětleno v IVS 2013, standard 300, odstavec G1 – G2 a v článku Čibera 2016). Proto dále operujeme s pojmem tržní hodnota, který je podle našeho názoru rozšířenější v praxi v ČR než pojem fair value dle IFRS 13. S použitím tržní hodnoty pro účely squeeze-outu také souhlasí Hejda a spol. 2014⁴. Druhá důležitá část je zdůraznění, že se jedná o částku, za kterou by bylo možné směnit účastnický cenný papír a nikoli všechny účastnické cenné papíry jako celek.

Samotná ČNB udává, že vytěsnění nesplňuje zcela definici market value (nebo fair value dle IFRS), ale není důvod na interpretaci pojmu rezignovat (OCE, str. 7):

*Jak totiž plyne z výše uvedené definice (poznámka autora: viz citace č. 7 výše), tato představuje zjednodušeně řečeno optimální situaci, za které by **minoritní akcionář** (zvýrazněno autorem) mohl zcizit své akcie a je mu tedy umožněno získat za nuceně vykoupené akcie minimálně stejné protiplnění jako v ideálním případě transakce uzavírané mezi nezávislými subjekty jednajícími informovaně, rozumně a bez jakéhokoliv nátlaku.“ (citace č. 8)*

Výše je uveden důležitý fakt, kdy je pohlíženo přímo na minoritního akcionáře a předpoklad možného prodeje jeho cenného papíru za tržních podmínek. Kdyby nedošlo k nucenému výkupu cenných papírů a minoritní akcionář by prodával svůj cenný papír v podmínkách obdobným doporučené báze tržní hodnoty, byla by tržní hodnota jistě ovlivněna také skutečností, že se jedná o prodej cenného papíru v minoritním postavení. Takový výklad dále potvrzuje i doporučený postup při odhadu přiměřeného protiplnění za kotované cenné papíry (OCE, kapitola 3.2, str. 7):

„Co se týče způsobu odhadu hodnoty účastnického cenného papíru, za primární indikaci považuje ČNB jeho kurz na regulovaném trhu v České republice (bliže viz „Průměrná cena“).“ (citace č. 9)

V rámci tohoto článku nebudeme hodnotit samotné promítnutí či kvantifikaci minority v rámci ocenění. Naším cílem je pouze zdůraznit, že metodika OCE její promítnutí nevylučuje a přímo uvádí, že je třeba na cenný papír pohlížet okem tržní hodnoty. Avšak okem tržní hodnoty na cenný papír, který nezakládá kontrolu nad společností. Tímto podle našeho názoru došlo k posunu v metodice OCE ve srovnání s metodikou ZNAL. Na základě naší diskuse s autory metodiky OCE je zřejmé, že autoři jsou si vědomi, že se již přímo

⁴ Komentář k § 376 ZOK, Přiměřené protiplnění: „Klíčovým kritériem pro posouzení poskytnutého protiplnění je jeho přiměřenost, kterou v ústavněprávní rovině vykládáme jako právo vlastníků přecházejících účastnických cenných papírů obdržet dostatečnou hospodářskou kompenzaci práv k cenným papírům, o něž byli v důsledku přechodu nuceně připraveni. Přiměřené protiplnění by **samozřejmě** mělo odpovídat **tržní hodnotě daných účastnických cenných papírů**, přičemž okamžik, ke kterému se odpovídající hodnota účastnických cenných papírů (resp. výše přiměřeného protiplnění) zjišťuje, se liší podle způsobu jeho následného doložení. V případě posudku znalec posuzuje přiměřenost výše protiplnění ke dni zpracování znaleckého posudku, který tak z důvodu zachování jeho aktuálnosti, nesmí být nikdy zhotoven dříve než 3 měsíce před doručením žádosti. Nicméně s ohledem na nepopíratelnou skutečnost, že i v rámci vymezeného období 3 měsíců může dojít k podstatným ekonomickým změnám působícím na akciovou společnost, a tudíž i na účastnické cenné papíry, vkládá zákonodárce do rukou jednotlivých vlastníků přecházejících účastnických cenných papírů obecnou možnost se, na základě § 390 odst. 1 ZOK, po hlavním akcionáři domáhat svého práva na dorovnání, není-li poskytnuté protiplnění přiměřené hodnotě účastnických cenných papírů ke dni přechodu vlastnického práva na hlavního akcionáře.“ (Hejda a spol., 2014)

nevylučuje použití srážky z hodnoty za minoritu. Dva postupy, odhad hodnoty přes ocenění celé společnosti, nebo skrze data z obchodování akcie na kapitálovém trhu, v metodice nejsou podle našeho názoru zcela konzistentně vysvětleny, přesto si metodiku vykládáme tak, že hlavním cílem je odhad hodnoty akcie na úrovni tržní hodnoty se všemi souvisejícími prvky. Vzhledem k aktuální praxi a přístupu znaleckých ústavů se aktuálně jedná o otevřenou otázku, zda je možné srážku z hodnoty za minoritu v případě squeeze-outu použít.

Přirážky za velikost a likviditu

Jak metodika ZNAL tak metodika OCE nevylučují používání přirážek k výši nákladů na vlastní kapitál. Přirážky, které dle našeho názoru lze standardně používat při odhadu přiměřeného protiplnění, jsou:

1. Přirážka za velikost společnosti
2. Přirážka za likviditu

Přirážka za velikost zohledňuje vliv velikosti společnosti na její požadovanou výnosnost, resp. riziko. Jedná se o jev potvrzený empirickými studiemi (např. Ibbotson 2014, Duff & Phelps 2017) a používaný v praxi (Mařík 2018).

Standardně používaný model pro odhad nákladů na vlastní kapitál při použití výnosové metody je model CAPM. Model CAPM vychází z dat o společnostech obchodovaných na kapitálových trzích. Tyto společnosti jsou obvykle střední a větší velikosti než společnosti oceňované v ČR. Velké obchodní závody jsou přitom obecně investory vnímány jako méně rizikové než obchodní závody malé. Ekonomická teorie tento závěr potvrzuje s tím, že důsledkem této situace je také to, že investoři do menších obchodních závodů požadují za vyšší podstoupené riziko také vyšší výnosnost investovaného kapitálu. Tuto úroveň nákladů vlastního kapitálu v případě menších společností však základní model CAPM nezachycuje. Výše uvedené argumenty tedy nutně vedou k tomu, aby v nákladech vlastního kapitálu zjištěných pomocí základního modelu CAPM byla zohledněna opodstatněná přirážka za podstoupení rizika investice do menšího obchodního závodu. Tento jev je potvrzen např. v empirické studii Ibbotson 2014 a Duff & Phelps 2017, kde je uvedeno použitelné rozmezí přirážky za velikost společnosti od 0 % do 11 %, a to jak na amerických datech, tak na evropských datech. Velikost společnosti je třeba vždy posoudit a případně zohlednit. Jedná se o jev, který je nezávislý na rozložení jednotlivých podílů na hlasovacích právech a nikterak nesouvisí s minoritní či majoritní pozicí akcionářů.

Stejně tak přirážka za likviditu není ovlivněna rozložením hlasovacích práv, ale jednoduše neobchodovatelností předmětné akcie. Její podstatou je zohlednit vliv omezeného, úzkého a neaktivního trhu při prodeji cenného papíru. Opět se jedná o jev, který je nutné posuzovat z pohledu celé předmětné společnosti.

Nejedná se tedy ani v jednom případě o přirážky, které by zohledňovaly postavení minoritních akcionářů vůči majoritním akcionářům, a proto je podle našeho názoru nutné při odhadu tržní hodnoty jejich případný vliv na hodnotu posoudit a případně zohlednit bez ohledu na účel ocenění, tedy i v případě odhadu přiměřeného protiplnění při vytěsnění.

První diskuse ke spravedlivé hodnotě a její nesprávná aplikace

V českém oceňovacím prostředí je spravedlivá hodnota stále předmětem diskuzí. Definice toho, co je to prvek spravedlnosti, jde podle našeho názoru za rámec práce znalce či znaleckého ústavu jako ekonomického specialisty. Snaha o zahájení diskuse k tématu báze spravedlivé hodnoty je provedena např. v článku Mařík a Maříková 2013 a v publikaci Mařík 2018.

Definice spravedlivé hodnoty

Spravedlivou hodnotu (*angl. Equitable Value*) podle IVS představuje odhadnutá cena za směnu majetku nebo závazku mezi informovanými, identifikovanými a ochotnými stranami, která odráží příslušné zájmy těchto stran. (International Valuation Standards Council, 2017, str. 21).

Článek Mařík a Maříková 2013 a publikace Mařík 2018

Autoři v článku z roku 2013 uvádějí diskusi k pojmu férová (spravedlivá) hodnota. První důležitou charakteristikou, kterou uvádějí, je fakt, že by se mělo jednat o hodnotu, která je přijatelná z hlediska konkrétních stran, které známe. Proto se hlavně v případě soudních sporů může přirozeně objevit prvek spravedlnosti. Důležitou otázkou však je, zda se jedná o prvek, který může z odborného hlediska uchopit znalec jako ekonomický odborník. Prvek spravedlnosti je zde právě např. komentován jako vliv, kdy je jedna ze stran do jisté míry zvýhodněna, ač k tomu ekonomicky není důvod. Je přitom nezbytné, aby potenciálně znevýhodněná strana byla známa a byly známy všechny okolnosti a souvislosti jejího vlastnictví předmětu ocenění (v případě cenných papírů např. jak dlouho je vlastní, proč je vlastní, jaké s nimi má či měla záměry, zda a jak vykonávala akcionářská práva atp.)

Hlavním problémem použití spravedlivé hodnoty je podle našeho názoru její vyčíslení. Autoři Mařík a Maříková jako možný způsob promítnutí prvků spravedlivé hodnoty uvádějí nepoužití srážky za minoritu nebo přirážky k diskontní míře za malý podnik (neboli již výše uvedenou přirážku za velikost). V případě nepoužití srážky za minoritu se podle našeho názoru jedná o cestu, která v základní logice dává smysl, byla historicky a je dnes stále v praxi používána, viz kapitola *Báze hodnoty pro účely stanovení přiměřeného protiplnění (squeeze-out)* výše. Druhá navrhovaná úprava v podobě nepoužití přirážky k diskontní míře za velikost společnosti podle našeho názoru ekonomicky nedává smysl. Riziko z důvodu velikosti společnosti dopadá na celý podnik stejně, aniž by se měnilo se změnou poměru hlasovacích práv jednotlivých akcionářů, viz blíže vysvětleno výše v kapitole *Báze hodnoty pro účely stanovení přiměřeného protiplnění (squeeze-out)*.

Důležitým závěrem článku Mařík a Maříková 2013 je fakt, že autoři sami uvádějí, že diskuse k aplikaci a kalkulaci férové (spravedlivé) hodnoty je otevřena a měla by probíhat v součinnosti se zákonodárným aparátem a soudy. Znalec jako ekonomický odborník podle našeho názoru nemá znalosti a schopnosti, aby byl schopen ekonomicky vyčíslit vliv prvku spravedlnosti bez součinnosti se soudem či odpovídající úpravy v legislativě. Hledání spravedlnosti musí nutně zahrnovat i zkoumání účastníků řízení, jejich motivací, způsobu, jak akcie nabyli, proč je drží a drželi a mnoho dalších aspektů. Jak jinak by šlo vyhodnotit, zda je konkrétní plnění spravedlivé a zda slovy definice spravedlivé hodnoty odráží „zájmy stran“. Co je spravedlivé pro jednu stranu, nemusí být nutně spravedlivé pro tu druhou. Právní ochrana ve smyslu míry spravedlnosti pro obě strany by se měla lišit dle individuálních případů s důrazem například na motiv, který vedl akcionáře ke koupi akcií a délku jejich držby.

V případě navrhované přirážky k diskontní míře za velikost společnosti je podle našeho názoru jednoznačně ekonomicky nelogické vylučovat její použití pro možný odhad spravedlivé hodnoty.

Výše uvedený obsah článku Mařík a Maříková 2013 je součástí také publikace Mařík 2018, která obsahuje stejné návrhy a diskusi řešení přístupu ke spravedlivé hodnotě. V publikaci Mařík 2018 je k nepoužití přirážky za velikost také přidána k diskusi přirážka za nízkou likviditu a další specifické přirážky (Mařík 2018 str. 47).

Pokud by byly teze o nepoužití výše uvedených přírážek v odborné veřejnosti přijaty, došlo by k absurdní situaci, kdy by ocenění akcií pro účely squeeze-outu bylo stejné bez ohledu na to, zda je předmětná společnost velká či malá, obchodovaná na burze či nikoliv. Bez použití těchto přírážek by totiž musela být vždy použita diskontní míra, která je vhodná pro velkou a na burze kotovanou společnost.

Autoři také ke spravedlivé hodnotě uvádějí (Mařík 2018, str. 33):

„...její základní smysl a princip je sice jasný, ale konkrétní provedení bude pro každou situaci jiné a na rozdíl od ostatníchází hodnoty tak pro ni nejsou k dispozici obecně aplikovatelná podrobnější pravidla.“ (citace č. 10)

Tato citace je podle nás důležitá a potvrzuje, že není k dispozici ucelený postup, jak spravedlivou hodnotu kvantifikovat. Upozorňujeme, že se podle našeho názoru stále jedná o otevřený problém, který je nutné dále diskutovat.

Domníváme se, že za současné legislativní úpravy by znalec neměl tzv. spravedlivou hodnotu pro účely vytěsnění odhadovat.

Analýza použití spravedlivé hodnoty

Dále jsme provedli analýzu se zaměřením na případné použití báze spravedlivé hodnoty v praxi. V rámci naší analýzy jsme analyzovali 95 znaleckých posudků vypracovaných v době, kdy platila metodika OCE a byl publikován článek Mařík a Maříková 2013.

Sledované období, za které tato analýza byla provedena, bylo stanoveno od 1. 1. 2013 do 23. 12. 2015. Zdrojem společností, ve kterých proběhlo vytěsnění, byla webová stránka www.in-server.cz, která se touto problematikou mimo jiné zabývá. V rámci sledovaného období proběhlo dle výše uvedeného serveru vytěsnění minoritních akcionářů celkem u 122 společností. Seznam společností, kde proběhlo vytěsnění, je uveden v příloze č. 2. Po získání seznamu společností, kde proběhlo vytěsnění, jsme využili internetovou verzi Obchodního rejstříku spravovanou Ministerstvem spravedlnosti www.justice.cz. Takto se podařilo dohledat 95 znaleckých posudků. Ve zbývajících případech nebyl v Obchodním rejstříku znalecký posudek uložen.

V rámci analýzy jsme hodnotili, zda znalec použil srážku za minoritu, přírážky k diskontní míře za velikost a likviditu společnosti, jakou bázi hodnoty zvolil pro své ocenění a jak jí zdůvodnil.

Analýza použití srážky za minoritu má jasný závěr. V žádném z analyzovaných posudků nebyla použita srážka za minoritu. To jasně ukazuje, že praxe pro účely odhadu hodnoty přiměřené hodnoty protiplnění za akcie srážku za minoritu nepoužívá, a to i přesto, že její použití není dle metodiky OCE vyloučeno.

Přírážky za velikost společnosti a její likviditu byly v těchto posudcích používány. Přírážka za velikost společnosti byla použita ve 45 případech a za omezenou likviditu v 16 případech.

Při analýze použití hodnotové báze jsou závěry analýzy také zajímavé. Přesto, že sama metodika OCE doporučuje použít tržní bázi hodnoty, někteří znalci přímo v posudku uvádějí, že stanovují netržní hodnotu, a to hodnotu spravedlivou nebo férovou. Celkem jsme narazili na 13 takových případů. Někteří znalci uvádějí v souladu s metodikou OCE, že určují alikvotní podíl na tržní hodnotě celého podniku. Ve dvou případech se dokonce znalec v roce 2013 odkazoval na metodiku ZNAL, která již v době vypracování posudku a pro datum ocenění použité ve znaleckém posudku neplatila.

Přestože má metodika OCE pouze doporučující charakter, je souhrnem kritérií, podle kterých ČNB posuzuje znalecké posudky a zdůvodnění přiměřenosti protiplnění v souvislosti s povinnou nabídkou převzetí, veřejným návrhem smlouvy a vytěsněním. Dle ČNB, dodržení v metodice uvedených zásad pro zpracování ocenění a splnění základních požadavků na obsahové náležitosti, by mělo přispět ke zvýšení jeho věrohodnosti jako dokladu o přiměřenosti navrhovaného protiplnění hodnotě účastnických cenných papírů. S použitím tržní hodnoty souhlasí také Hejda 2014, viz poznámka pod čarou č. 4.

O použití jiné než tržní hodnoty se v metodice OCE nemluví. Dokonce je zde zdůrazněno, že by na ní nemělo být rezignováno. Přesto se setkáváme se znaleckými posudky, které uvádí použití jiné než tržní hodnotové báze. Znalci přes určení jiné hodnotové báze než tržní používají postupy, které se používají pro odhad tržní hodnoty. Jedná se o absurdní stav, kdy znalec uvádí, že používá netržní bázi hodnoty, ale je pochopitelné, že jelikož není v praxi žádný zavedený postup pro odhad spravedlivé či férové báze hodnoty, znalec postupuje tak, jakoby odhadoval tržní hodnotovou bázi.

V praxi se občas setkáváme s hledáním jiné než tržní hodnoty pro účely vytěsnění minoritních akcionářů. Avšak z metodiky OCE a legislativního výkladu podle našeho názoru vyplývá, že vhodná báze hodnoty pro tyto účely je tržní hodnota (market value) dle IVS. To ukazuje na nepříjemný fakt, že znalci se pouštějí do oblasti, která není metodicky upravena a praxe jí zatím pouze krátce diskutuje, aniž by existovala shoda na úrovni znalců, soudů a legislativy.

Spravedlnost

Jsme toho názoru, že zohlednění prvku spravedlnosti (pokud by byla příslušná ustanovení ZOK takto interpretována)⁵ by měly řešit soudy. Znalec nebo znalecký ústav by se měli držet ekonomické roviny, ve které jsou odborníky. Znalec by měl být schopen odhadnout tržní hodnotu pomocí standardních oceňovacích metod. Postupy vedoucí k tržní bázi hodnoty jsou totiž předmětem studijních oborů v rámci vysokoškolského i postgraduálního studia, jsou upraveny řadou používané literatury a hluboko zakořeněny v praxi. Přístup k případné spravedlivé či férové hodnotě je z tohoto pohledu v rámci České republiky absolutně netknutý.⁶

Jak již bylo uvedeno výše, spravedlivá hodnota by měla zohledňovat konkrétní postavení jednotlivých stran. Tato víceméně právní analýza však přísluší podle našeho názoru výlučně soudu. Znalec se nemůže vyjadřovat k otázkám právní povahy, viz např. § 13, odst. 1 vyhlášky 37/1967 Sb. k provedení zákona o znalcích a tlumočnících:

„(1) Příslušný orgán, který v řízení ustanovil znalce, vymezí ve svém opatření jeho úkol, podle okolností případu též formou otázek tak, aby se znalec zabýval jen takovými skutečnostmi, k jejichž posouzení je třeba jeho odborných znalostí.“

a související judikatura⁷.

Pokud by v budoucnu převládla interpretace směřující k upřednostnění zájmů minoritních akcionářů např. i formou požadavku na odhad spravedlivé hodnoty, měl by to být soud, kdo bude zohledňovat všechny skutečnosti, které mají na dosažení spravedlnosti vliv. Jedním z kritérií by např. mohlo být to, jakým způsobem se minoritní akcionář dostal do

⁵ Jak bylo uvedeno výše v tomto článku, autoři vnímají aktuální situaci tak, že ZOK implikuje odhad tržní hodnoty.

⁶ Tím nechceme tvrdit, že odhad tržní hodnoty je snadný. Koncept tržní hodnoty je ovšem ve srovnání se spravedlivou hodnotou poměrně jasně ukotven a běžně používán.

⁷ Judikát - č. j.: 22 Cdo 3035/2006

svého minoritního postavení. V mnoha případech se může jednat o situaci, kdy minoritní akcionář již při nákupu akcie vstupoval do minoritního postavení. To znamená, že také on platil za akcii „minoritní“ cenu a znal odpovídající legislativu a z ní vyplývající rizika, jako např. možnost vytěsnění. Tato rizika zřejmě byla v jeho kupní ceně zohledněna. Avšak poté, co dojde k realizaci jednoho z rizik v podobě vytěsnění minoritních akcionářů, je obvyklé, že minoritní akcionář požaduje hodnotu akcie, která není zatížena riziky minoritního postavení. To znamená, že požaduje vyšší hodnotu, než za kterou akcii pořídil, za předpokladu, že jiné faktory hodnotu resp. cenu akcie neovlivnily. V takovém případě je třeba pohlížet na spravedlnost z obou stran, jelikož v jednoduchém příkladu, kdy majoritní akcionář vstoupil do majoritního postavení nákupem majoritního balíku, zaplatil z ekonomické logiky vyšší cenu za jednu akcii ve srovnání s minoritním akcionářem. Minoritní akcionář platil méně právě proto, že má minoritní postavení a hrozí riziko vytěsnění. V případě realizace vytěsnění pak vlastně majoritní akcionář platí bonus minoritnímu akcionáři, který šel do minoritního postavení dobrovolně (často s plným vědomím a těsně před realizací vytěsnění), aniž by takový postup dával minimálně z ekonomického hlediska smysl. Nechť si čtenář sám vyhodnotí, jestli je to spravedlivé, pro koho a za jakých okolností.

Závěr

V rámci článku uvádíme náš názor v oblasti, která by měla být řešena v rámci znalecké oceňovací praxe konzistentně. Jedná se o oblast, kde by znalec neměl mít možnost inovativního přístupu a možnost subjektivního výkladu zákona. Naopak si myslíme, že se jedná o oblast, ke které by se mělo přistupovat v praxi jednotně a případné nové přístupy by měly projít nejdříve důkladnou diskusí jak na poli ekonomickém tak legislativním.

V článku se věnujeme tzv. spravedlivé hodnotě, se kterou jsme se setkali v některých případech ocenění pro účely vytěsnění. Podle našeho názoru za současné legislativy a metodických postupů by znalec jakožto ekonomický odborník neměl tzv. spravedlivou hodnotu používat. Pro účely vytěsnění by na základě aktuálně dostupných výkladů ZOK a našeho názoru měla být použita báze hodnoty tržní. Při odhadu tržní hodnoty podle našeho názoru musí být v principu použity přírážky k diskontní míře včetně přírážky za malou společnost a nižší likviditu. Jedná se totiž o přírážky, které jsou nezávislé na rozložení jednotlivých podílů na hlasovacích právech a nijak nesouvisí s minoritní či majoritní pozicí akcionářů. Bez použití těchto přírážek bude diskontní míra vždy reflektovat situaci velké a na burze kotované společnosti, což jistě není ekonomicky odůvodnitelné v situaci malé a/nebo na burze nekotované společnosti.

Pojem spravedlivá hodnota a její možné použití jako báze hodnoty při ocenění je v české praxi podle našeho názoru na počátku diskuze. Vzhledem k tomu, že definice pojmu spravedlnosti je otázkou právní či filozofickou, není možné, aby ekonomický odborník - znalec určoval, co je a není spravedlivé. Proto je důležité, aby se do diskuze zapojili také soudci, a to se znalostí ekonomické podstaty pozice jednotlivých zúčastněných stran a s rozlišením pozadí, které s postavením zúčastněných stran souvisí. Jedna z prvních diskuzí v tomto směru byla iniciována v článku Mařík a Maříková 2013. Problémem spravedlivé hodnoty je dále případná metodika jejího odhadu, která v praxi neexistuje. Mařík a Maříková (2013 a 2018) navrhuji např. nepoužití některých srážek z hodnoty a přírážek v rámci stanovení diskontní míry. V rámci tohoto návrhu podle našeho názoru není vhodné a nedoporučujeme, aby dosažení „spravedlnosti“ bylo řešeno nepoužitím přírážky za velikost společnosti nebo přírážky za likviditu. Obě přírážky podle našeho názoru nemají z ekonomické logiky vztah k rozložení hlasovacích práv mezi akcionáři ani k jejich rozdílnému postavení ve společnosti, a proto není důvodu, aby v případě vytěsnění bylo jejich použití bez dalšího zakázáno.

Podle našeho názoru by toto téma mělo být dále diskutováno mezi znalci, soudci a zákonodárci.

Literatura:

- [1] Česká národní banka. (2014): Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění (OCE).
- [2] *Duff & Phelps 2017 Valuation Handbook: International Guide to Cost of Capital – Market Results Through December 2016 and March 2017.* Wiley, 2017a. ISBN 978-1-119-36676-8.
- [3] HEJDA, Jan, BACHROŇOVÁ, Nina, DIVÍŠOVÁ, Karina, FINGER, Libor, PROSSER Martin, VANĚČKOVÁ, Veronika (2014): *Akciová společnost.* Anag, 2014, 439 s. ISBN 978-80-7263-891-8.
- [4] *Ibbotson SBBI 2014 Classic Yearbook: Market Results for Stocks, Bonds, Bills, and Inflation.* Chicago: Morningstar, 2014. ISBN 978-098-4950-041.
- [5] INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL. *International valuation standards.* 2017. London: International Valuation Standards Council, 2017. ISBN 978-0-9931513-0-9.
- [6] KOMISE PRO CENNÉ PAPIRY. Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů (ZNAL). 2004.
- [7] KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty.* 1. vyd. Praha: Grada, 2009, 261 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-2865-0.
- [8] MAŘÍK, Miloš, MAŘÍKOVÁ, Pavla (2013): *Diferenciace hodnotovýchází a problém tržní kapitálové struktury při oceňování českých podniků.* Soudní inženýrství, 2013, roč. 24, č. 3, str. 237 – 246.
- [9] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy.* 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.
- [10] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy.* 4. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2018, 550 s. ISBN 978-80-87865-38-5.
- [11] MAŘÍKOVÁ, Pavla a Miloš MAŘÍK. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku.* Vyd. 1. Praha: Oeconomica, 2007, 242 s. ISBN 978-80-245-1242-6.
- [12] ČIBERA, Roman (2016): *Fair Value: Rozdíly v pojetí hodnoty v rámci finančního účetnictví a oceňování aktiv.* Český finanční a účetní časopis, 2016, roč. 11, č. 1, str. 49–65.

Squeeze-out a spravedlivá hodnota

Pavel Kohoutek – Tomáš Podškubka – Jiří Hlaváč

ABSTRAKT

Článek se zabývá problematikou použití vhodné báze hodnoty při ocenění zejména pro účely vytěsnění (neboli squeeze-outu). V poslední době se v praxi objevuje báze spravedlivé hodnoty. V první části článku je uvedeno shrnutí metodiky ZNAL a OCE se zaměřením na volbu správné báze hodnoty při ocenění pro účely squeeze-outu. Takovou bází je podle názoru autorů báze tržní hodnoty. Při ocenění pro účely squeeze-outu nelze z ekonomické logiky eliminovat v rámci odhadu diskontní míry přírážku za velikost společnosti a za omezenou likviditu. Na závěr se článek věnuje prvním diskuzím k možnému použití báze spravedlivé hodnoty. Přístup k spravedlivé bázi hodnoty není podle názoru autorů v české teorii a praxi jednoznačně uzavřen. Přesto je v praxi tato báze hodnoty špatným způsobem používána. Neexistuje jasně daný postup, jak spravedlivou hodnotu odhadnout a zejména ani není možné, aby ekonomický specialista rozhodoval, co je spravedlivé. O spravedlnosti by měl rozhodovat soud.

Klíčová slova: Spravedlivá hodnota; Squeeze-out; Tržní hodnota.

Squeeze-out and equitable value

ABSTRACT

The article deals with the use of appropriate basis of value, especially for squeeze-out purposes. Recently, an equitable value base has emerged. The first part of the paper presents a summary of the ZNAL and OCE methodology, focusing on choosing the right base of value for squeeze-out purposes. According to the authors, such a base is the market value. For the squeeze-out purposes, the economic logic is not to eliminate the size premium and the lower liquidity premium when estimating a discount rate. Finally the article is dedicated to the first discussion of the possible use of an equitable value base. Approach to an equitable value base is not unambiguously closed in the Czech theory and practice. Yet, in practice, this base of value is misused. There is no clear procedure for estimating the equitable value and, in particular, it is not possible for the economic specialist to decide what is just. Justice should be decided by court.

Key words: Equitable value; Squeeze-out; Market value.

JEL classification: G30

Příloha č. 1 - Seznam analyzovaných nabídek převzetí a squeeze - outů realizovaných mezi daty 1. 11. 2005 až 19. 12. 2006

Společnost	Účel znaleckého posudku
AGROSTROJ Pelhřimov, a.s.	nabídka převzetí
Českomoravské doly, a.s.	nabídka převzetí
Český Telecom, a.s.	nabídka převzetí
ČKD PRAHA DIZ, a.s.	nabídka převzetí
GUMOTEX, a.s.	nabídka převzetí
KDYNIIUM a.s.	nabídka převzetí
METALIMEX, a.s.	nabídka převzetí
nkt cables, a.s.	nabídka převzetí
OKD, a.s.	nabídka převzetí
PARAMO, a.s.	nabídka převzetí
RM-S Holding, a.s.	nabídka převzetí
Severočeská energetika, a.s.	nabídka převzetí
SFINX, a.s.	nabídka převzetí
Silon, a.s.	nabídka převzetí
SPOLANA, a.s.	nabídka převzetí
Spolek pro chemickou a hutní výrobu, a.s.	nabídka převzetí
Stavostroj, a.s.	nabídka převzetí
ŠKODA PRAHA, a.s.	nabídka převzetí
UNIPETROL, a.s.	nabídka převzetí
United Energy, a.s.	nabídka převzetí
JAKL Karviná, a.s.	nabídka převzetí
Kabelovna Děčín - Podmokly, a.s.	nabídka převzetí
Lafarge Cement, a.s.	nabídka převzetí
Rybářství Třeboň, a.s.	nabídka převzetí
Šmeral Brno, a.s.	nabídka převzetí
Wienerberger cihlářský průmysl, a.s.	nabídka převzetí
Válcovny plechu, a.s.	squeeze - out
Agrona, a.s.	squeeze - out
UNIGEO a.s.	squeeze - out
LCS Business Centre, a.s.	squeeze - out
Rybářství Chlumec nad Cidlinou, a.s.	squeeze - out
BRISK Tábor a.s.	squeeze - out
KOH-I-NOOR Mladá Vožice a.s.	squeeze - out
Obnova Brno, a.s.	squeeze - out
Integral Vrchovina, a.s.	squeeze - out
Lázně Luhačovice, a.s.	squeeze - out
ROIF, a.s.	squeeze - out
ZZN Polepy a.s.	squeeze - out
Zlínská dopravní, a.s.	squeeze - out
XAVERgen a.s.	squeeze - out

Příloha č. 1 - Seznam analyzovaných nabídek převzetí a squeeze - outů realizovaných mezi daty 1. 11. 2005 až 19. 12. 2006

Unibeton, a.s.	squeeze - out
KOMETA GROUP, a.s.	squeeze - out
ŽĐAS, a.s.	squeeze - out
FEROX, a.s.	squeeze - out
RSM Chemacryl, a.s.	squeeze - out
TYPOS, tiskařské závody, a.s.	squeeze - out
Zemědělské zásobování a nákup Šumperk, a.s.	squeeze - out
Severočeské doly a.s.	squeeze - out
PSP Technické služby a.s.	squeeze - out
Zemědělské zásobování a nákup v Přerově, a.s. (NAVOS, a.s.)	squeeze - out
ZENZA Znojmo, a.s.	squeeze - out
KOVONA KARVINÁ, a.s.	squeeze - out
Moravské železářny, a.s.	squeeze - out
ZZN Slaný a.s.	squeeze - out
LINEA NIVNICE, a.s.	squeeze - out
Západočeská plynárenská, a.s.	squeeze - out
LUKROM Valmez, a.s.	squeeze - out
MADETA a.s.	squeeze - out
Cerea, a.s.	squeeze - out
ČKD PRAHA HOLDING, A.S.	squeeze - out
ČSAD autobusy Plzeň, a.s.	squeeze - out
Dermacol, a.s.	squeeze - out
DKF, holding, a.s.	squeeze - out
DOAGRA, a.s.	squeeze - out
H.J.Heinz CR/SR a.s.	squeeze - out
HYDROREAL, a.s.	squeeze - out
Imperial Karlovy Vary, a.s.	squeeze - out
JAKL Karviná, a.s.	squeeze - out
Jihočeská plynárenská, a.s.	squeeze - out
Moravské keramické závody, a.s.	squeeze - out
Obila, a.s.	squeeze - out
PRAGA Hostivař a.s.	squeeze - out
Rybářství Telč, a.s.	squeeze - out
SAFINA, a.s.	squeeze - out
SANITAS, a.s.	squeeze - out
Selekta, a.s.	squeeze - out
Severočeská energetika, a.s.	squeeze - out
Severočeská plynárenská, a.s.	squeeze - out
Středočeská plynárenská, a.s.	squeeze - out
Tagrea, a.s.	squeeze - out
United Energy, a.s.	squeeze - out

Příloha č. 1 - Seznam analyzovaných nabídek převzetí a squeeze - outů realizovaných mezi daty 1. 11. 2005 až 19. 12. 2006

ZENA - zemědělský nákup, a.s.	squeeze - out
ZPA Pečky, a.s.	squeeze - out
ZZN Pardubice, a.s.	squeeze - out
Belegra, a.s.	squeeze - out
Zemská, a.s.	squeeze - out

Příloha č. 2 - Seznam analyzovaných squeeze - outů realizovaných mezi daty 1. 1. 2013 až 23. 12. 2015

Aroma Praha, a.s.	squeeze - out
AQUATIS a.s.	squeeze - out
KOTRLA a.s.	squeeze - out
Agrovit, a.s.	squeeze - out
VIKA Kamničná a.s.	squeeze - out
Bestsport Arena, a.s.	squeeze - out
Frýdlanstká zemědělská a.s.	squeeze - out
Karvinská finanční, a.s.	squeeze - out
HIKOR Písek, a.s.	squeeze - out
Drůbežárny Osík, a.s.	squeeze - out
CZECH BEVERAGE INDUSTRY COMPANY a.s.	squeeze - out
HYDROSYSTEM project a.s.	squeeze - out
Vesa Velhartice, a.s.	squeeze - out
ČSAD Benešov a.s.	squeeze - out
AGROPODNIK ORLICE a.s.	squeeze - out
ZEMAS, a.s.	squeeze - out
KOH-I-NOOR a.s.	squeeze - out
PRAGOPROJEKT, a.s.	squeeze - out
Vsacko Hovězí a.s.	squeeze - out
NMS, a.s.	squeeze - out
ZEMSPOL STUDÉNKA a.s.	squeeze - out
LITÉ akciová společnost	squeeze - out
Chodské vodárny a kanalizace, a.s.	squeeze - out
Moravský zemský holding, a.s.	squeeze - out
STAMEDOP, a.s.	squeeze - out
Kostelní Hlavno a.s.	squeeze - out
PMS Přerov a.s.	squeeze - out
METRA BLANSKO a.s.	squeeze - out
Kaolin Hlubany, a.s.	squeeze - out
Monta spol. a.s.	squeeze - out
Lovosklady a.s.	squeeze - out
PUDIS a.s.	squeeze - out
AGRO-TEX a.s.	squeeze - out
Hřebčín Napajedla a.s.	squeeze - out
HEDVA, a.s.	squeeze - out
HEDVA PRIMA, a.s.	squeeze - out
PRVNÍ MOSTECKÁ a.s.	squeeze - out
JABLONEX GROUP a.s.	squeeze - out
Pražská Plynárenská, a.s.	squeeze - out
Hanácké závody, a.s.	squeeze - out
MORAVIA GLASS, akciová společnost v likvidaci	squeeze - out

Příloha č. 2 - Seznam analyzovaných squeeze - outů realizovaných mezi daty 1. 1. 2013 až 23. 12. 2015

Stavební výroba Praha a.s.	squeeze - out
TABOO a.s.	squeeze - out
AML Holding a.s.	squeeze - out
ČSAD BUS Chrudim a.s.	squeeze - out
MAGNET a.s.	squeeze - out
BOTAS a.s.	squeeze - out
Phoenix Energy a.s.	squeeze - out
Sanatorium Astoria a.s.	squeeze - out
SPORTEN, a.s.	squeeze - out
DOLINA Stare Město, a.s.	squeeze - out
ZEAS Mančice, a.s.	squeeze - out
Hotel Espalande Praha, a.s.	squeeze - out
Pozemní stavby - Stavservis, a.s.	squeeze - out
PACOVSKÉ STROJÍRNY, a.s.	squeeze - out
AGROSUMAK a.s.	squeeze - out
Amylon, a.s.	squeeze - out
Slévárna HEUNISCH, a.s.	squeeze - out
TRADE CENTRE PRAHA a.s.	squeeze - out
Sativa Keřkov, a.s.	squeeze - out
GESTA a.s.	squeeze - out
Karsit Agro, a.s.	squeeze - out
Drůbežářský závod Klatovy a.s.	squeeze - out
OK STS Toužim, a.s.	squeeze - out
SLEZAN Frýdek - Místek a.s.	squeeze - out
Alas, a.s.	squeeze - out
Zetor, a.s.	squeeze - out
KRATINA, a.s.	squeeze - out
A.S.B. FRUKT a.s.	squeeze - out
VÚB a.s.	squeeze - out
POLABSKÉ MLÉKÁRNY a.s.	squeeze - out
Dopravoprojekt Brno a.s.	squeeze - out
Východočeská plynárenská, a.s.	squeeze - out
Severomoravská plynárenská, a.s.	squeeze - out
Légume Investment, a.s.	squeeze - out
PENT, a.s.	squeeze - out
Velkovýkrmy Zákupy, a.s.	squeeze - out
Lučební závody Draslovka a.s. Kolín	squeeze - out
Zemědělské zásobování a nákup Nový Jičín, a.s.	squeeze - out
Farma Otročin a.s.	squeeze - out
IMPS a.s.	squeeze - out
Jihomoravská plynárenská, a.s.	squeeze - out

Příloha č. 2 - Seznam analyzovaných squeeze - outů realizovaných mezi daty 1. 1. 2013 až 23. 12. 2015

PLEMENÁŘSKÉ SLUŽBY a.s.	squeeze - out
HOTELY SRNÍ, a.s.	squeeze - out
DAKO-CZ, a.s.	squeeze - out
Cinemart, a.s.	squeeze - out
OSEVA Agri Chrudim, a.s.	squeeze - out
SD - KOMES, a.s.	squeeze - out
Hořanská a.s.	squeeze - out
Zemědělská společnost Luže, a.s.	squeeze - out
PRAGOMET a.s.	squeeze - out
RETEX, a.s.	squeeze - out
Vodovody a kanalizace Vsetín, a.s.	squeeze - out
První zemědělská Záhornice, a.s.	squeeze - out
MJM Litovel a.s.	squeeze - out

Práce s datem ocenění a s tím spojené dostupné informace

Veronika Machová* – Tomáš Podškubka** – Jiří Hlaváč***

Úvod

V rámci déle vedených soudních sporů dochází často ke zpracování znaleckých posudků se značným časovým odstupem od data ocenění. Jsou nám známy případy, kdy jsou znalecké posudky v rámci takovýchto sporů zpracovávány i s více než desetiletým odstupem od data ocenění. V této situaci jsou již známy skutečné hospodářské výsledky oceňované společnosti a často existují i nové metodické postupy, které znalci v době data ocenění nepoužívali. V takovéto situaci je podstatné to, jaké informace či metody může znalec, v souvislosti s okamžikem jejich vzniku či zveřejnění v relaci k datu ocenění, použít.

Tento článek se tedy bude zabývat právě problematikou dostupných informací ve vztahu k datu ocenění. Cílem tohoto článku je nejprve seznámit čtenáře se základní metodickou úpravou této problematiky a následně uvést a diskutovat několik aspektů této problematiky, se kterými jsme se setkali v praxi.

Základní metodická úprava

V oceňovací praxi je všeobecně uznáván princip, že by znalec měl při ocenění využívat pouze informací, které byly známy k datu ocenění. Tento princip je zakotven např. v Mezinárodních oceňovacích standardech (dále také jako „IVS“), dle kterých většina kategorií hodnoty pracuje s teoretickou transakcí, která by proběhla k určitému datu (datum ocenění). Toto datum ovlivňuje, jaké informace a data znalec zvažuje při ocenění. Dle IVS (2017, str. 17) většinaází hodnoty neumožňuje brát v úvahu informace nebo tržní podmínky, které by k datu ocenění účastníkům této teoretické transakce nebyly známy nebo nemohly být jimi zjištěny za použití přiměřené due dilligence (prověrky).

V případě tržní hodnoty je v IVS datum ocenění zakotveno již v její samotné definici, přičemž IVS (2017, str. 19) uvádějí, že stanovená tržní hodnota bude reflektovat stav trhu a okolnosti platné k datu ocenění, nikoliv k jinému datu.

Datu ocenění se věnuje i návrh standardu S1 OP VŠE „Standard pro oceňování podniku v České republice“ vypracovaný Institutem oceňování majetku (dále také jako „IOM“), který uvádí následující:

„Datum ocenění je datum, ke kterému se vztahuje odhadnutá hodnota. Datum ocenění je nutné odlišovat od data, kdy je ocenění zpracováno. Do hodnoty podniku se nemohou promítat informace a vlivy, které nastaly až po datu ocenění.“

Problematika práce s dostupnými informacemi ve vztahu k datu ocenění je tedy poměrně jasně upravena jak v IVS, tak i v návrhu Standardu pro oceňování podniku v ČR vypracovaném IOM.

Výše uvedený princip práce s informacemi ve vztahu k datu ocenění se zdá být relativně intuitivním a jednoduše aplikovatelným v situaci, kdy datum vyhotovení ocenění je

* Ing. Veronika Machová – senior consultant; znalecký ústav TPA Valuation & Advisory s.r.o.

** Ing. Tomáš Podškubka, Ph.D. – senior manager; znalecký ústav TPA Valuation & Advisory s.r.o.

*** Ing. Jiří Hlaváč, Ph.D. – partner; znalecký ústav TPA Valuation & Advisory s.r.o.

blízko data ocenění, neboť v takové situaci není obvykle o předmětu ocenění (podniku) k datu vyhotovení ocenění známo mnoho nových informací v porovnání s datem ocenění. S větším časovým odstupem mezi datem vyhotovení posudku a datem ocenění je však již k dispozici mnoho informací o předmětu ocenění, které k datu ocenění nemohly být známy, jako např. skutečné výsledky hospodaření v letech po datu ocenění. Někteří znalci pak mají tendenci používat tyto skutečně dosažené výsledky ve svých oceněních, ať již přímo nebo ve formě odůvodnění jimi „plánovaných“ výsledků. Tento přístup považujeme za jasné porušení principu data ocenění a za pochybení znalce.

V praxi však může nastat mnoho sporných situací, kdy aplikace výše uvedeného principu nemusí být vždy jasná. V následujících kapitolách tohoto článku se budeme věnovat několika sporným situacím a s tím spojenými názory, se kterými jsme se v praxi setkali.

Datum vzniku informace vs. datum její publikace

První otázkou je, jak přistoupit k situaci, kdy mezi vznikem informace a její publikací nastane určité časové zpoždění, přičemž informace (podklad či zdroj informací) vznikne do data ocenění, ale je publikována až po datu ocenění.

V praxi se můžeme setkat buď s přístupem, kdy jsou používány pouze ty zdroje informací, které byly publikovány do data ocenění, nebo s přístupem, kdy jsou používány ty zdroje, které jsou založeny na informacích vzniklých do data ocenění, bez ohledu na datum jejich publikace. Někteří znalci se pak pohybují mezi těmito dvěma přístupy podle konkrétní situace a zdroje informací.

Dle našeho názoru není ani jednu z uvedených krajních variant přístupů možné univerzálně používat na veškeré podklady a zdroje informací používané při ocenění podniku. Jako možné kritérium pro vyhodnocení použitelnosti informací vzniklých do data ocenění, ale publikovaných až po datu ocenění, navrhujeme to, zda by dané informace mohly být zjištělné pro strany teoretické transakce odpovídající použité kategorii hodnoty. Znalec by tedy dle našeho názoru měl pro ocenění používat informace, které by byly zjištělné pro účastníky transakce do data ocenění za použití přiměřené due dilligence. Použití tohoto přístupu uvedeme na několika ilustrativních příkladech.

Naprosto typickým příkladem situace, kdy informace vznikne do data ocenění, ale je publikována po tomto datu, je účetní závěrka s rozvahovým dnem k datu ocenění. Ta samozřejmě zohledňuje v souladu s účetními standardy primárně informace dostupné do rozvahového dne, nicméně sestavit účetní závěrku trvá přinejmenším několik týdnů, v případě větších podniků i měsíců, a logicky je pak účetní závěrka vždy publikována až po rozvahovém dni resp. datu ocenění. Pokud bychom princip používání informací dostupných do data ocenění vykládali ve variantě, že je možné používat pouze informace publikované do data ocenění, pak bychom ani samotnou účetní závěrku s rozvahovým dnem k datu ocenění nemohli použít. Věříme, že se celá odborná obec shodne na tom, že účetní závěrku s rozvahovým dnem k datu ocenění, ač sestavenou a publikovanou později, je možné k ocenění podniku využít.

Domníváme se, že použití účetní závěrky s rozvahovým dnem k datu ocenění, nicméně publikované až poté, je i v souladu s výše uvedenými principy a s námi navrhovaným přístupem. IVS uvádí, že máme při ocenění brát v úvahu informace nebo tržní podmínky, které by k datu ocenění účastníkům teoretické transakce, odpovídající definici použité kategorie hodnoty, byly známy nebo mohly být jimi zjištěny za použití přiměřené due dilligence. Při M&A transakcích jsou právě informace z účetní závěrky s rozvahovým dnem k datu transakce, která je logicky dostupná až po datu uzavření dané transakce, obvykle standardně při prodeji podílu na firmě neobchodované na burzovním trhu používány, a to

k úpravě kupní ceny stanovené v kupní smlouvě tak, aby byl zohledněn např. stav pracovního kapitálu k datu uzavření transakce nebo výplaty z vlastního kapitálu.

Je tedy vždy možné pro ocenění používat i jiné zdroje obsahující informace vzniklé do data ocenění, ale publikované až po tomto datu? Dle našeho názoru to nelze takto paušalizovat a je důležité, aby se znalec u každého takového zdroje zamyslel, zda by informace z něj byl průměrný účastník transakce schopen získat do data ocenění či nikoliv. To si dokážeme představit např. u informací o trhu vzniklých do data ocenění, ale publikovaných několik týdnů po datu ocenění. Věříme, že by kupující v rámci analyzování relevantního trhu byl schopen takovéto informace získat i dříve, než byly publikovány. Naopak použití zdroje obsahujícího analýzy rozsáhlejších dat vzniklých do data ocenění, ale publikovaného několik let po datu ocenění, považujeme již za obtížněji obhajitelné.

Jako kritérium pro vyhodnocení použitelnosti informací vzniklých do data ocenění, ale publikovaných až po datu ocenění, tedy navrhuje to, zda by dané informace mohly být zjištěné pro strany teoretické transakce odpovídající použité kategorii hodnoty. Znalec by podle našeho názoru měl pro ocenění používat informace, které by byly zjištěné pro účastníky transakce do data ocenění za použití přiměřené due diligence.

Výše uvedený přístup sice může klást větší nároky na znalce, nicméně dle našeho názoru lépe odpovídá principům uvedeným v IVS.

Eliminace informační asymetrie

V této části článku se budeme zabývat Příkladem 1 uvedeným v článku Buuse (2017), který se věnoval také tématu práce s informacemi v relaci k datu ocenění. V tomto příkladu se Buus zabývá situací, kdy je oceňována společnost investující ve sdružené výrobě v roce X, přičemž o této investici referovala ve výroční zprávě za rok X, aniž by byla zmínila dopady investice do svého hospodaření v letech X+1. Dopady investice (vyšší skutečně prodané množství) jsou následně zveřejněny ve výroční zprávě za rok X+1. Buus uvádí, že znalec by při ocenění s okamžikem ocenění ke konci roku X měl využít informací zveřejněných ve výroční zprávě za rok X+1, neboť vedení předmětné společnosti musely nebo přinejmenším mohly být známé a důvodně očekávatelné již v roce X. Tento přístup Buus odůvodňuje podmínkou kompletní informovanosti stran transakce a existencí informační asymetrie mezi insidery a outsidersy.

Danou situaci chápeme tak, že by znalec při ocenění nekomunikoval s vedením oceňované společnosti a pracoval by pouze s podklady omezenými na veřejně publikované informace.

Tento přístup je však dle našeho názoru v rozporu s definicí tržní hodnoty. Kupující by při vynaložení náležité odborné péče získal od vedení společnosti informace o očekávaných efektech provedené investice. Znalec má pouze jaksi „simulovat“ chování kupujících a prodávajících. Považujeme proto za chybu znalce, že by své zkoumání bez zdůvodnění omezil pouze na veřejně dostupné informace, čímž by nenaplnil tento aspekt tržní hodnoty. Samozřejmě posudek vycházející pouze z veřejně dostupných informací bude mít jinou váhu než posudek, který byl připraven i se zohledněním dalších podkladů dostupných k datu ocenění.

Pokud budeme předpokládat, že ocenění bylo vypracováno v rámci soudního sporu, měl by znalec využít postavení, které mu dává jeho jmenování soudem, a požadovat od vedení oceňované společnosti poskytnutí potřebných podkladů, které mělo k datu ocenění k dispozici, a také využít možnosti nahlédnout do soudního spisu. Z tohoto důvodu považujeme použití informací z výroční zprávy za rok X+1, tedy za období po datu ocenění,

za porušení principu data ocenění a za pochybení znalce. Znalec by se měl dle našeho názoru ze své pozice snažit o eliminaci případné informační asymetrie a snažit se získat maximum možných informací. Upozorňujeme ovšem, že z povahy věci nemusí být všechny informace dostupné všem – vždy bude záležet na procesním postavení každého subjektu. V případě, že by byl v tomto směru nějak omezen, např. odmítnutím poskytnutí informací ze strany managementu podniku, potom by měl na tuto skutečnost upozornit a uvést ji ve znaleckém posudku jako omezení.

Pokud je zadáním znalce provést ocenění pouze na základě veřejně dostupných informací, potom jde také o významné omezení, na které znalec ve znaleckém posudku musí upozornit.

Metodické postupy

V případě delšího časového odstupu mezi datem zpracování znaleckého posudku a datem ocenění může dojít k posunu i v metodikách ocenění. V této části bychom se rádi zaměřili právě na použití metodických postupů a odborné literatury jako na další významný faktor ovlivňující výsledek ocenění. V rámci naší praxe jsme se již setkali se situací, kdy znalec zpracovávající znalecký posudek s více než desetiletým odstupem od data ocenění použil metodický postup, který nebyl znám k datu ocenění a v praxi se začal využívat až několik let po datu ocenění. Tento postup byl odůvodněn tím, že díky použití těch nejaktuálnějších odborných znalostí bude dosaženo nejobjektivnějšího způsobu ocenění, a tudíž by měl být preferován znalecký posudek používající nejnovější metodické postupy, ač nepoužívané k datu ocenění, nad znaleckým posudkem používajícím starší metodické postupy používané znalci v době data ocenění.

S tímto názorem zásadně nesouhlasíme, neboť k datu ocenění daná metoda nebyla známa ani využívána a je proto logické, že ji ani průměrný investor na trhu nemohl k datu ocenění využít. Domníváme se, že tento postup je v rozporu se samotnou definicí tržní hodnoty, dle které je nutné hledat částku, za kterou by měl být podnik (akcie, obchodní podíl) směněn k datu ocenění mezi koupěchtivým kupujícím a prodejčtivým prodávajícím. Znalec má za úkol simulovat postupy, které by tito teoretičtí kupující a prodávající při svém rozhodování o částce, za kterou jsou ochotni daný podnik koupit/prodat, používali. Logicky by pak pracovali pouze s metodami, které jim k danému datu ocenění byly známy, nikoliv s těmi, které doposud známy nebyly. Znalec je tedy při volbě metod a postupů ocenění vázán tím, že se musí jednat o metody a postupy k datu ocenění známé, ale také o metody a postupy tržními subjekty používané.

Pokud by byla zachována logika, že je možné používat odborné znalosti a metodické postupy získané a používané až po datu ocenění, mohla by se výsledná hodnota ocenění lišit v závislosti na datu vyhotovení jednotlivých znaleckých posudků a každý další rok by pak mohlo dojít ke stanovení odlišné hodnoty, přestože by datum ocenění bylo stále stejné. Fakticky by tak některá ze stran soudního sporu mohla neustále zpochybňovat cenu/hodnotu logicky odvozenou na základě tehdejších metodických postupů. V rámci soudních sporů by pak docházelo k prodlužování soudního řízení a tím k jeho nehospodárnosti, nehledě na to, že by výsledná hodnota byla závislá na samotné délce soudního řízení a počtu založených znaleckých posudků, přestože by hodnota byla stanovována vždy ke shodnému datu ocenění. Daný přístup by také značně snižoval právní jistotu stran sporu, neboť by jejich rozhodnutí (např. realizace práva odkupu akcií minoritních akcionářů – tzv. squeeze-out), které bylo realizováno dle informací a metodik známých ke konkrétnímu datu, bylo následně přehodnocováno na základě nových informací a metodik, které k datu uplatnění jejich práva nebyly známy. Věříme, že takováto situace by neměla být v právním státě přípustná.

Absurditu tohoto přístupu lze ilustrovat i na obdobném příkladu z jiného oboru. Lékaři při léčbě pacienta využívají nebo mají využívat postupy, které znají, jsou dostupné a prověřené v době, kdy ho léčí. Obvykle lékaři nemohou čekat 10 let na případnou nově objevenou efektivnější léčbu, protože by pacient mohl mezitím zemřít nebo by se jeho zdravotní stav mohl výrazně zhoršit. Lékař tedy volí tu nejlepší možnou léčbu, kterou má v době léčby k dispozici. Pokud by znalec z oboru zdravotnictví, který bude posuzovat postup daného lékaře po 10 letech, odborně hodnotil jeho postup s ohledem na postupy používané ve zdravotnictví v době zpracování znaleckého posudku, potom by mohl chybně dospět k závěru, že postup lékaře nebyl správný a měl aplikovat jinou (např. efektivnější) léčbu, přestože takový léčebný postup nebyl k dispozici v době léčby pacienta lékařem. Stejně tak by dle našeho názoru i znalec při ocenění podniku měl využívat metody dostupné k datu ocenění, nikoliv metody, které vznikly a začaly být v praxi používány až po datu ocenění (tedy z pohledu data ocenění v budoucnu). Tento přístup musí být zachován bez ohledu na to, s jakým časovým odstupem od data ocenění dané ocenění provádíme.

Jednou z analogií používanou pro obhajobu názoru na to, že je při oceňování možné používat odborné znalosti a metodické postupy získané a používané až po datu ocenění, je srovnání s prací kriminalistů, kteří mohou používat nové kriminalistické metody, které v době spáchání trestného činu nebyly známy či rozšířené (Zima, 2016). Ta se může na první pohled zdát logickou, nicméně dle našeho názoru srovnání s prací kriminalistů při odhalování pachatelů a jejich možnosti použít nové kriminalistické metody plně neodpovídá situaci a metodám používaným při oceňování.

Je nutné si uvědomit, že v rámci oceňování v podstatě používáme dvě skupiny metodických postupů. První skupinou jsou metody, jakými odhadujeme hodnotu podniku (tzn. metody odhadu diskontní míry, metody ocenění jako jsou DCF či EVA, iterativní přepočty a další). Tyto metody mají vliv na výsledek ocenění, a pokud místo k datu ocenění používané metody použijeme metodu novou, v té době neznámou a nepoužívanou, pravděpodobně dojdeme k jinému výsledku. Právě otázka použitelnosti těchto metod je v rámci oceňovací praxe naprosto zásadní, neboť tyto metody mají vliv na výsledek ocenění, a tudíž použití nových metod při ocenění „do minulosti“ způsobuje zásadní problémy, popsané výše, spočívající v nesrovnatelnosti jednotlivých posudků se shodným datem ocenění a z toho plynoucí právní nejistotu. Zejména pak použití „nových“ metod nevede ve svém důsledku k odhadu hodnoty tak, jak by to k určitému datu učinili běžní kupující a prodávající na trhu, a tudíž je takovýto postup v rozporu s definicí tržní hodnoty.

Do druhé skupiny „metod“ bychom pak zařadili např. použití počítače a programu Word pro napsání textu znaleckého posudku i v případě, že bychom oceňovali k datu, kdy znalci počítače neměli a posudky psali na psacím stroji. Tato nová „metoda“ jistě urychlí vyhotovení znaleckého posudku, ale na výslednou hodnotu tato „metoda“ nemá vliv. Právě tuto skupinu metod považujeme za srovnatelnou s kriminalistickými metodami. Kriminalistům také nová kriminalistická metoda pomůže odhalit pachatele či jeho odhalení urychlí (podstata ale zůstává stejná, tj. pachatel spáchal trestný čin). V případě této skupiny „metod“ pak jistě není nutné používat staré „metody“ (psát posudky na psacím stroji), neboť na výslednou hodnotu nemají vliv, ale pouze zjednodušují a zrychlují naši práci.

V případě metodických postupů může také nastat situace, že před datem ocenění bude publikován článek představující nový metodický přístup. Je pak otázkou, zda by jej měl znalec při ocenění okamžitě a nekriticky použít? Je zde jistě splněna podmínka publikace daného metodického postupu před datem ocenění. Otázkou je, zda bude tento nový metodický postup kladně přijat znaleckou obcí, akceptován soudy a běžně praxí používán. Nový metodický přístup může být z legitimních důvodů zavrhnout jako špatný a reálně nemusí být

nikdy v praxi používán. Z tohoto důvodu by znalec měl využívat pouze těch metodických postupů, které prošly odbornou diskusí a na něž mezi znaleckou obcí nepřevažují negativní názory a/nebo jsou používány průměrnými investory na M&A trhu. Analogický přístup můžeme hledat např. v postupech, které se uplatňují při vývoji nových léčiv. Ta před jejich uvedením na trh a podávání běžným pacientům procházejí několika fázemi testování a také registrací u příslušného regulačního úřadu.

Závěr

V tomto článku jsme se zabývali problematikou práce s dostupnými informacemi ve vztahu k datu ocenění. **Dle IVS by při ocenění neměly být brány v úvahu informace, které k datu ocenění účastníkům transakce nebyly známy nebo nemohly být jimi zjištěny za použití přiměřené due dilligence.** Stejně tak i IOM ve svém návrhu Standardu pro oceňování podniku v ČR uvádí, že **do hodnoty podniku se nemohou promítat informace a vlivy, které nastaly až po datu ocenění.**

V praxi se může stát, že mezi vznikem informace a její publikací nastane časové zpoždění, přičemž informace vznikne do data ocenění nebo k datu ocenění, ale je publikována až po datu ocenění. Jako možné kritérium pro vyhodnocení použitelnosti informací vzniklých do data ocenění, ale publikovaných až po datu ocenění, navrhuje to, zda by dané informace mohly být zjištěné pro strany teoretické transakce odpovídající použité kategorii hodnoty. **Znalec by měl pro ocenění používat informace, které by byly zjištěné pro účastníky transakce do data ocenění za použití přiměřené due dilligence.** Tento přístup sice může klást větší nároky na znalce, nicméně dle našeho názoru lépe odpovídá principům uvedeným v IVS.

Za porušení principu práce s informacemi dostupnými do data ocenění je jistě možné považovat použití informací o hospodářských výsledcích či tržbách oceňované společnosti za roky po datu ocenění. Za omluvu tohoto postupu nelze považovat to, že znalec pracuje pouze s veřejně dostupnými informacemi.

Znalec by se měl ze své pozice snažit o eliminaci případné informační asymetrie a snažit se získat maximum možných informací. V případě zpracování znaleckého posudku v rámci soudního sporu by tedy měl využít postavení, které mu dává jeho jmenování soudem, a **požadovat od vedení oceňované společnosti poskytnutí potřebných podkladů, které mělo k datu ocenění k dispozici, a také využít možnosti nahlédnout do soudního spisu.** V případě, že by byl v tomto směru nějak omezen, např. odmítnutím poskytnutí informací ze strany managementu podniku, tak je povinen ve znaleckém posudku takové omezení uvést. Stejně tak i v případě, že by jeho zadáním bylo provést ocenění pouze na základě veřejně dostupných informací, jedná se o **významné omezení, které ve znaleckém posudku musí být uvedeno a samozřejmě se může projevit v nižší vypovídací schopnosti tohoto znaleckého posudku.**

Je nepřijatelné, aby byly v ocenění používány metodické postupy^{*} dostupné a v praxi používané až po datu ocenění. To by totiž odporovalo definici tržní hodnoty (či jiného standardu hodnoty), dle které je nutné hledat částku, za kterou by měl být podnik (akcie, obchodní podíl) směněn k datu ocenění mezi koupěchtivým kupujícím a prodejchtivým prodávajícím. Znalec má za úkol simulovat postupy, které by tito teoretičtí kupující a prodávající při svém rozhodování o částce, za kterou jsou ochotni daný podnik

^{*} Jedná se o metodické postupy, jakými odhadujeme hodnotu podniku (tzn. metody odhadu diskontní míry, metody ocenění jako jsou DCF či EVA, iterativní přepočty a další), přičemž tyto metodické postupy mají vliv na výsledek ocenění.

koupit/prodat, používali. Logicky by pak pracovali pouze s metodami, které jim k danému datu ocenění byly známy, nikoliv s těmi, které doposud známy nebyly. Znalec je tedy při volbě metod a postupů ocenění vázán tím, že se musí jednat o metody a postupy k datu ocenění známé, ale také o metody a postupy tržními subjekty používané. Zároveň by znalci měli využívat pouze těch metodických postupů, které prošly odbornou diskusí a na něž mezi znaleckou obcí nepřevažují negativní názory a/nebo jsou používány průměrnými investory na M&A trhu.

Věříme, že náš příspěvek povede k zamyšlení znalců nad tím, jakým způsobem pracují s dostupnými informacemi a přispěje tak k dalšímu zkvalitnění znalecké praxe v České republice.

Literatura:

- [1] Buus, T. (2017): *Okamžik ocenění a použitelné informace*. Oceňování, 2017, roč. 10, č. 2, str. 3-13.
- [2] Institut oceňování majetku (2011): Návrh českého standardu pro oceňování podniků. Prosinec 2011. Dostupné on-line: <http://iom.vse.cz/odborna-cinnost/ceske-ocenovaci-standardy/>. Přistoupeno 9. 3. 2018.
- [3] INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL (2017). *International valuation standards*. 2017. London: International Valuation Standards Council, 2017. ISBN 978-0-9931513-0-9.
- [4] Zima, P. (2016): *Oceňování podniků v právní praxi*. V Praze: C.H. Beck, 2016. Právní praxe. ISBN 978-80-7400-623-4.

Práce s datem ocenění a s tím spojené dostupné informace

Veronika Machová – Tomáš Podškubka – J. Hlaváč

ABSTRAKT

Tento příspěvek se zabývá problematikou práce s dostupnými informacemi v relaci k datu ocenění. Uvádí základní metodickou úpravu obsaženou v Mezinárodních oceňovacích standardech a v návrhu standardu S1 OP VŠE „Standard pro oceňování podniku v České republice“ vypracovaném Institutem oceňování majetku. Dále navrhuje přístup, jak pracovat se zdroji informací, jež obsahují informace vzniklé do data ocenění, ale jsou publikovány až po datu ocenění. Věnuje se také tématu úlohy znalce při eliminaci informační asymetrie. Zabývá se i otázkou, jaké metodické postupy používat, pokud mezi datem ocenění a datem vyhotovení ocenění dojde k jejich vývoji.

Klíčová slova: Tržní hodnota; Oceňování; Informace; Okamžik ocenění.

Work with valuation date and available information

ABSTRACT

This paper deals with the topic of work with available information in relation to the valuation date. Firstly, this paper presents the main methodology included in the International valuation standards and in the draft of the standard S1 OP VŠE “Standard for business valuation in the Czech Republic” drawn up by the Institute of business valuation. Secondly, this paper proposes the approach of working with information originated before the valuation date but published thereafter. Also, this paper deals with the role of the expert in the elimination of information asymmetry. Finally, this paper examines what methodology to use if it progresses between the valuation date and the date of the expert opinion.

Key words: Market Value; Valuation; Information; Valuation date.

JEL classification: G30

K vybraným problémům oceňování majetku s důrazem na oceňování podniku[#]

Miloš Mařík – Pavla Maříková***

1. Úvod

V posledních letech se rozšiřují zkušenosti jednotlivých znalců a odhadců a spolu s tím vyvstávají naléhavěji různé problémy, které dříve z různých důvodů nebyly řešeny. Znalecká obec se snažila hledat základní cesty a na zdánlivě okrajovější problémy nebyl čas ani síly. Nyní zřejmě doba uzrála k tomu, řešit ty problémy, kterým dříve nebyla věnována dostatečná pozornost. Při vytipování těchto problémů vycházíme z poznatků a zkušeností z vlastní praxe a z různých seminářů, které se svými tématy dotýkají oceňování.

Cílem tohoto článku je tedy zaujmout stanovisko k několika vybraným problémům z těch, které, jak se nám zdá, se poslední dobou hromadí:

- Požadavek veřejnosti, který zní: Je potřeba stanovit ocenění, které by bylo „správné a jednoznačné“.
- Je možné i nadále vystačit s tím, aby naše právo znalo stále jen cenu obvyklou?
- Tržní hodnota a předpoklad nejlepšího využití, zejména v případě oceňování podniku.
- Tržní hodnota a spravedlivá hodnota v případě nabídek převzetí a squeeze-outu.
- Substanční hodnota a celkové ocenění podniku.

2. Správné a jednoznačné ocenění majetku

Požadavek na správné a jednoznačné ocenění se v praxi často objevuje, zřejmě by jej velmi přivítali advokáti a soudci, protože by to výrazně ulehčilo řešení mnoha sporů. Potřeba správných a jednoznačných ocenění se tedy zdá být nesporná. Otázkou však je, zda je něco takového možné.

Správné ocenění by mělo být takové ocenění, které odráží realitu ekonomických vztahů v naší společnosti. To znamená, že pokud odhadneme například tržní hodnotu, tak bychom měli dospět k odhadu ceny, za kterou by bylo možné konkrétní věc prodat, samozřejmě při respektování podmínek, za kterých byl odhad učiněn. Připomínáme, že hodnota věci je v zásadě dána očekávaným budoucím užitekem. Tento užitek musí být odhadován u věci s dlouhou životností pro dlouhé budoucí období odpovídající životnosti dané věci. Již na první pohled je zřejmé, že odhad užitku do budoucnosti v podmínkách rychle se měnícího světa téměř nikdy nemůže být jednoznačný. Pokud ovšem nemohu disponovat jednoznačnými odhady do budoucnosti, a v případě použití výnosového ocenění nemám k dispozici ani jednoznačné odhady nejlepších alternativních investic, pak nemohu dospět k jednoznačným výsledkům. Z této skutečnosti jsme odvozovali závěr, že ocenění

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

* Prof. Ing. Miloš Mařík, CSc., Katedra financí a oceňování podniku VŠE Praha, ředitel Institutu oceňování majetku VŠE Praha

** Doc. Ing. Pavla Maříková, CSc., – Katedra financí a oceňování podniku VŠE Praha.

může sice obsahovat základní výsledek, ale k tomu by měly být stanoveny i určité meze, ve kterých se ocenění může pohybovat, aniž bychom výsledek mohli považovat za nesprávný. Naše úvaha je sice jen velmi stručná, přesto se však domníváme, že jsme dostatečně naznačili, že jen ve zcela výjimečných případech lze očekávat, že výsledek bude správný a přitom jednoznačný. Dovolujeme si tvrdit, že **oba požadavky se do jisté míry vylučují**.

Samozřejmě lze se snažit o jednoznačnější výsledky ocenění. Ve snaze získat jednoznačnější výsledek jsou u nás, ale i v jiných zemích, konstruovány oceňovací vyhlášky. Příslušný úřad zpracovává pravidla oceňování, která výrazně zúží manévrovací prostor oceňovatele. Výsledek pak není sice jednoznačný, jak asi potvrdí všichni uživatelé těchto pravidel, je ale pravděpodobně jednoznačnější než běžné tržní ocenění, zejména od českých znalců. Odborná veřejnost však sotva pochybuje o tom, že získané ocenění bude často z pohledu trhu nesprávné. Toto tvrzení by asi nebylo nesnadné doložit.

Je dobré si uvědomit, že naznačeným problémem netrpí zdaleka jen oceňování, ale že na tento problém narážíme například i v účetnictví. Chceme-li mít v účetnictví hodnoty majetku, které by bylo možno jednoznačněji doložit, pak například u dlouhodobého majetku použijeme historické ceny, které budeme stanoveným způsobem odepisovat, pokud samozřejmě jsou odpisy na místě. Je ovšem jasné, že historické ocenění zejména dlouhodobějšího majetku bude po určité době vzdálené od reality. Řešení je někdy spatřováno ve stále širším využití tzv. reálných cen, kdy se majetek v nějakých intervalech přeceňuje. Přeceňování majetku však z pochopitelných důvodů zdaleka nemusí vést k jednoznačným a průkazným výsledkům, takže se otevírá prostor i pro nežádoucí manipulace. Účetní se pak přou, do jaké míry využívat reálné ceny a do jaké míry se spoléhat na historické ceny.

Zcela uspokojivé řešení naznačeného problému podle našeho názoru neexistuje. Základní možností asi je tlačit oceňovatele a znalce k etickému chování a zužovat jejich prostor pro snahu vyhovět jedné ze stran. Mimo znalecké etiky je pak třeba klást důraz na to, aby znalecké ocenění obsahovalo jasné vysvětlení, jak znalec ke svému výsledku dospěl, a stanovit vhodná pravidla, abychom se vyhnuli sporům, zda použít ten nebo onen postup, pokud pro výběr jednoho postupu není jednoznačný důvod.

Řešení tedy vidíme:

- v důrazu na etiku znalců,
- ve vypracování přijatelných znaleckých standardů,
- v důsledném uplatňování zásad pro ocenění majetku, které vypracovali Američané a které jsme se snažili podrobněji popsat v publikaci *Metody oceňování podniku* (Mařík a kol., 2018, kap. 1.10). Máme na mysli zásadu komplexnosti, úplnosti, opakovatelnosti, vnitřní konzistence, nezávislosti a nestrannosti, důvodnosti, odůvodněnosti, vzájemné kontroly a transparentnosti. Obáváme se, a výchozí analýzy tomu nasvědčují, že značná část znaleckých posudků těmto požadavkům neodpovídá.

3. Je možné i nadále vystačit s tím, aby naše právo znalo stále jen cenu obvyklou?

Připomeňme si, že cena obvyklá se do zákona o oceňování dostala v 90. letech na základě jednoduché úvahy. Zákon o oceňování a příslušná oceňovací vyhláška měly umožnit relativně jednoznačnější ocenění a dopracovat se k ceně zjištěné. Autoři zákona a vyhlášky si ovšem uvědomovali, že některé statky jsou běžně obchodovány na trhu, kde je obvykle dosahováno nějaké rozpětí cen a kde by bylo zbytečné hledat způsoby, jak stanovit cenu

zjištěnou. Takže do zákona zavedli pojem cena obvyklá a různé postupy pro cenu zjištěnou se měly uplatňovat jen tehdy, pokud trh nějaké relativně jednoznačnější ocenění neposkytoval. Předpokladem ceny obvyklé je relativně homogenní charakter příslušného statku a přiměřená intenzita obchodování na trhu.

Jelikož jsme však neměli, a dosud nemáme, žádné české oceňovací standardy, tak se praxe postupem času dopracovala do bodu, kdy jakékoli ocenění, které nesměřuje ceně zjištěné, je odhadem ceny obvyklé. Ministerstvo financí pak vydalo doporučení, jak na základě jednoduchého statistického postupu odhadovat cenu obvyklou (MFČR, 2014). Samozřejmě jako souhrnné zhodnocení cen dosahovaných při obchodování s nějakým homogenním statkem.

Snaha používat ve všech případech cenu obvyklou ovšem vedla k nesnázím, protože často nebylo u řady statků možné cenu obvyklou zjistit. Když nahlas stanovíme úkol „určete cenu obvyklou zámků Štířín“, tak je i laikovi zřejmé, že již v zadání je silná kontradikce. Domníváme se, že je evidentní, že nám chybí ústřední pojem světových a evropských oceňovacích standardů, a tím je tržní hodnota. Mezinárodní výbor pro oceňovací standardy piluje pojem tržní hodnoty již od 70. let, v České republice však zůstáváme zatvrzele mimo, ačkoli ve většině jiných případů se mnohdy za každou cenu snažíme napojit na světovou praxi.

Tržní hodnotu je totiž možno zjišťovat všemi třemi základními oceňovacími přístupy (výnosovým, tržně-porovnávacím a nákladovým přístup), což cena obvyklá neumožňuje. Je to dáno jednak výkladem, který ke svému výtvoru podává Ministerstvo financí, a jednak samotným sémantickým obsahem pojmu cena obvyklá. Označení „cena“ vyjadřuje, že by tato báze hodnoty měla vycházet ze skutečně realizovaných cen a nikoli jen hodnot odvozených hypotetickými kalkulacemi. Stejně tak výraz „obvyklá“ vyžaduje, aby se statek za tuto cenu skutečně „obvykle“ obchodoval a nikoli aby byla jen kalkulací toho, za co by se hypoteticky zobchodovat mohl (což ovšem u tržní hodnoty možné je).

Možné řešení je podle našeho názoru poměrně jednoduché, a to je zavést do českého práva i pojem tržní hodnota, aby jej bylo možno používat v případech, kdy cenu obvyklou v pojetí Ministerstva financí ČR nelze určit. Bohužel tento relativně jednoduchý postup má své odpůrce, kteří navrhuji zavést pojem dvou variant ceny obvyklé, a to cenu obvyklou podle zákona o oceňování a cenu obvyklou bez vazby na zákon o oceňování. Variantou tohoto postupu je i návrh, aby Ministerstvo financí stanovilo, že cenu obvyklou je možno zjišťovat, podobně jako tržní hodnotu, i výnosovým a nákladovým způsobem (Kulil, 2018).

Je třeba si také uvědomit, že nejde jen o pojem cena obvyklá. Jde o používání bázi hodnoty jako klíčového pojmu oceňovací praxe i teorie. Volba báze hodnoty podle našeho názoru vymezuje řadu specifíků konkrétního oceňovacího postupu (pro vysvětlení, například zvolím-li investiční hodnotu, mohu diskontní míru odhadnout podle individuálních možností investora, zvolím-li tržní hodnotu, měl bych alespoň orientačně modelovat názor trhu a v souladu s převládající naší i zahraniční praxí použít pro odhad model oceňování kapitálových aktiv, přestože tento postup rovněž není zcela nesporný).

Zavedením tržní hodnoty, což by bylo v souladu se zahraniční praxí, se podle našeho mínění otevírá i cesta pro uplatnění dalších hodnotových bází, jako je spravedlivá hodnota, případně objektivizovaná hodnota (považujeme ji za vhodnou například pro oceňování podniků).

Závěr k problému bázi hodnoty v českých právních předpisech je tedy následující:

- a) považujeme za nezbytné prosadit do českého práva pojem tržní hodnota,

- b) navrhuje, aby zákon umožňoval použít také jiné báze hodnoty v souladu s předpokládanými oceňovacími standardy.

4. Tržní hodnota a předpoklad nejvyššího a nejlepšího využití

Tržní hodnota byla ještě nedávno snad nejvíce používanouází hodnoty, i když pohled do řady znaleckých posudků svědčí spíše o formálním než faktickém používání. Formálním použitím rozumíme skutečnost, že znalec má povědomí o existenci tržní hodnoty v Mezinárodních oceňovacích standardech a snaží se být v souladu se zahraniční praxí, takže do úvodu svého znaleckého posudku napíše, že hledá tržní hodnotu, aniž by si byl plně vědom možných dopadů této volby na vlastní provedení ocenění. Podle naší postupně propracovávané koncepce by naopak volba báze hodnoty měla stále více determinovat konkrétní provedení příslušného ocenění. Prvotním podnětem pro naše uvažování byly německé oceňovací standardy IDW S1, které jednoznačně rozlišují postupy pro subjektivní ocenění (v pojetí Mezinárodních oceňovacích standardů investiční hodnotu) a pro tzv. objektivizovanou hodnotu. Pro úplnost připomeňme, že pokud vycházíme z německých oceňovacích standardů, tak můžeme říci, že Němci tržní hodnotu pro oceňování podniku nepoužívají.

Pokud se podíváme na základní definici tržní hodnoty a porovnáme-li ji s jinými vymezeními hodnoty, např. s cenou obvyklou, může se nám zdát, že se tyto veličiny až tak moc neliší. Cena obvyklá například nemluví o náležitém marketingu apod., což se z praktického hlediska může jevit jako věc omezeného významu. Velké části praxe, a obáváme se, že i velké části akademických autorů, však uniká výrazný doplněk k definici tržní hodnoty, a tím je předpoklad nejvyššího a nejlepšího využití.

Připomeňme jeho vymezení v Mezinárodních oceňovacích standardech (IVSC 2018, kapitola IVS 104 Báze hodnoty, odst. 30.4): *„Využití aktiva, které maximalizuje jeho potenciál a které je možné, právně přípustné a finančně proveditelné. Nejvyšší a nejlepší využití může být pokračováním stávajícího způsobu využití aktiva, nebo nějakým alternativním využitím aktiva. To je dáno využitím, které by účastník trhu pro dané aktivum zamýšlel při určování ceny, kterou by byl ochoten nabídnout“*.

Podle názoru některých znalců, který se projevuje ve znalecké praxi, se jedná o doplněk, který není až tak důležitý. Svědčí o tom skutečnost, že je často hledána tržní hodnota, ale o nejlepším využití se znalecké posudky moc nezmiňují. Striktně vzato, bychom tedy mohli pracovat s tržní hodnotou bez nejlepšího využití a s tržní hodnotou s nejlepším využitím. Podle našeho mínění však báze hodnoty mají pro ocenění zásadní význam a není možné je libovolně upravovat. Je přeci patrné, že odhad tržní hodnoty za předpokladu nejlepšího využití pravděpodobně povede často k jiným výsledkům, než odhad hodnoty za stávajícího využití. Nechceme ovšem tvrdit, že je obecně vyloučeno definovat takto jednoznačně dvě tržní hodnoty, ale současná praxe světových oceňovacích standardů se k takovému řešení nepřiklání. Významu podmínky nejlepšího využití si jsou vědomi i jiné znalecké ústavy, což zřejmě vedlo VUT Brno k zadání disertační práce na toto téma (Klika, 2017). Závěry práce byly uveřejněny v článku v časopise Soudní inženýrství (Klika, 2018). Skutečnost, že se VUT začalo touto záležitostí více zabývat, velice vítáme, i když článek považujeme spíše za podnět k diskusi.

Zdá se, že ještě méně pozornosti je ale věnováno podmínce nejlepšího využití, pokud bychom hledali tržní hodnotu podniku. Praxe významných anglosaských poradenských společností působících v ČR zřejmě vychází z toho, že se použití předpokladu nejlepšího využití zaměřuje téměř výhradně na optimalizaci kapitálové struktury. Optimalizovat kapitálovou strukturu je možné buď teoreticky na základě hledání minima průměrných

vážených nákladů kapitálu, což je ale v praktických případech téměř neproveditelné, nebo na základě odečítání příslušných dat z praxe. Jak známo, odečítání dat z praxe spočívá v tom, že vyhledáme několik podobných společností, kde je známa výše cizího a vlastního kapitálu v tržních hodnotách, a vlastní ocenění konkrétního podniku postavíme na použití průměrných vážených nákladů kapitálu, jejichž hodnota odpovídá vyhledanému průměrnému zadlužení v tržních hodnotách. Tento postup je sice možný, ale jen pro první orientační ocenění. Jeho obecné používání nepovažujeme z řady důvodů za správné. Tomuto problému jsme se věnovali již v minulosti (viz např. Mařík – Maříková 2013, 2017 a další).

Zastáváme názor, že pojetí nejlepšího využití u oceňování podniku na bázi tržní hodnoty by mělo být více propracováno. Zatím jsme dospěli k názoru, že **nejlepší využití při tržním ocenění podniku** by mělo zahrnovat alespoň následující prvky:

- a) Součástí nejlepšího využití je podle našeho názoru například odůvodněné vydělení neprovozního majetku, tedy majetku, který podnik nutně nepotřebuje pro svoji základní činnost. Tento neprovozní majetek je pak oceněn samostatně na základě jeho ekonomicky nejvhodnějšího využití.
- b) Součástí nejlepšího využití je i odhad ekonomicky zdůvodněné délky činnosti oceňované společnosti, která by dlouhodobě neměla fungovat v situaci, kdy sice není ztrátová, ale není schopna vydělat ani náklady kapitálu.
- c) Součástí nejlepšího využití je podle našeho názoru i hodnocení přiměřeného počtu pracovníků a tomu odpovídající produktivity práce, která může být výrazně nižší než u podobných podniků.
- d) Podobně jako v předchozím bodě je možno zkoumat možnosti snížení výrazně delších než obvyklých dob obratu aktivních (resp. zvýšení dob obratu pasivních) položek pracovního kapitálu, pokud ke stávajícím hodnotám není v daném případě jednoznačný důvod.
- e) Při hledání tržní hodnoty je na místě jistě i zvažování optimální struktury kapitálu, zejména v případech, kdy v podniku není používán dlouhodobější cizí úročený kapitál z důvodu podnikatelské opatrnosti. Podle našeho názoru je ale potřeba jednak pracovat nikoli s mechanickým průměrem zadlužení, ale s opravdu užším pásmem obvyklého zadlužení v dané branži, pokud existuje, jednak situaci podniku zvažovat z pohledu předpokládaného investora do podniku, protože předpoklady ohledně zadlužení mohou být u investora do menšího podniku ve středoevropském prostředí jiné než u investora do akcií na americkém kapitálovém trhu. Zdůrazňujeme, že je ale třeba mít v souladu kapitálovou strukturu a finanční plán, ze kterého vyvozujeme ocenění.

Domníváme se, že všechny naznačené způsoby, jak hledat nejlepší využití, by měly být dostatečně zváženy a promyšleny, případně konzultovány s odborníky v daném oboru. Občas se vyskytující praxe, kdy se nasadí jakési průměrné hodnoty z podobných podniků bez dalšího zdůvodňování, nelze považovat za důvodnou a odůvodněnou.

Cílem předchozích úvah bylo doložit, že **podmínka nejlepšího využití by se postupně měla stát nedílnou součástí všech kvalitnějších znaleckých posudků** a znalecká obec by se měla touto záležitostí více zabývat, než tomu bylo dosud.

5. Tržní hodnota a spravedlivá hodnota v případě povinných nabídek převzetí a squeeze-outů

Povinné nabídky převzetí se již před lety staly významnou sférou pro oceňování podniku, i když původně neměly žádné obecné zázemí a každý znalec postupoval, jak je u nás častým zvykem, zcela podle svého uvážení. Jelikož v praxi převažovala mezi bázemi hodnoty

tržní hodnota, tak i pro účely povinných nabídek byla často používána tato báze hodnoty. Nebylo však možné detailně posoudit správnost znaleckých posudků předkládaných pro účely povinných nabídek, proto rozhodla Komise pro cenné papíry s podporou konzultantů z VŠE Praha, že za přijatelný bude považován takový znalecký posudek, který použije obecně přijatelné oceňovací postupy. Jelikož takové postupy nebyly zpočátku k dispozici, vypracovali zaměstnanci Komise pro cenné papíry metodický postup ZNAL z roku 2003.

Uvedený metodický pokyn se musel také vypořádat s otázkou, co z pohledu znaleckého rozumět pod požadavkem uváděným v zákoně, že cena nabídnutá za odkup účastnických cenných papírů by měla být přiměřená hodnotě těchto cenných papírů. Komise stanovila, že výchozí hodnotou má být hodnota podniku jako celku a náhrada za jednu akcii minoritního akcionáře má být stanovena jako alikvotní podíl tržní hodnoty podniku připadající na jednu akcii. Ve zdůvodnění se uvádělo, že se všemi akcionáři je třeba zacházet stejně, přestože tržní hodnota jedné akcie, která je buď samostatně prodávána, nebo je realizována v rámci menšinového podílu, bude pravděpodobně nižší, než pokud půjde o ocenění jedné akcie v rámci majoritního podílu. Šlo tedy o stejné zacházení s akciemi malých i velkých akcionářů a z pohledu znaleckého o skutečnost, že nebude uplatňována srážka za minoritu.

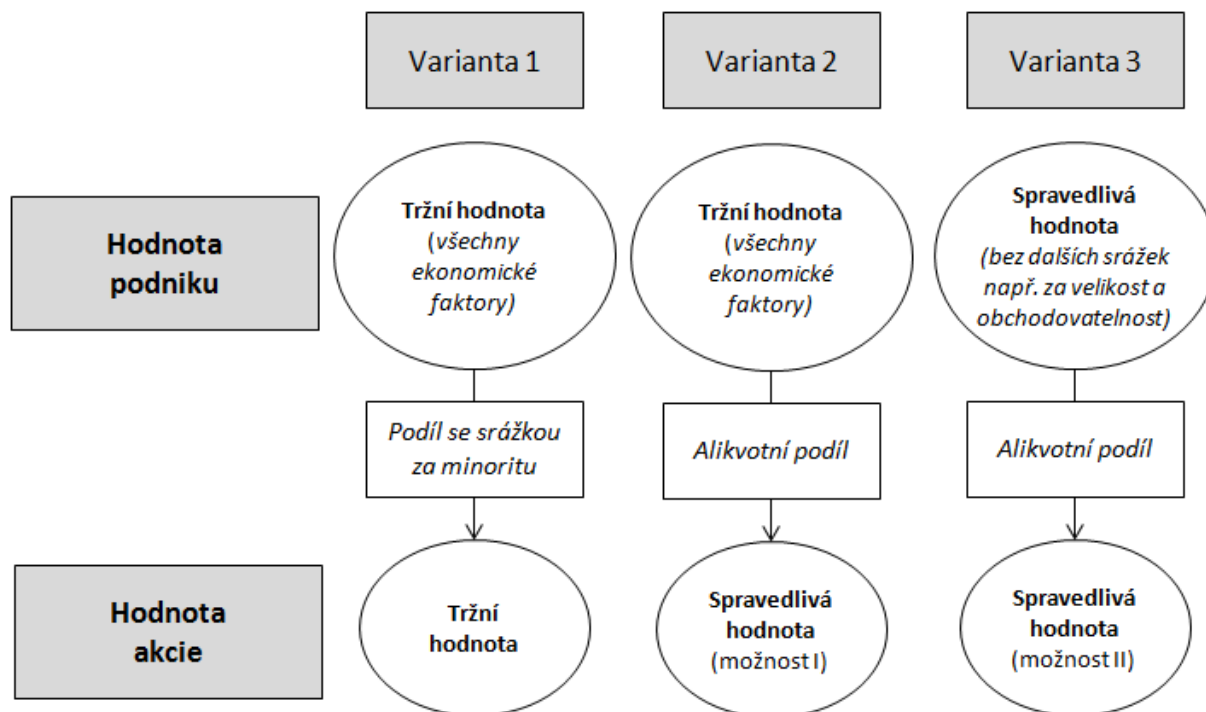
V souvislosti s nekonečnými soudními spory souvisejícími s oceněním akcií pro povinné nabídky a squeeze-outy je však třeba připomenout ještě jednu důležitou věc. Srážku za minoritu nelze podle našeho názoru jednoznačně stanovit, pokud nepoužijeme pouze nějakého jednoduchého schematického postupu z těch, které uvádějí některé prameny (např. Bellinger 1992). Snaha použít tržní hodnotu akcií tak může v řadě případů vést k dalšímu protahování soudních sporů. Znalec, který důkladně přemýšlí o srážce za minoritu, si musí uvědomovat, že v některých případech nemusí být správné ji vůbec používat. V některých případech naopak může být poměrně vysoká. Svědčí o tom i empirická zjištění, která sice poskytují přiměřené hodnoty mediánů a průměrů srážek, ale která ukazují na vysoký rozptyl základních hodnot. Vypuštění srážky za minoritu pro účely nabídek převzetí a později squeeze-outy tak mělo i tento praktický důvod.

Srážka za minoritu je ovšem ve většině případů pravděpodobnou podmínkou pro odhad tržní hodnoty akcie (pravděpodobnou proto, že v některých, byť méně častých, případech nemusejí být k této srážce ani ekonomické důvody, jak bylo naznačeno výše, a nemusí tedy být vždy použita). Nebude-li uplatněna srážka za minoritu, nepůjde pravděpodobně ve většině případů o tržní hodnotu akcie. Patří sem jiná báze hodnoty, kterou metodický pokyn KCP sice neuváděl, ale která byla uváděna v Mezinárodních oceňovacích standardech jako fair value, tj. spravedlivá hodnota. Zde jsme ovšem naráželi na problém, že fair value byla uváděna i v Mezinárodních účetních standardech IAS. Pak nezbývalo, než rozlišovat fair value v účetních standardech a fair value v oceňovacích standardech. Poslední verze Mezinárodních oceňovacích standardů 2017 (IVSC 2018) věc jednoduše napravila tím, že pro tuto bázi hodnoty namísto fair value používá nový pojem equitable value. Chceme tedy zdůraznit, že pojem spravedlivá hodnota se sice ve vztahu k povinným nabídkám převzetí dříve sice nepoužíval, ale fakticky používán byl, pokud se neuplatňovala srážka za minoritu, a tato srážka se v posudcích skutečně běžně neuplatňovala.

Je proto dobré si uvědomit, že používání nejjednodušší formy spravedlivé hodnoty, tedy hodnoty počítané jako alikvotní podíl na tržní hodnotě podniku, vedl k faktickému využívání spravedlivé hodnoty již od poloviny minulého desetiletí. Nelze tedy používání spravedlivé hodnoty považovat z principu za něco zcela nového a do značné míry nepatřičného.

V oblasti oceňování pro účely stanovení protiplnění za minoritní akcie velmi snadno dochází ke směšování některých pojmů. Proto pro lepší orientaci v tom, s jakouází hodnoty se při hledání přiměřeného protiplnění pracuje, případně přichází do úvahy pracovat, uvedeme jednoduché schéma (viz obr. 1).

Obr. 1: Přiměřené protiplnění za minoritní akcie a báze hodnoty



Zdroj: Vlastní konstrukce

Základní myšlenkou použití alikvotního podílu na hodnotě podniku jako celku tedy není ryze ekonomická úvaha, nýbrž uznání námitek minoritních akcionářů, že cena, kterou dostanou zaplacenou za své akcie, není cenou v rámci běžného obchodu, ale že prodej je více méně nucený, což by mělo být nějakým způsobem vzato v úvahu.

Pravdu mají také odpůrci spravedlivé hodnoty, kteří tvrdí, že postup jejího odhadu není přesně stanoven. Podle našeho názoru se však nabízí jednoduché řešení:

- Znalec odhadne tržní hodnotu podniku, (v našich podmínkách obvykle především na základě výnosového přístupu) s použitím všech srážek, které jsou na místě pro tento odhad na úrovni celého podniku.

Pak spočítá alikvotní podíl z tržní hodnoty podniku připadající na jednu akcii. Při tomto výpočtu nepoužije srážku za minoritu, proto získá první variantu spravedlivé hodnoty akcie. Původní materiály KCP tento pojem nepoužily, ale fakticky se již tehdy jednalo o spravedlivou hodnotu.

- Variantně znalec odhadne spravedlivou hodnotu již na úrovni podniku jako celku, při které vypustí další srážky z hodnoty, jako je například srážka za malý podnik, sníženou obchodovatelnost apod. Pak spočítá alikvotní podíl připadající na jednu akcii, čímž dostane druhou variantu spravedlivé hodnoty akcie.
- Znalecký posudek pak nabídne soudu dvě hodnoty, mezi nimiž by se výsledná cena pro minoritní akcionáře měla pohybovat. V obou případech půjde o spravedlivou hodnotu akcie, ale v prvním případě odvozenou z tržní hodnoty podniku (varianta 2 na obr. 1) a ve druhém případě odvozenou ze spravedlivé hodnoty podniku (varianta 3 na obr. 1).

V případě, že by soud vyžadoval tržní hodnotu akcie, přicházela by v úvahu i varianta 1 z uvedeného schématu.

Takové zapojení soudu do řešení sporu na téma přiměřené ceny minoritních akcií považujeme za rozumné řešení vleklých sporů, protože jednoznačné stanovení hodnoty přiměřené ceně akcií evidentně není pouze ekonomickou otázkou, nemůže být stanoveno pouze znalcem a měl by o ní rozhodovat soudce.

Na závěr této části podotýkáme, že postup stanovení spravedlivé hodnoty s vynecháním nejen srážky za minoritu, ale i dalších srážek (tedy obdoba varianty 3 z našeho schématu) je stanoven předpisy v některých zemích. Například řada států USA se řídí Modelovým zákonem o obchodních korporacích, který definuje spravedlivou hodnotu, zejména právě pro účely soudních sporů akcionářů (viz např. Pratt 2009, str. 11). Podle této definice je stanoveno, že je to hodnota akcie určená bezprostředně před uskutečněním kroku společnosti, proti kterému akcionář vznáší námitku (tj. nejsou v ní například zahrnuty žádné synergie plynoucí z tohoto kroku). Od roku 1999 pak do této definice bylo přidáno jednoznačné upřesnění, že spravedlivá hodnota neobsahuje ani srážku za minoritu, ani srážku za sníženou obchodovatelnost. Na toto vymezení spravedlivé hodnoty stanovené právními normami pak upozorňují i poslední verze Mezinárodních oceňovacích standardů 2017 (IVSC 2018, kap. IVS 104, odst. 120.2) a bylo zmiňováno i ve známých ročenkách Ibbotsonu. Na závěr ještě poznamenejme, že v německy hovořících zemích se používá místo tržní hodnoty objektivizovaná hodnota, kde se mnohé srážky často vůbec nekalkulují (Wollny 2010, Maurer 2006).

6. Substanční hodnota a celkové ocenění podniku

Substanční hodnota je stále jednou z běžných položek oceňovacích posudků zaměřených na oceňování podniku v České republice. Její použití ale není podle našeho názoru vždy správné.

Nejdříve je třeba připomenout obsah pojmu substanční hodnota. Obecně se jedná o hodnotu majetkové podstaty, kterou spočítáme tak, že oceníme jednotlivé složky majetku, hodnoty oceněného majetku sečteme a odečteme dluhy, pokud chceme získat substanční hodnotu netto.

Hodnotu majetku můžeme získat na základě:

- historických cen – zde pak používáme pojem **účetní hodnota**,
- aktuálního ocenění na základě cen pořízení – mluvíme o **substanční hodnotě v užším slova smyslu** a zároveň o nákladovém ocenění,
- aktuálního ocenění na základě realizačních cen upravených o náklady prodeje a ve většině případů i o časovou hodnotu peněz, nákladů spojených s rozprodejem majetku a ukončení provozu podniku včetně odstupného pro zaměstnance; pak hovoříme o **likvidační hodnotě**.

Pod substanční hodnotou tedy rozumíme druhou variantu našeho rozdělení, která někdy bývá použita i jako ocenění základní. V případě běžného podniku by tomu tak však nemělo být, což jasně vyjadřují německé oceňovací standardy IDW S1 (2008 odst. 171, str. 34): „*Substanční hodnota chápáná jako netto neúplná reprodukční hodnota postrádá zásadně přímý vztah k budoucím finančním přebytkům. Proto této hodnotě nepřísluší při zjišťování hodnoty podniku žádný zásadní význam*“.

Podobně hovoří i Mezinárodní oceňovací standardy (IVSC 2018, kap. IVS 200 Podniky a obchodní podíly, odst. 70.1): „*Nákladový přístup obvykle nelze při oceňování podniků a obchodních podílů použít ...*“.

Rozhodující je však následující skutečnost: Substanční hodnota ve smyslu nákladového ocenění rozhodně **nemůže být hlavní metodou pro odhad tržní hodnoty podniku, protože hodnota aktiva je ze svého principu dána užitky pro investora (tj. budoucími příjmy z investice) a nikoli vynaloženými náklady.**

Nelze ale přehlédnout, že v určitých situacích může mít substanční hodnota význam jako snadno reprodukovatelné, metodicky poměrně jednoduché a v zásadě objektivizované ocenění. Uplatňuje se především pro následující situace a účely (viz též Mařík a kol. 2018, kap. 6.2.2):

1. Je účelným **pomocným údajem pro výnosové ocenění**. Ulehčuje například odhad potřebných investic a odpisů pro finanční plán.
2. Samotné ocenění substanční hodnotou může být v rámci celého ocenění perspektivního podniku zajímavou, ale pouze **doplňkovou informací o rozsahu majetku v podniku**. V obvyklé situaci nemůže z výše uvedených důvodů hrát ve výsledném ocenění zásadní roli, zejména pro tržní ocenění.
3. Ve výjimečných případech, kdy dochází k **zásadnímu zlomu ve vývoji podniku**, lze použít substanční hodnotu **přímo jako základ ocenění podniku**. K tomu je však třeba splnit následující podmínky:
 - existuje konkrétní strategický partner (tj. zájemce o koupi podniku),
 - tento partner má jasnou představu o tom, jak využije majetek podniku ke svému podnikání, přičemž má v úmyslu výrazně změnit zaměření podnikatelské činnosti podniku,
 - substanční hodnota je pak vyjádřením úspory investic (v širším slova smyslu, tj. včetně oběžného majetku) pro dosažení plánovaných výnosů.

Je však třeba zdůraznit, že substanční hodnota bude v tomto případě sloužit jako **investiční hodnota podniku pro tohoto konkrétního investora**. Nemůže jít o tržní hodnotu podniku.

4. Ocenění jednotlivých majetkových položek na principu nákladového přístupu může mít svůj význam také v případě, kdy je získán podnik nebo část majetku a pokračující podnik chce do svého účetnictví převést majetek oceněný reálnými cenami a zvlášť vykázat **goodwill**.

Naše znalecká praxe má však se správným využitím substanční hodnoty stále určité problémy. Po dlouhou dobu bylo nutné vyvracet představu, že substanční hodnotou ve smyslu nákladového ocenění je možné ocenit podnik, který funguje, ale je **ztrátový nebo nedostatečně výdělečný**, a jeho výnosová hodnota by tedy byla příliš nízká nebo dokonce záporná. Podstatná část znalecké obce již pochopila, že v takovýchto případech je sice vhodné použít pro odhad tržní hodnoty majetkové ocenění podniku, ovšem nikoli substanční, ale likvidační hodnotou, což je zcela zásadní rozdíl. Nicméně u soudních sporů i v současnosti není neobvyklý případ, že je vznesen požadavek, aby byl podnik s příliš nízkou výnosovou hodnotou, ale rozsáhlým majetkem, oceněn substanční hodnotou i v případě, že bylo zadáno odhadnout tržní hodnotu. V současné době však tyto představy už pocházejí častěji ze sféry investorů a soudících se stran než z řad samotných znalců.

V praxi se ale vyskytují i další případy, kdy oceňovatelé sahají po substanční hodnotě a přitom její použití nemusí být zcela v pořádku. Případně může jít přinejmenším o pojmová nedorozumění. Můžeme zmínit například následující situace:

a) Podnik je nečinný

Jde o společnosti (a takových v našem prostředí nemusí být málo), které reálně nevyvíjejí žádnou aktivitu. Znalci se někdy domnívají, že takovou společnost je možno ocenit i substanční metodou. V praxi sice mohou nastat různé situace, ale v principu platí, že i v tomto případě ocenění musí vycházet z očekávaného užitku. Tím bude při tržním ocenění z pohledu průměrného investora pravděpodobně jen likvidační hodnota. Princip je zde tedy stejný jako u fungujícího nevýdělečného podniku.

Pokud má takovýto podnik v majetku pouze peněžní prostředky, tak pravděpodobně nebude velký číselný rozdíl mezi jeho substanční a likvidační hodnotou. Ale je potřeba si uvědomit, že pro tržní ocenění by to z principu měla být likvidační hodnota, protože může být potřebné odečíst i určité náklady na ukončení existence takového podniku. Čím víc jiného majetku než pouze peněžních prostředků takový podnik bude mít, tím větší bude vznikat i číselný rozdíl mezi substanční a likvidační hodnotou. Je proto důležité, aby oceňovatelé používali správná označení a nenazývali každé majetkové ocenění automaticky substanční hodnotou. Je přitom dobré si uvědomit, že ocenění substanční hodnotou by jako podmínku vyžadovalo sestavení prognózy a perspektivy využití tohoto majetku. Ta by ale byla pravděpodobně u každého investora výrazně jiná, takže takovéto ocenění by mohlo být pouze investiční hodnotou pro konkrétního investora, což je případ zmíněný výše.

b) Podnik nemovitostního typu

Pokud jde o společnost, které plynou užitky pouze z držení a pronajímání nemovitostí, případně obchodování s nemovitostmi, pak má v podstatě charakter investiční společnosti. Investiční a holdingové společnosti skutečně patří do výjimek, u kterých Mezinárodní oceňovací standardy uvádějí možnost použití nákladového přístupu (IVSC 2018, kap. IVS 200 Podniky a obchodní podíly, odst. 70.1). Pro tyto podniky by podle IVS 2017 měla být použita tzv. metoda sumace (viz IVS 105 Oceňovací přístupy a metody, odst. 70.8 a 70.9), jejíž princip spočívá v ocenění jednotlivých držených aktiv vhodnými přístupy a metodami a sečtení hodnot těchto dílčích aktiv.

U nemovitostní společnosti tak skutečně základem hodnoty může být ocenění jednotlivých držených nemovitostí. Je však třeba mít na paměti, že i zde stále platí princip pohledu na hodnotu prostřednictvím užitků a nikoli nákladů, stejně jako u ostatních podniků. Jednotlivé nemovitosti by tak měly být oceněny více metodami a ocenění náklady na jejich vybudování přitom většinou z výše uvedených důvodů nebudou hlavní metodou (jak to ale znalci v praxi bohužel často dělají). Je také potřeba zvážit, zda a jakým způsobem by měl být promítnut vliv centrály na hodnotu společnosti. Samozřejmě záleží na variantě odhadované báze hodnoty.

Při oceňování společností investičního a holdingového typu tak jde sice o majetkové ocenění, ale již to není klasická substanční metoda v užším smyslu. Jednotlivé majetkové položky by měly být oceněny tržními hodnotami (viz Mařík a kol., 2018, kap. 6.2.4 Majetkové ocenění na principu tržních hodnot).

c) Čerstvě založená společnost

V tomto případě, tedy pokud je společnost čerstvě založena a do společnosti byl vložen určitý majetek (a závazky), je tržní hodnota podniku dle přesvědčení řady znalců rovna

tomuto majetku po odečtení závazků. Mezinárodní oceňovací standardy také skutečně nově založené podniky, u kterých nelze spolehlivě určit zisky nebo peněžní toky a nejde dobře provést ani tržní porovnání, uvádějí mezi výjimkami, kdy je možné použít nákladový přístup (IVSC 2018, kap. IVS 200 Podniky a obchodní podíly, odst. 70.1).

U takovýchto podniků skutečně může být prognóza peněžních toků velmi obtížná. Je ale potřeba si uvědomit, že substanční hodnota v užším smyslu, tj. nákladové ocenění podnikového majetku, má ze své podstaty smysl jen tehdy, pokud bude možné tento majetek v budoucnosti využívat s přiměřeným užitkem. Proto ani v těchto případech nepovažujeme za vhodné mechanicky aplikovat pouze samotnou substanční hodnotu.

Na věc je potřeba se podívat tak, že takovýto mladý podnik skutečně může představovat určitou příležitost do budoucna, na rozdíl od podniků ztrátových. Je ale nezbytně nutné udělat odhad další perspektivy podniku a alespoň nějakou prognózu možného dalšího vývoje sestavit (stručný podnikatelský plán). Výsledné ocenění by se pak mohlo pohybovat v rozmezí mezi substanční hodnotou a výnosovým oceněním v závislosti na míře nejistoty spojené s danou prognózou. Na věc lze pak pohlížet například tak, že oceňovací zpráva prokazuje budoucí perspektivu podniku, ale lze předpokládat, že z důvodu zvýšené nejistoty bude průměrný investor ochoten z výnosového ocenění zaplatit pouze složku na úrovni substance, zatímco za příliš nejistou výši goodwillu nikoli. Musí ale věřit, že alespoň nějaký goodwill nakonec dosáhne, jinak by pro něj nemělo ekonomický smysl platit ani za substancí.

Alternativní metodou by pak u těchto podniků byla likvidační hodnota. Samotná substanční hodnota bez zpracovaného výhledu dané branže a oceňovaného podniku ale věrohodná není a nelze předpokládat, že průměrný investor bude ochoten zaplatit cenu na úrovni nákladového ocenění, aniž by měl představu, zda bude moci pořízený majetek přiměřeně využít.

K tomuto tématu považujeme za potřebné upozornit ještě na určité **terminologické problémy**, které jsou spojené s majetkovým oceněním podniku a kterými trpí i samotné Mezinárodní oceňovací standardy.

Ještě např. Mezinárodní oceňovací standardy z roku 2007 (IVSC 2007) speciálně pro podnik používají označení majetkový přístup (asset-based approach; IVSC 2007, kap. GN6 Business Valuation, odst. 6.14.3). Mezinárodní oceňovací standardy 2011 ale místo tohoto označení zavádějí i pro podniky pojem nákladový přístup (cost approach). Poznávají přitom, že postup odvození hodnoty podniku ze součtu hodnot aktiv a závazků je někdy označován jako majetkový přístup, ale že nejde o samostatný přístup, protože jednotlivá aktiva jsou v jeho rámci oceňována různými oceňovacími přístupy a metodami popsány v obecných kapitolách standardů (IVSC 2011, kap. IVS 200 Business and Business interests, odst. C13 a C14).

Podle našeho názoru se tak v jistě dobré snaze o terminologickou čistotu pojmové zmatky ještě zvětšily. Pokud přijmeme označení „majetkové metody“ pro ocenění podniku, pak lze pochopit, že do nich bude spadat například:

- substanční hodnota, která je na principu nákladového ocenění,
- likvidační hodnota, která je na principu výnosového ocenění.

Pokud ale standardy všechny majetkové metody podřadily pod „nákladový přístup“, zmatky jsou větší. Samy standardy, jak již bylo zmíněno výše, pod tento přístup řadí (IVSC 2018, kap. IVS 200 Podniky a obchodní podíly, odst. 70.1):

- Ocenění nově založených podniků – zde je možné s nákladovým přístupem souhlasit, ovšem s naší výše uvedenou výhradou nutnosti připojit alespoň prognózu budoucího vývoje, která by naznačovala budoucí výnosové možnosti.
- Ocenění investičních a holdingových společností – zde poslední standardy odkazují na tzv. metodu sumace uvedenou v kapitole IVS 105 Oceňovací přístupy a metody, odst. 70.8, kde se ale praví, že při této metodě jsou jednotlivá aktiva oceňována pomocí vhodných oceňovacích přístupů a metod. To ovšem znamená, že jsou oceňována například i výnosovým nebo tržně porovnávacím přístupem. Přitom i je samotná metoda sumace v kapitole IVS 105 uvedena jako jedna z metod spadajících do nákladového přístupu.
- Ocenění podniků, které nesplňují předpoklad nepřetržitého trvání, nebo hodnota jich aktiv může převýšit hodnotu podniku za předpokladu nepřetržitého trvání – zde se tedy jedná o ocenění podniku likvidační hodnotou a s nákladovým přístupem tento postup tedy nemá už vůbec nic společného.

Chtěli bychom proto na **závěr této části zdůraznit**, aby oceňovatelé při zvažování, zda a jakou majetkovou metodu použít:

- přistupovali k danému případu vždy důsledně prostřednictvím **ekonomického pohledu investora**, tj. obecně investor bude ochoten platit pouze tolik, kolik mu podnik vynese (ať už formou výnosů při držení majetku, nebo formou příjmu z jeho prodeje) a ne, za kolik byl podnik vybudován. A pokud je investor ochoten zaplatit tolik, kolik stojí vybudování podniku, tak pouze tehdy, když bude moci podnikový majetek využít s přiměřeným výnosem, jinak by ho nebylo racionální pořizovat;
- pečlivě dbali na **přesnou terminologii**, právě proto, že pod majetkovým oceněním se skrývají zásadně odlišné přístupy a metody a i menší nepřesnosti v označování mohou vést k velkým nedorozuměním a zmatkům.

7. Závěry

Na základě předchozího textu tedy můžeme shrnout naše hlavní doporučení ve vytipovaných problémových bodech oceňování:

- a) Nelze současně trvat na správnosti a zároveň jednoznačnosti ocenění, zejména v případě tržní hodnoty. Lze pouze situaci zlepšit vypracováním oceňovacích standardů, důsledným vyžadováním dodržování zásad pro znalecké posudky a důrazem na etiku znalců.
- b) Namísto ceny obvyklé je vysoce potřebné zavést do českého práva pojem tržní hodnoty se stejným vymezením, jaké má tato báze hodnoty v mezinárodním pojetí. Připomeňme, že cenu obvyklou je vhodné chápat jako podmnožinu tržní hodnoty. Není také žádoucí zavádět více variant tržní hodnoty nebo ceny obvyklé.
- c) Je třeba dbát na to, že s tržní hodnotou je integrálně spojen i předpoklad nejvyššího a nejlepšího využití. Při oceňování podniku je naplňování tohoto předpokladu obtížnější než například při oceňování nemovitostí. Přesto by se znalecké posudky na tržní ocenění měly o dodržení tohoto předpokladu snažit.

- d) Součástí znalecké praxe při oceňování podniků by se měla stát spravedlivá hodnota. Součástí budoucích českých oceňovacích standardů by měla být doporučení k jejich vymezení.
- e) Doporučujeme omezit používání substanční hodnoty ve smyslu nákladů na neúplné vybudování komplexně pojatého podniku. Přístup k tomuto problému jsme naznačili v poslední části našeho článku.

Literatura:

- [1] Bellinger, B. - Vahl, G. (1992): *Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis*. Wiesbaden: Gabler. ISBN 3-409-23962-6
- [2] IDW (2008): *IDW Standard S1 2008* (standards německého institutu auditorů IDW - Institut der Wirtschaftsprüfer). Düsseldorf: IDW Verlag. ISBN 978-3-8021-1364-2
- [3] IVSC (2007): *Mezinárodní oceňovací standardy 2007*. London: International Valuation Standards Committee. ISBN 978-0-922154
- [4] IVSC (2011): *Mezinárodní oceňovací standardy 2011*. London: International Valuation Standards Committee. ISBN 978-0-9569313-0-6
- [5] IVSC (2018): *Mezinárodní oceňovací standardy 2017*. Překlad ASA Europe z. s. Jesenice: Ekopress. ISBN 978-80-87865-44-6 (originál: IVSC: International valuation standards 2017. London: International Valuation Standards Committee. ISBN 978-0-9931513-0-9)
- [6] Komise pro cenné papíry (2003): *Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů* (metodika ZNAL), 2003
- [7] Klika, P. (2017): *Systémové pojetí metody nejvyššího a nejlepšího využití při oceňování nemovitostí*. Disertační práce. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Ústav soudního inženýrství
- [8] Klika, P. (2018): *Oceňovací standard – metoda nejvyššího a nejlepšího využití*. Soudní inženýrství, 2018, 29(2), s. 17-26, ISSN 1211-443X
- [9] Kulil, V. (2018): *Návrh úpravy definice ceny obvyklé pro Ministerstvo financí*. Interní materiály autora.
- [10] Mařík, M. a kol. (2018): *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy*, 4. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-87865-38-5
- [11] Mařík, M. - Maříková, P. (2013): *Diferenciace hodnotovýchází a problém tržní kapitálové struktury při oceňování českých podniků*. Soudní inženýrství, 2013, 24(3), s. 237-246, ISSN 1211-443X
- [12] Mařík, M. - Maříková, P. (2017): *Ještě jednou k problému kapitálové struktury při určování průměrných vážených nákladů kapitálu*. Oceňování č. 3/2017, ročník 10, str. 23-40. ISSN 1803-0785
- [13] MFČR (2014): *Komentář k určování obvyklé ceny*. Metodický materiál Ministerstva financí ČR z 25. 9. 2014, dostupné z <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/ocenovani-majetku/komentare/komentar-k-urcovani-obvykle-ceny-oceneni-19349>
- [14] Mauerer, C. (2006): *Squeeze-out und die Unternehmensbewertung*. Berlin: VDM Verlag Dr. Müller. ISBN 3-8364-0250-5

- [15] Pratt, S. P. (2009): *Business Valuation Discount and Premiums*. New Jersey: John Wiley & Sons. ISBN 978-0470-37148-0
- [16] Wollny, C. (2010): *Der objektivierte Unternehmenswert*, 2. Auflage. Herne: nwb. ISBN 978-3-482-54982-3

K vybraným problémům oceňování majetku s důrazem na oceňování podniku

Miloš Mařík – Pavla Maříková

ABSTRAKT

Článek rozebírá několik problematických prvků oceňování, které jsou v současné době značně diskutovány, a navrhuje k nim určitá doporučení. Za prvé, není možné vyžadovat, aby byl znalecký posudek na ocenění správný a současně jednoznačný. Je možné pouze vytvořit národní oceňovací standardy, klást důraz na etiku znalců a na dodržování obecných zásad pro posudky. Za druhé, do českých právních předpisů je nutné zařadit tržní hodnotu v mezinárodním pojetí. Není vhodné vytvářet různé varianty tržní hodnoty a ceny obvyklé. Za třetí, článek navrhuje některé možnosti, jak uplatňovat princip nejvyššího a nejlepšího využití při tržním oceňování podniku. Za čtvrté, autoři analyzují systémází hodnoty používaných při ocenění pro squeeze-outy a navrhuji možnosti, jak postupovat při aplikaci spravedlivé hodnoty pro tyto účely. Za páté, článek analyzuje hlavní chyby a doporučení při používání majetkového ocenění podniku.

Klíčová slova: Hodnota; Ocenění podniku; Tržní hodnota; Spravedlivá hodnota; Substanční hodnota.

Towards selected problems valuing assets with an emphasis on business valuation

ABSTRACT

The article analyses several problematic elements of valuation, which are currently significantly discussed and it proposes some recommendations to them. First of all, it is not possible to require that an expert opinion on the valuation is correct and at the same time unique. It is possible only create national valuation standards, put emphasis on ethics of experts and on compliance with the general principles for the testimonials. Secondly, it is necessary to classify the market value in an international concept to the Czech legislation. It is not appropriate to create various variations of the market value and the common price. Third, the article suggests some options how to apply the principle of highest and best use in assessment of a market value of business. Fourth, the authors analyze the system of value bases used in valuation for squeeze-outs and suggest ways for application of the equitable value for these purposes. Fifth, the article analyzes the main errors and recommendations when using the asset-based valuation of the company.

Key words: Value; Business valuation; Market value; Equitable value; Asset-based valuation.

JEL classification: G32

Metodické postupy vedoucí ke stanovení pojistné hodnoty rodinného domu na českém pojistném trhu[#]

Lenka Přečková – David Papáček***

Úvod

Ocenění aktiv pro potřeby uzavření pojistné smlouvy je nedílnou a důležitou součástí analýzy pojistného rizika. Výsledkem ocenění je pojistná hodnota, která se do smlouvy sjednává jako pojistná částka. Stanovení pojistné hodnoty se provádí v případě majetkového pojištění. Majetkové pojištění spadá do kategorie škodového pojištění a obsahuje celou škálu různých pojistných produktů. Pojistné produkty majetkového pojištění se třídí na dvě základní kategorie, tj. pojištění majetku domácnosti a pojištění majetku firem. Pro zjištění pojistné hodnoty aktiva se uplatňuje nákladový přístup k ocenění, což je dáno podstatou škodového pojištění. Mohou nastat situace, kdy je pojistná hodnota určitého aktiva stanovena odhadem, protože není možné nebo je velmi problematické stanovit jeho pojistnou hodnotu. V tomto případě se neprovádí ocenění aktiva a hovoří se o pojištění na první riziko, což je jedna z forem škodového pojištění.

Pojistná hodnota by se měla rovnat pojistné částce. Pokud je pojistná částka nižší než pojistná hodnota, nastává podpojištění, což znamená krácení pojistného plnění při pojistné události. V případě podpojištění neobdrží pojištěný plnou výši škody vzniklé na majetku a nebude mít k dispozici finanční částku odpovídající vzniklé škodě na majetku. Při podpojištění pojistník platí nižší pojistné, protože do kalkulace pojistného vstupuje kromě pojistné částky také pojistná sazba. Při majetkovém pojištění může nastat také situace přepojištění, kdy je pojistná částka vyšší než pojistná hodnota. V případě přepojištění platí pojistník vyšší pojistné a při pojistné události mu bude uhrazena skutečná výše škody. Při pojištění nemůže dojít k obohacení pojištěného. Je tedy zřejmá důležitost sjednání správné výše pojistné částky do pojistné smlouvy, která je podmíněna správným výpočtem pojistné hodnoty. Problematika ocenění různých druhů majetku či ocenění podniku je řešena velmi často. Specifickou oblastí stanovení hodnoty pro potřeby pojištění majetku se však nezabývá mnoho autorů a téma je řešeno přímo v pojišťovnách, přesněji řečeno v každé pojišťovně vlastním přístupem. Problematikou oceňovacích standardů a hodnot se zabývají v publikacích např. Mařík a Maříková (2011), Mařík (2004), Krabec (2007). Téma reálných hodnot majetku publikují Pernica a Hanušová (2013). Oceňování nemovitého majetku na tržních principech je prioritní výzkumnou oblastí Zazvonila (2011, 2013).

Nicméně oblast oceňování majetku v pojišťovnictví je oblastí velmi podstatnou pro každého pojistníka (pojištěného) a zasluhuje si více pozornosti v publikování. Je důležité, aby pojistník (pojištěný) znal metodické postupy výpočtu a orientoval se v oblasti pojistné hodnoty majetku. Současný stav je komplikován také rozdílným výpočtem u jednotlivých pojišťoven. Důležitost informovanosti podtrhuje skutečnost, že pojistník nese zodpovědnost za stanovení

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu *Príslušnosť k finančnej skupine ako faktor ovplyvňujúci výkonnosť a riziko bank* registrovaného u Grantovej agentúry Českej republiky pod evidenčným číslom 16-17796S

* Mgr. Lenka Přečková, Ph.D. – odborný asistent; Slezská univerzita v Opavě, Obchodně podnikatelská fakulta v Karviné, preckova@opf.slu.cz

** Ing. David Papáček – absolvent oboru bankovníctví; Slezská univerzita v Opavě, Obchodně podnikatelská fakulta v Karviné, david.papacek@seznam.cz

pojistné částky v pojistné smlouvě, a v případě chybného stanovení pojistné částky může dojít při pojistné události k nižší výplatě pojistného plnění nebo k vyšší platbě pojistného. V pojistné praxi lze velmi často sledovat neznalost této oblasti, ať už přímo u pojištěných klientů, nebo také u finančních poradců. Článek doplňuje tuto potřebnou problematiku a přináší hodnocení výpočtu pojistných hodnot všech pojišťoven na českém pojistném trhu a také poukazuje na rozdílnosti ve výpočtech a ve výši nových cen.

Jak se stanovuje pojistná hodnota majetku vstupujícího do pojištění a jak se pojišťovny staví k této oceňovací problematice, je obsahem tohoto článku. Popsat postupy oceňování pojišťoven na současném pojistném trhu pro různá aktiva v rámci textu je nereálné z důvodu rozsáhlosti dané problematiky. Situace je také komplikována tím, že postupy pojišťoven nejsou jednotné. Každá pojišťovna uplatňuje různé výpočty a nelze je zjistit v pojistných podmínkách či jiných veřejně dostupných zdrojích. Situace je rozdílná v případě pojištění majetku domácnosti a majetku firem. Na webových stránkách některé pojišťovny uvádějí výpočet pojistné hodnoty nemovitých a movitých věcí, ale pouze pro domácnosti. U komerčních objektů je nutné jednat osobně s pojišťovnami. Z těchto důvodů je článek orientován na oblast stanovení pojistné hodnoty pro rodinné domy. Rodinný dům je pojišťován pomocí různých majetkových produktů spadajících do kategorie pojištění majetku domácnosti a jeho hodnota je zjišťována velmi často.

Článek je zaměřen na oceňovací postupy všech pojišťoven nabízejících pojištění rodinného domu na českém pojistném trhu k 31. 12. 2017. Cílem článku je zhodnotit stanovené pojistné hodnoty a metody, které používají jednotlivé komerční pojišťovny v České republice ke stanovení pojistné hodnoty rodinného domu. Článek taktéž srovnává oceňovací postupy pojišťoven s metodikou České asociace pojišťoven (dále jen ČAP) a metodikou podle Zákona č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů (dále jen Zákon o oceňování majetku) a Vyhlášky č. 441/2013 Sb. k provedení zákona o oceňování majetku (dále jen Oceňovací vyhláška). Jak uvádí Nemeček a Janata (2010), použití metodiky z Oceňovací vyhlášky je pro účely stanovení pojistné hodnoty velmi vhodné. Autoři upozorňují, že je nutné algoritmus výpočtu reprodukční hodnoty upravit pro účely pojištění. V pojistné praxi se využívají již zpracované znalecké posudky pro zjištění nové ceny. Hodnotu stanovenou aplikací nákladového přístupu ve znaleckém posudku je nutné pro účely pojištění korigovat. Je důležité vypočítat reprodukční hodnotu, a tedy nezahrnout opotřebení rodinného domu. Dále je nutné odstranit koeficienty vyjadřující vliv tržního prostředí.

Problematika článku spadá do škodového pojištění a jedná se o formu plného pojištění (pojištění na plnou hodnotu). Jsou analyzovány postupy směřující k nové ceně rodinného domu (dále také RD). Další druhy pojistné hodnoty (časová cena a obvyklá cena) nebudou analyzovány. Nová cena odpovídá reprodukční hodnotě, a tedy uplatnění nákladového přístupu ocenění. Obecně problematika stanovení nové ceny zasahuje oblast nejen rodinných domů, ale týká se jakékoli nemovité věci, a tedy i komerčních objektů. Postupy výpočtů u komerčních objektů jsou v pojišťovnách taktéž individuální a metodiky výpočtu nejsou dostupné.

První část článku je analýzou problematiky pojistné hodnoty a způsobů jejího výpočtu z dostupné literatury a legislativy. V dalším kroku výzkumu jsou uvedeny pojišťovny nabízející pojištění rodinného domu včetně tržních podílů. Data jsou čerpána z webových stránek pojišťoven a statistiky ČAP. Dále je provedena analýza a komparace relevantních pojistných podmínek z pohledu informací vztahujících se k ocenění rodinného domu a jejich zhodnocení podle těchto informací. Pojistné podmínky jsou dostupné na webových stránkách pojišťoven. Dalším krokem výzkumu je analýza a komparace metod ocenění používaných komerčními pojišťovnami. Protože kompletní metodiku ocenění není možné dohledat, je

vytvořen modelový příklad ocenění rodinného domu. Ocenění je provedeno pomocí on-line aplikace na webových stránkách pojišťoven, pokud je dostupná, případně je ocenění zpracováno přímo na pobočce pojišťovny, nebo prostřednictvím mailu či telefonicky. Vypočtená výše pojistné hodnoty je komparována mezi pojišťovnami. Je komparován také postup výpočtu v pojišťovnách, ale pouze omezeně, protože není známa kompletní metodika postupu ocenění včetně používaných cen či koeficientů. Komparace je provedena pouze pro jeden modelový příklad rodinného domu, který lze považovat za standardní. Pro úplnost je proveden také výpočet pomocí kalkulačky ČAP dostupné na webových stránkách a také pomocí Oceňovací vyhlášky. Zjištěné postupy výpočtu a hodnoty jsou taktéž zařazeny do analýzy a komparace. Výsledné vyhodnocení je zaměřeno na podobnosti a rozdílnosti v ujednáních pojistných podmínek, v postupech výpočtu a ve zjištěných pojistných hodnotách (nových cenách).

1. Podstata pojistné hodnoty ve škodovém pojištění

Každá pojistná smlouva uzavíraná mezi pojistníkem a pojistitelem se řídí pojistnými podmínkami příslušné pojišťovny a Zákonem č. 89/2012 Sb., Občanský zákoník (dále jen Občanský zákoník).

Pojistnou hodnotu a pojistnou částku uvádí Občanský zákoník v rámci § 2813 - § 2815 (Pododdíl 2, škodové pojištění) následujícím způsobem: „*Ujedná-li se, že se pojistné plnění omezí horní hranicí, určí se tato hranice pojistnou částkou nebo limitem pojistného plnění. Lze-li při pojištění majetku určit jeho pojistnou hodnotu při uzavření smlouvy, určí se na návrh pojistníka horní hranice pojistného plnění pojistnou částkou ve výši odpovídající pojistné hodnotě pojištěného majetku v době uzavření smlouvy. Pojistitel má právo přezkoumat při uzavření smlouvy hodnotu pojištěného majetku.*“ Z tohoto ujednání vyplývají dvě podstatné informace k ocenění. První z nich je, že pojistník podává návrh pojistné částky. Druhá je, že pojistitel má právo přezkoumat při uzavření smlouvy hodnotu pojištěného majetku. Je tedy zřejmé, že pojistník je subjektem, který stanovuje výši pojistné částky, respektive pojistné hodnoty. V Občanském zákoníku není nikde stanoveno, že pojistitel stanovuje pojistnou hodnotu. Na toto ujednání navazují pojistné podmínky (viz další část textu), které hovoří o odpovědnosti za pojistnou částku.

Dále Občanský zákoník uvádí postup v případě, kdy nelze určit pojistnou hodnotu majetku. Jedná se o odhad hodnoty majetku, a pak je horní hranice pojistného plnění limitem plnění. V pojistné praxi je tato forma škodového pojištění označována jako pojištění na první riziko. Občanský zákoník dále uvádí (§ 2849), že pokud není ujednána při pojištění majetku pojistná hodnota, představuje se pojistná hodnota jako obvyklá cena, kterou má majetek v době, ke které se určuje jeho hodnota. Občanský zákoník ale neuvádí, jaké druhy pojistných hodnot u pojištění majetku jsou ujednávány do pojistných smluv a jaká je jejich podstata. Toto specifikují pojistné podmínky pojišťoven.

V Občanském zákoníku lze vyhledat význam přepojištění (§ 2853) a podpojištění (§ 2854). Přepojištění a podpojištění může nastat v případě, že se pojistná hodnota a pojistná částka nerovnájí. Vysvětlení podpojištění a přepojištění bývá obsahem pojistných podmínek pojišťoven.

Občanský zákoník stanovuje podstatu pojistné hodnoty obecně. Další upřesnění uvádějí jednotlivé pojistné podmínky pojišťoven. Jak již bylo zmíněno, pojištění rodinných domů patří do oblasti škodových pojištění. Ducháčková (2015) vysvětluje podstatu škodového pojištění v rámci forem pojištění. Uvádí, že účelem je náhrada vzniklé škody a pojistné plnění je závislé na výši nastalé škody. Ve škodovém pojištění nemůže pojištěný

od pojišťovny získat vyšší pojistné plnění než je výše škody. Ducháčková (2015) dále uvádí tři formy škodového pojištění, tj. ryzí zájmové pojištění, pojištění na první riziko a pojištění na plnou hodnotu. Pojištění ryzí zájmové je bez sjednání pojistné částky a v praxi se u pojištění majetku nepoužívá. Pojištění na první riziko nastává v případě, že není možné určit pojistnou hodnotu majetku, a v tomto případě nemůže nastat podpojištění či přepojištění. Občanský zákoník pojem první riziko nepoužívá, ale hovoří o limitu plnění. U pojištění na plnou hodnotu (Ducháčková, 2015) je pojistné plnění závislé na udané pojistné hodnotě pojištěného majetku. U pojištění na plnou hodnotu je majetek nutné ocenit a stanovit pojistnou hodnotu jako novou, časovou či obvyklou cenu, což vyplývá z pojistné praxe. V tomto případě může nastat podpojištění či přepojištění. Ve většině případů se stanovuje nová cena. V případě nemovitých věcí se stanovuje především nová cena.

Nová cena dle pojistných podmínek pojišťoven¹ je reprodukční cenou věcí a při jejím stanovení se nezapočítává opotřebení. Nová cena je definována jako cena, za kterou lze v daném místě a v daném čase věc stejnou nebo srovnatelnou znovu pořídit jako věc stejnou nebo novou, stejného druhu a účelu. Pojem reprodukční cena (resp. reprodukční pořizovací cena) je běžným pojmem používaným v účetnictví. Dle Hála (2009) a Bradáče (2016) se jedná o cenu, za kterou by bylo možno stejnou nebo porovnatelnou novou věc pořídit v době ocenění, bez odpočtu opotřebení. Pojišťovací praxe vychází tedy z běžně používaného pojmu v rámci kategorizace cen. Dále Bradáč (2016) uvádí, že se reprodukční cena zjišťuje u staveb buď podrobným položkovým rozpočtem, nebo za pomoci agregovaných položek, nejčastěji však za pomoci technicko-hospodářských ukazatelů, tj. jednotkových cen za 1 m³ obestavěného prostoru či 1 m² zastavěné plochy.

Přístupy při aplikaci nákladového přístupu podle Zazvonila (2012) se odvíjejí od stanovení výše pravděpodobných nákladů, které by bylo třeba vynaložit, aby vznikly nemovitosti oceňovaným podobné. Tyto náklady lze případně snížit o znehodnocení nemovitosti. Nákladová koncepce podle Zazvonila (2012) vychází z nákladů v současné cenové úrovni, které by bylo třeba vynaložit na vznik staveb k datu ocenění. V rámci kalkulace stavebních nákladů Zazvonil (2012) zmiňuje metodu technicko-hospodářských ukazatelů. Uvádí také použití ocenění nákladů pomocí nákladové metody Oceňovací vyhlášky bez aplikace koeficientu prodejnosti.

Blackledge (2017) hovoří v souvislosti s pojištěním budov a stanovením jejich hodnoty o obvykle nutných nákladech na nahrazení existující budovy a ty se obecně zjišťují jako hodnota nákladů na konstrukci budovy (konstrukční náklady). Hodnota budovy nezahrnuje hodnotu místa budovy a liší se od tržní hodnoty. Při zjišťování hodnoty budovy pro případ pojištění musí oceňovatel zjistit rozměry podlahové plochy, zaznamenat druh konstrukčních prvků, příslušenství budovy a vybavení.

Bradáč a Fiala (2006) v rámci pojištění nemovitostí stručně charakterizují pojištění občanů, kam patří pojištění budov sloužících převážně k vlastnímu bydlení. Uvádějí, že k výpočtu pojistné hodnoty pojišťovny požadují údaje o zastavěné ploše, počtu podlaží, rozsahu sklepa či podkroví, nebo o obestavěném prostoru. Pojišťovny zjišťují stáří budovy, provedené opravy a modernizace, technický stav a použité konstrukce. Bradáč a Fiala (2006) upozorňují, že stanovená pojistná hodnota je orientační a lze ji považovat za minimální pojistnou hodnotu nemovitosti. Doporučují, že vhodnější je stanovit pojistnou hodnotu odpovídající nové ceně nemovitosti, a to zpravidla vyšší. Pro majitele nemovitostí je významné, zda se pojištění sjednává na novou či časovou cenu. Bradáč a Fiala (2006) uvádějí, že se budovy obvykle pojišťují na novou cenu a pro majitele nemovitosti je optimální, když je

¹ Definici nové ceny nelze vyhledat v Občanském zákoníku. Před rokem 2014 byl tento pojem definován v rámci Zákona o pojistné smlouvě.

správně pojištěna na novou cenu, při odpovídající spoluúčasti a pojistné částce, která zahrnuje hodnotu veškerých nákladů na nové pořízení budovy v daném místě a čase, včetně projektové dokumentace. V případě totální škody by pojistné plnění od pojišťovny a prostředky získané prodejem zbytků měly pokrýt veškeré náklady na postavení nového objektu stejného rozsahu a provedení jako stavba původní. Bradáč a Fiala (2006) upozorňují na význam informace „kdo stanovil pojistnou částku“. Tato poznámka má hlubší význam, protože veškerou odpovědnost za nesprávné stanovení pojistné hodnoty, shodné s pojistnou částkou, přechází na pojistníka. Také upozorňuje na to, že problém by neměl nastat u občanů, ale u pojišťování průmyslového komplexu.

Nemeček a Janata (2010) taktéž upozorňují na skutečnost, že si pojistnou částku určuje klient sám a nese také důsledky svých rozhodnutí v otázkách pojistných hodnot i pojistných částek. Uvádějí, že nová cena a reprodukční cena, výchozí cena nemovitosti, znamenají totéž. Autoři doporučují vycházet při výpočtu nové ceny rodinného domu z Oceňovací vyhlášky a aplikovat nákladový způsob bez zařazení koeficientu prodejnosti. Informují, že tento výpočet v různých modifikacích používá převážná většina pojišťoven na našem pojistném trhu.

2. Analýza pojistných podmínek komerčních pojišťoven

Dle údajů České národní banky (dále jen ČNB) působilo na českém pojistném trhu v roce 2017 celkem 52 životních, neživotních a smíšených pojišťovacích společností. ČAP sdružuje 25 řádných členů a dva členy se zvláštním statutem. Podíl členských pojišťoven ČAP na celkovém předepsaném pojistném v České republice v roce 2017 tvořil téměř 97 %. Proto je možné pro následující analýzu čerpat z dat ze statistiky ČAP.

Následující tabulka uvádí pojišťovny sjednávající pojištění rodinných domů a podíl na českém pojistném trhu. Tyto pojišťovny tvoří 84 % tržního podílu na celkovém českém pojistném trhu.

Tab. 1: Komerční pojišťovny nabízející pojištění rodinného domu a jejich tržní podíl

Název pojišťovny a uvedení zkratky	Celkové předepsané smluvní pojistné v roce 2017 (tis. Kč)	Tržní podíl v roce 2017 (%)
Česká pojišťovna a.s. (dále jen ČP)	27.154.551	22,1
Kooperativa pojišťovna, a.s., Vienna Insurance Group (dále jen KOOP)	24.768.761	20,1
Allianz pojišťovna, a.s. (dále jen ALLIANZ)	12.494.375	10,2
ČSOB Pojišťovna a.s., člen holdingu ČSOB (dále jen ČSOB)	9.222.675	7,5
Generali Pojišťovna a.s. (dále jen GENERALI)	8.538.525	6,9
Česká podnikatelská pojišťovna, a.s., Vienna Insurance Group (dále jen ČPP)	8.161.199	6,6
UNIQA pojišťovna, a.s. (dále jen UNIQA)	6.481.760	5,3
Komerční pojišťovna a.s. (dále jen KP)	1.707.069	1,4
AXA pojišťovna a.s. (dále jen AXA)	1.069.590	0,9
DIRECT pojišťovna, a.s. (dále jen DIRECT)	1.065.764	0,9
Slavia pojišťovna a.s. (dále jen SLAVIA)	761.532	0,6
Hasičská vzájemná pojišťovna, a.s. (dále jen HVP)	585.248	0,5
Pojišťovna VZP a. s. (dále jen VZP)	441.815	0,4
ERGO pojišťovna, a.s. (dále jen ERGO)	426.775	0,3
MAXIMA pojišťovna, a.s. (dále jen MAXIMA)	318.537	0,3

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat ČAP

Pojišťovny neuvádějí způsob výpočtu pojistné hodnoty. Nelze vyhledat postup výpočtu, popis metody či údaje potřebné k ocenění. Nicméně pojistné podmínky zmiňují některé informace potřebné ke správnému pochopení pojistné hodnoty a k jejímu výpočtu. Mezi tyto informace patří vysvětlení horní hranice pojistného plnění (dále jen HHPP) a s tím související pojistná hodnota (dále jen PH) a pojistná částka (dále jen PČ). Další důležitou informací je druh sjednávané pojistné hodnoty, kterou může být nová cena (dále jen NC), časová cena (dále jen ČC) nebo obvyklá cena (dále jen OC). S touto skutečností souvisí, do jaké míry opotřebení stavby je možné sjednat NC. Pojistník by měl být taktéž informován o vzniku podpojištění (dále jen PODPOJ) a s tím související výplatě pojistného plnění při pojistné události včetně míry, od které se PODPOJ uplatňuje, ale také o skutečnosti, že zodpovědný za stanovení PČ do pojistné smlouvy je pojistník. Další důležitou informací je provádění indexace PČ.

Následující tabulka komparuje skutečnost uvedení těchto informací v příslušných pojistných podmínkách pojišťoven. Jedná se o pojistné podmínky pro pojištění nemovitého majetku občanů.

Tab. 2: Komparace pojistných podmínek pojišťoven

Pojišťovna	HH PP	Druh PH	PH staveb	Povolené opotřebení stavby*	POD POJ	Míra uplatnění PODPOJ	Odpovědnost za stanovení PČ	Indexace PČ
ČP	Ano	NC, ČC, JSC	NC	Do 70 %	Ano	Od 15 %	Ano	Ano
KOOP	Ano	NC, ČC, OC	NC, ČC	Do 70 %	Ano	Od 20 %	Ano	Ano
ALLIANZ	Ano	NC, ČC	NC, ČC	Do 70 %	Ne	Neuvádí	Ano	Ano
ČSOB	Ano	NC, ČC, JSC	NC	Do 75 %	Ano	Neuvádí	Ano	Ano
GENERALI	Ano	NC, ČC, OC	NC	Do 60 %	Ano	Od 20 %	Ano	Ano

ČPP	Ano	NC, ČC, JSC	NC	Do 70 %	Ano	Od 20 %	Ano	Ano
UNIQA	Ano	NC, ČC	NC	Do 75 %	Ano	Od 20 %	Ano	Ano
KP	Ne	NC, ČC	NC	Do 70 %	Ne	Neuvádí	Ne	Ano
AXA	Ano	NC, ČC, OC	NC	Do 70 %	Ano	Od 20 %	Ano **	Ano
DIRECT	Ano	NC, ČC, OC, DSP	NC, ČC, OC, DSP	Neuvádí	Ano	Od 25 %	Ne	Ano
SLAVIA	Ano	NC, ČC, OC	NC	Do 70 %	Ano	Od 15 %	Ano	Ano
HVP	Ano	NC, ČC, OC	NC	Do 70 %	Ano	Neuvádí	Ano	Ne
VZP	Ano	NC, ČC, OC	NC, ČC	Do 70 %	Ano	Od 15 %	Ano	Ano
ERGO	Ano	NH, ČH	NH	Do 60 %	Ano	Od 10 %	Ne	Ano
MAXIMA	Ano	NC, ČC	NC	Do 70 %	Ano	Od 15 %	Ano	Ne

JSC = jinak stanovená cena, DSP = dle stáří předmětu, NH = nová hodnota, ČH = časová hodnota
 * Do této výše se sjednává PH jako NC. V případě vyššího opotřebení se sjednává ČC. Pokud bude opotřebení vyšší, pak bude pojišťovna vždy plnit v časových cenách.
 ** Pokud je stanovená PČ pojistitelem, odpovídá za stanovení pojistitel.

Zdroj: Vlastní zpracování na základě pojistných podmínek a informací na webových stránkách pojišťoven

HHPP jako pojistnou částku nebo limit plnění ujednávají do pojistných podmínek všechny pojišťovny kromě KP. Tato pojišťovna omezuje pojistné plnění pojistnou hodnotou a nesjednává pojistnou částku. Plní do výše skutečné pojistné hodnoty. Tabulka č. 2 uvádí, jaké druhy pojistných hodnot uvádějí pojišťovny ve svých pojistných podmínkách. Všechny pojišťovny uvádějí NC a ČC. I když pojistné podmínky některých pojišťoven uvádí možnost stanovení OC (viz tabulka č. 2), tuto hodnotu pojišťovny pro rodinné domy nenabídlý. ERGO místo termínu „cena“ uvádí „hodnota“. KOOP, GENERALI, AXA, DIRECT, SLAVIA, HVP, VZP uvádějí možnost sjednání obvyklé ceny pro nemovité věci. DIRECT uvádí sjednání také pojištění věci „dle stáří předmětu“ (DSP). Pojišťovny ČP, ČSOB, ČPP hovoří ve svých pojistných podmínkách o možnosti „jinak stanovené ceny“ (JSC) a touto cenou se rozumí cena stanovená jiným způsobem, např. znaleckým posudkem. PH staveb je stanovena především jako NC. Pojišťovny KOOP, ALLIANZ, VZP uvádějí možnost také ČC (ČH). Výjimku tvoří pojišťovna DIRECT, která v pojistných podmínkách neuvádí druhy pojistných hodnot pro stavby a odkazuje se na ujednání v pojistné smlouvě. Další podstatnou informací pro sjednání nové ceny pro stavby je výše opotřebení. Většina pojišťoven stanovuje opotřebení 70 %, a pokud je opotřebení větší, pak je nutné pro nemovitou věc sjednat ČC. Vyšší opotřebení 75 % uvádí ČSOB a naopak nižší GENERALI a ERGO. Nižší opotřebení 60 % uvádí GENERALI a ERGO. Pojišťovna DIRECT tuto informaci neuvádí, což souvisí také se skutečností, že v pojistných podmínkách také nestanovuje druhy pojistných hodnot.

PODPOJ a míra uplatnění jsou uváděny v pojistných podmínkách. Informaci o PODPOJ a míře uplatnění neuvádějí ALLIANZ a KP. Pojišťovna ALLIANZ v pojistných podmínkách uvádí garanci neuplatnění podpojištění a tím se zavazuje, že nesníží pojistné plnění, když nastane podpojištění. Podmínkou pojišťovny je ujednání pojistné částky minimálně ve výši vypočtené pojišťovnou. Pojišťovna KP nesjednává do pojistné smlouvy pojistnou částku, a tedy nemůže vzniknout podpojištění. Pojišťovny HVP a ČSOB hovoří o PODPOJ, ale nestanovují, od jaké procentuální výše bude uplatněno, tedy při pojistné události může být uplatněno podpojištění při jakémkoli rozdílu mezi PH a PČ. Nejvyšší míru PODPOJ ve výši 25 % uvádí pojišťovna DIRECT a naopak nejnižší 10 % pojišťovna ERGO.

Další důležitou informací v pojistných podmínkách je skutečnost, kdo zodpovídá za stanovení pojistné částky² do ujednání pojistné smlouvy. Pojišťovny KP a ERGO tuto skutečnost neuvádí. Indexace PČ znamená pravidelnou úpravu pojistného a pojistné částky s ohledem na vývoj cenové hladiny za uplynulý rok. Pokud by nedocházelo k indexaci, pak by se pojistná částka stala nižší než je pojistná hodnota a při pojistné události by také mohlo dojít k podpojištění. Tuto informaci neuvádí pojišťovna HVP a MAXIMA.

Na základě provedené komparace lze konstatovat, že pro pojistníka (pojištěného) je výhodné pojištění, ve kterém se nesjednává uplatnění podpojištění a pojistnou hodnotou stavby je nová cena. Těmto kritériím vyhovuje ALLIANZ a KP. U těchto pojišťoven je stejná maximální výše opotřebení pro sjednání NC.

3. Analýza ocenění za účelem stanovení pojistné hodnoty rodinného domu

Aby bylo možné zjistit pojistnou hodnotu (novou cenu) rodinného domu, ale také postup ocenění a data potřebná pro ocenění, je nutné specifikovat rodinný dům. Jeho specifikace je uvedena v následující tabulce. Tento rodinný dům lze považovat za standardní z pohledu hodnototvorných faktorů.

Tab. 3: Popis rodinného domu

Hodnototvorný faktor	Popis
Lokalita	Pardubický kraj, obec Písečná, 540 obyvatel
Kolaudace	1991
Obestavěný prostor (dále jen OP)	666,34 m ³
Zastavěná plocha	105 m ²
Riziko záplavy a povodně	Žádné riziko
Další popis RD	RD je kompletně napojen na inženýrské sítě RD má sedlovou střechu pokrytou pálenou taškou RD je vystavěn z cihel v tloušťce 45 cm Dispoziční řešení RD: suterén, přízemí a využívané podkrovní do 2/3 zastavěné plochy 1. nadzemního podlaží

Zdroj: Vlastní zpracování na základě zjištění technických informací o RD

3.1. Ocenění rodinného domu podle Oceňovací vyhlášky

Na základě popisu RD je proveden výpočet reprodukční hodnoty podle Oceňovací vyhlášky k 31. 12. 2017. Reprodukční hodnota je novou cenou rodinného domu. RD je oceněn nákladovým přístupem. K výpočtu je použita Oceňovací vyhláška s korekcemi nutnými pro stanovení nové ceny. Těmito korekcemi se rozumí nepoužití proměnných tržního charakteru. V prvním kroku je vypočtena základní cena upravená za 1 m³ podle § 13 Oceňovací vyhlášky.

$$ZCU = ZC \cdot K_4 \cdot K_5 \cdot K_i, \quad (1)$$

kde ZCU – základní cena upravená,
 K_4 – koeficient vybavení stavby,
 K_5 – koeficient polohový,
 K_i – koeficient změny cen staveb.

² Občanský zákoník uvádí, že se stanovuje pojistná částka na základě návrhu pojistníka.

Po výpočtu základní ceny upravené je vypočtena reprodukční hodnota, a to vynásobením ZCU obestavěným prostorem. Je tedy aplikován § 11 Oceňovací vyhlášky bez zahrnutí opotřebení. Podle Oceňovací vyhlášky by měla následovat úprava ceny stavby pomocí koeficientu trhu a polohy. Jak už bylo zmíněno, tato úprava není provedena, protože nová cena nemá tržní charakter.

Tab. 4: Výpočet nové ceny rodinného domu

Proměnné	Hodnoty
ZC (Kč/m ³)	2.321,7000
K ₄	0,9917
K ₅	0,8000
K _i	2,1660
ZCU (Kč/m ³) - Aplikace vzorce (1)	3.989,6510
OP (m ³)	666,3400
Nová cena (Kč) rodinného domu	2.658.464

Zdroj: Vlastní výpočet podle metodiky Oceňovací vyhlášky 2017

Tabulka č. 4 uvádí výpočet nové ceny rodinného domu. Jsou uvedeny hodnoty proměnných. Nová cena rodinného domu k 31. 12. 2017 je vypočtena ve výši 2.658.464 Kč.

3.2. Analýza metod ocenění pojišťoven, ČAP a Oceňovací vyhlášky

Kalkulace NC všech pojistitelů včetně jejich postupů jsou zjištěny následujícími způsoby. Jedním z nich je uzavření pojištění rodinného domu online na webových stránkách pojišťovny. U většiny pojišťoven, které tento způsob pojištění nabízí, je součástí webové stránky program, který vypočítá minimální či doporučenou pojistnou částku rodinného domu. Tato částka se vypočítá na základě vstupních dat, která jsou pro jednotlivé pojišťovny klíčová. Některé z pojišťoven tuto možnost nenabízí. Pro zjištění pojistné hodnoty je nutná komunikace s pojišťovnou formou telefonní infolinky pojišťovny, popř. komunikace emailem nebo osobní rozhovor s obchodním poradcem na pobočce dané pojišťovny. Poradci používají obdobný program, který je dostupný na webových stránkách jiných pojišťoven.

Tabulka č. 5 je shrnutím všech informací potřebných pro výpočet pojistné hodnoty (nové ceny) RD dané pojišťovny. Jsou uvedeni všichni pojistitelé nabízející pojištění RD a je doplněna také ČAP. Všechny srovnávané informace zařazuje do výpočtu Oceňovací vyhláška. Jediný rozdíl je v zastavěné ploše. Oceňovací vyhláška vychází z obestavěného prostoru a pojišťovny vycházejí ze zastavěné plochy (ERGO používá obytnou plochu). Tento údaj lze považovat za ekvivalentní, pokud je zvažován standardní rodinný dům.

Tab. 5: Informace potřebné pro stanovení nové ceny rodinného domu

Pojišťovna	ZP	ZP celkem / obytná plocha	Podlaží RD*	Druh střechy	Obytné podkroví	Svislá konstrukce **	Vybavení domu***	Lokalita	Počet údajů
ČP	✓	X	✓	✓	X	✓	X	X	4
KOOP	X	✓	✓	✓	✓	X	✓	X	5
ALLIANZ	✓	X	✓	✓	X	X	✓	X	4

ČSOB	X	✓	✓	✓	✓	X	✓	X	5
GENERALI	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	X	7
ČPP	X	✓	✓	X	X	X	X	✓	3
UNIQA	X	✓	✓	✓	✓	✓	X	X	5
KP	X	X	X	X	X	X	X	X	0
AXA	✓	X	X	X	X	X	X	✓	2
DIRECT	✓	X	✓	✓	X	X	X	X	3
SLAVIA	-	-	-	-	-	-	-	-	Dle ČAP
HVP	✓	X	✓	✓	X	X	X	X	3
VZP	✓	X	✓	✓	✓	✓	X	X	5
ERGO	X	✓	X	X	X	X	X	X	1
MAXIMA	-	-	-	-	-	-	-	-	Dle ČAP
CELKEM	12		10	9	5	4	4	2	
ČAP	X	✓	✓	✓	X	X	X	X	3

ZP = zastavěná plocha; **RD** = rodinný dům
✓ = údaj je požadován; × = údaj není požadován; *počet podlaží, podkroví, podsklepení; ** druh svislé konstrukce; *** stavební prvky domu (standard, podstandard, nadstandard)

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dostupných informací z webových stránek, řízeného rozhovoru a další komunikace s pojišťovnou (mail, telefon)

Na základě průzkumu pojišťoven je zjištěno, že údaje (nebo také hodnototvorné faktory), potřebné pro výpočet nové ceny, se u pojišťovny liší. Odlišnost je jednak v druhu informací, jednak v množství informací. V tabulce 5 je možné vyhledat počet a druh údajů zařazených do výpočtu podle pojišťoven a také celkový počet pojišťoven požadujících daný údaj k výpočtu.

Pojišťovna SLAVIA společně s pojišťovnou MAXIMA žádnou pojistnou hodnotu nekalkulují a odkazují se na kalkulaci minimální pojistné hodnoty ČAP. Ta stanovuje výslednou hodnotu ze tří údajů, tj. typ rodinného domu, celková zastavěná plocha a provedení střechy.

Jak již bylo uvedeno v rámci analýzy pojistných podmínek, KP nestanovuje HHP jako pojistnou částku nebo limit plnění. Tato pojišťovna omezuje pojistné plnění pojistnou hodnotou a nesjednává pojistnou částku. Plní do výše skutečné pojistné hodnoty. Plnění této pojišťovny se omezuje pouze velikostí skutečných nákladů na opravu či znovuporřízení pojištěné budovy. Výše těchto plnění jsou individuální a jsou závislé na rozsahu vzniklé škody.

Všechny pojišťovny kromě KP, SLAVIA a MAXIMA provádějí ocenění rodinného domu a používají podobné údaje. Údaje jsou sice jinak seskupené, ale detailnější analýzou je zjištěno, že se zásadním způsobem neliší. Výjimku tvoří obytná plocha, kterou používá pouze ERGO. Tento údaj lze považovat za ekvivalentní s celkovou zastavěnou plochou. Výsledná pojistná hodnota rodinného domu se u této pojišťovny odvozuje z tohoto jediného údaje, který nezahrnuje dispoziční ani stavební provedení domu.

ČPP a AXA určují výši pojistné hodnoty v závislosti na tom, kde se nemovitost nachází, což je v případě pojištění na novou cenu údaj také podstatný. Poloha má vliv na množství finančních prostředků, které obdrží pojistník při výplatě pojistného plnění od pojišťovny.

Dalším důležitým faktorem zkoumání bylo, zda pojišťovny ve své kalkulaci počítají s vybavením domu. Například pojišťovna KOOP má provedení rodinných domů rozděleno

do tří kategorií. Účelným provedením disponuje zpravidla starší budova, které obvykle chybí část vybavení, např. vodovod nebo ústřední vytápění. Běžné provedení domu charakterizuje jako vybavení standardními konstrukčními prvky v nižší a střední cenové hladině. Poslední je kategorie nadstandardní. Takovou by měla být nemovitost označena, pokud je řešena reprezentativně, disponuje stavebními prvky ve vyšší cenové kategorii, je komfortně vybavená a zpravidla i lépe zabezpečená. Tyto informace mohou výrazně zvýšit celkovou pojistnou hodnotu RD, a přitom s ní ve své kalkulaci počítají pouze čtyři pojišťovny, a to KOOP, ALLIANZ, ČSOB, GENERALI.

Zastavěná plocha, případně zastavěná plocha všech nadzemních (včetně podkroví) i podzemních podlaží by měla být základem pro stanovení výše pojistné hodnoty každého pojistitele. Pro zájemce o pojištění, ale i pojistitele je to snadno zjistitelná informace o rozměrech budovy z elektronického katastru nemovitostí. Jeden z těchto uvedených údajů využívá každá pojišťovna na českém trhu. Výjimkou je ERGO pojišťovna, která používá hůře zjistitelný údaj o obytné ploše.

Výpočet pojistné hodnoty by neměl postrádat ani informaci o dispozičním rozdělení domu, což jsou údaje týkající se počtu nadzemních či podzemních podlaží, podsklepení, podkroví, ale také typu střechy. Další důležitý údaj pro výpočet je druh použitých materiálů svislých konstrukcí. Každý tento hodnototvorný faktor by měl mít vliv na konečnou výši pojistné hodnoty domu stejně jako je tomu u Oceňovací vyhlášky. Největší rozdílnosti u pojistitelů se objevují právě v (ne)obsazení těchto údajů do jednotlivých výpočtů, což je viditelné v tabulce 5. Porovnáním údajů je patrné, že pojišťovny GENERALI, UNIQA a VZP všechny tyto informace o rodinném domu zjišťují.

Pouze pojišťovna ČP má ve svých pojistných podmínkách výslovně stanovené, že pro postup oceňování staveb používá nákladový způsob ocenění, jehož postup je uvedený v Oceňovací vyhlášce. Informace o podsklepení, počtu nadzemních podlaží, typu střechy a druhu svislé konstrukce patří k potřebným údajům pro ocenění. Většina pojistitelů s těmito údaji pracovala. Údaj o svislé konstrukci do výpočtu zahrnují pouze čtyři pojišťovny (ČP, GENERALI, UNIQA a VZP).

Oceňovací vyhláška používá pro výpočet údaj o účelně využitém podkroví RD, který zahrnuje do koeficientu pro zjištění ZC. I s tímto termínem pojistitelé pracují, avšak v omezeném počtu. Takových pojišťoven se na pojistném trhu nachází pět (KOOP, ČSOB, GENERALI, UNIQA a VZP). Je pravděpodobné, že pokud pojistitel kalkuluje pojistnou částku s údajem o podkroví, bere jej automaticky za obytné.

Jak už bylo zmíněno, ERGO používá k výpočtu pojistné hodnoty obytnou plochu. Tato pojišťovna nepoužívá žádný další údaj a tedy je jediným pojistitelem, který nepoužívá žádný hodnototvorný faktor z Oceňovací vyhlášky (viz tabulka č. 5). Pojišťovna AXA ve výpočtu pojistné hodnoty používá pouze zastavěnou plochu a polohu stavby.

GENERALI pojišťovna se nejvíce přibližuje podle požadovaných údajů ocenění podle Oceňovací vyhlášky. Tato pojišťovna nepoužívá ve svém výpočtu pouze údaje o poloze stavby. KOOP, ČSOB, UNIQA a VZP jsou dalšími pojišťovnami, které používají nejvyšší počet údajů, a tím se nejvíce přibližují ocenění podle Oceňovací vyhlášky ve smyslu údajů. Nelze ale tvrdit, že výsledná nová cena bude velmi podobná nové ceně zjištěné podle Oceňovací vyhlášky. Nelze totiž porovnat ceny a koeficienty přiřazované k hodnototvorným faktorům v pojišťovnách.

3.3. Analýza nové ceny stanovené pojišťovnami, ČAP a Oceňovací vyhláškou

Pojistná hodnota stanovená pojišťovnou je pojistnou částkou, která se stanovuje v pojistné smlouvě. Některé pojišťovny pro pojistnou částku uváděnou do pojistné smlouvy používají bližší specifikaci. Tabulka č. 6 uvádí tuto specifikaci, ale také výši vypočtené pojistné hodnoty a míru uplatnění podpojištění jednotlivých pojistitelů.

Tab. 6: Výše pojistné hodnoty a míra uplatnění podpojištění

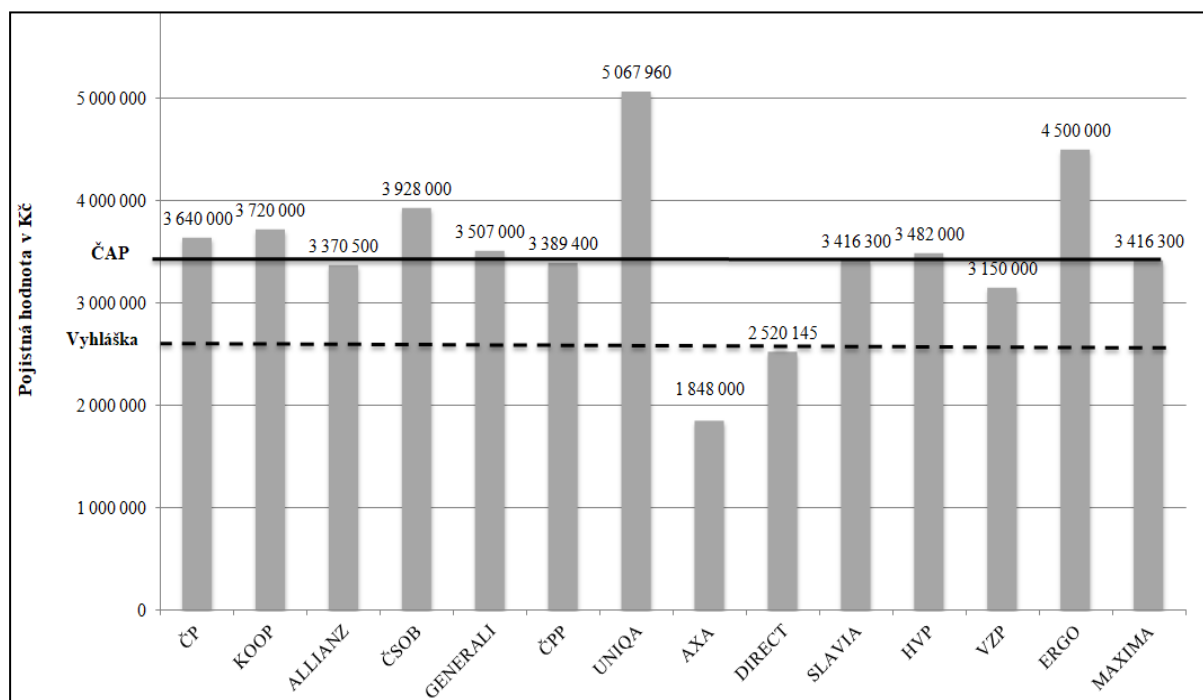
Pojišťovna	Specifikace pojistné částky (vypočtené pojistné hodnoty)	Výše vypočtené pojistné hodnoty	Míra uplatnění podpojištění
ČP	Minimální pojistná částka	3.640.000 Kč	od 15 %
KOOP	Minimální doporučená pojistná částka	3.720.000 Kč	od 20 %
ALLIANZ	Doporučená pojistná částka	3.370.500 Kč	-
ČSOB	Pojistná hodnota	3.928.000 Kč	neuvádí se
GENERALI	Doporučená pojistná částka	3.507.000 Kč	od 20 %
ČPP	Pojistná částka (bez bližší specifikace)	3.389.400 Kč	od 20 %
UNIQA	Pojistná částka (bez bližší specifikace)	5.067.960 Kč	od 20 %
KP	Nesjednáva pojistnou částku	-	-
AXA	Minimální pojistná částka	1.848.000 Kč	od 20 %
DIRECT	Doporučená pojistná částka	2.520.145 Kč	od 25 %
SLAVIA	Nekalkuluje pojistnou částku	Dle ČAP	od 15 %
HVP	Pojistná částka (bez bližší specifikace)	3.482.000 Kč	neuvádí se
VZP	Pojistná částka (bez bližší specifikace)	3.150.000 Kč	od 15 %
ERGO	Pojistná částka (bez bližší specifikace)	4.500.000 Kč	od 10 %
MAXIMA	Nekalkuluje pojistnou částku	Dle ČAP	od 15 %
ČAP	Minimální pojistná hodnota	3.416.300 Kč	-

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dostupných informací z webových stránek, řízeného rozhovoru a další komunikace s pojišťovnou (mail, telefon)

Pojištění rodinného domu na novou cenu (novou hodnotu v případě ERGO) nabízí na českém pojistném trhu každý pojistitel. Pojišťovny se liší v charakterizování pojistné částky. Dvě pojišťovny (ČP, AXA) stanovily minimální pojistnou částku. Některé pojišťovny hovoří o minimální pojistné částce (ČP, AXA), doporučené pojistné částce (ALLIANZ, GENERALI, DIRECT) nebo o minimální doporučené pojistné částce (KOOP). Toto upřesnění lze vnímat v souvislosti s ujednáním, že pojistník navrhuje pojistnou částku a je za ni zodpovědný. Pojišťovna může vypočítat pojistnou částku, ale pojistník ji ujednává do pojistné smlouvy. Pojišťovna tedy budoucímu klientovi doporučuje výši pojistné částky.

Tabulka č. 6 obsahuje náhled na výši uplatnění podpojištění každého pojistitele. Pokud by došlo ke škodě pojištěné nemovitosti a následně se zjistí, že pojistná částka měla být vyšší, podpojištění se neuplatní do míry uvedené v pojistných podmínkách pojišťoven. V případě pojistné události se provádí ocenění pojistné hodnoty poškozeného rodinného domu.

Obr. 1: Výše pojistných hodnot rodinného domu stanovených pojišťovnami



Zdroj: Vlastní zpracování na základě dostupných informací z webových stránek a komunikace s pojišťovnou (řízený rozhovor, mail, telefon)

Výše pojistných hodnot jednotlivých pojišťoven, uvedené v tabulce č. 6, jsou graficky znázorněny obrázkem č. 1. V tomto obrázku není znázorněna KP, která nestanovuje pojistnou částku. Pojišťovny SLAVIA a MAXIMA mají pojistnou částku na úrovni ČAP, tj. 3.416.300 Kč.

Nová cena rodinného domu vypočtená jako reprodukční hodnota podle Oceňovací vyhlášky dosahuje výše 2.658.464 Kč. Tuto hodnotu nedosahují pouze pojišťovny AXA a DIRECT. Pojišťovna DIRECT se liší minimálně, ale pojišťovna AXA stanovila pojistnou hodnotu o 30 % nižší. Ostatních 12 pojišťoven hodnotu podle Oceňovací vyhlášky převýšilo v průměru o 39,8 %. Pojišťovny ERGO (o 69 %) a UNIQA (o 90 %) hodnotu výrazně přesáhly. Lze tedy konstatovat, že většina pojišťoven stanovuje pojistnou hodnotu u vybraného standardního rodinného domu výše, než je hodnota stanovená pomocí Oceňovací vyhlášky.

ČAP používá také nákladový přístup ocenění zjednodušenou formou. ČAP stanovila pojistnou hodnotu ve výši 3.416.300 Kč, což je částka asi o 30 % vyšší než vyhlásková hodnota. Důvodem je patrně snaha asociace zabránit podpojištění budoucím pojistníkům. Výrazně pod hodnotou ČAP se nachází pojišťovna AXA (o 46 %) a DIRECT (o 26 %). Pouze pojišťovna AXA v pojistných podmínkách ujednává, že bude odpovídat za výši pojistné částky, pokud provede její kalkulaci. Pojišťovny ALLIANZ a ČPP mají pojistnou hodnotu minimálně pod pojistnou hodnotou ČAP. Pojišťovna VZP stanovila hodnotu o 8 % nižší než ČAP. Pojišťovny SLAVIA a MAXIMA stanovují pojistnou hodnotu podle ČAP. Ostatních 7 pojišťoven převýšilo hodnotu ČAP, a to v průměru o 16 %. Velmi vysokou pojistnou hodnotu na základě zadaných údajů o rodinném domě vygenerovala pojišťovna ERGO (32 %) a UNIQA (48 %).

Závěr

Cílem článku bylo zhodnotit stanovené pojistné hodnoty a metody, které používají jednotlivé komerční pojišťovny v České republice ke stanovení pojistné hodnoty rodinného domu. Pro dosažení stanoveného cíle byl výzkum nejdříve zaměřen na analýzu informací vztahujících se k problematice ocenění nové ceny v pojistných podmínkách pojišťoven nabízejících pojištění rodinného domu v České republice. Následně byla zpracována analýza a srovnání oceňovacích postupů směřujících ke stanovení nové ceny standardního rodinného domu na českém pojistném trhu k 31. 12. 2017. Dále bylo provedeno srovnání oceňovacích postupů pojišťoven s metodikou ČAP a metodikou Oceňovací vyhlášky. Nakonec byla provedena komparace stanovených nových cen v jednotlivých pojišťovnách a ceny byly také srovnány s cenou podle ČAP a podle Oceňovací vyhlášky.

Výzkumem bylo zjištěno, že pojišťovny používají ke zjištění nové ceny nákladový přístup. Porovnáním s Oceňovací vyhláškou bylo zjištěno, že metodické postupy pojišťoven jsou zjednodušeným postupem výpočtu uváděným v této vyhlášce.

ERGO pojišťovna je jedinou pojišťovnou, která při kalkulaci pojistné částky nepoužila žádný údaj z metodiky Oceňovací vyhlášky. Pojišťovna AXA ve výpočtu pojistné hodnoty používá pouze zastavěnou plochu a polohu stavby. Naopak GENERALI pojišťovna se nejvíce přibližuje z pohledu požadovaných údajů (hodnototvorných faktorů) ocenění podle Oceňovací vyhlášky. KOOP, ČSOB, UNIQA a VZP jsou dalšími pojišťovnami, které používají vysoký počet údajů shodných s Oceňovací vyhláškou. Nelze ovšem porovnat ceny a koeficienty přiřazované jednotlivými pojišťovnami hodnototvorným faktorům.

Na základě analýzy a porovnání pojistných hodnot lze konstatovat, že pojišťovny se přibližují hodnotě stanovené ČAP, která je o 30 % vyšší, než je hodnota podle Oceňovací vyhlášky. Nejvýraznější odchylku od hodnoty ČAP dosahují pojišťovny UNIQA, AXA, DIRECT a ERGO. Pojistná hodnota vypočtená pojišťovnou AXA je nejnižší, ale vzhledem k ujednání o odpovědnosti za její výši by pojišťovna neuplatnila podpojištění. Pojišťovny UNIQA a ERGO stanovují nejvyšší pojistné hodnoty. Lze konstatovat, že ocenění je nevyhovující a u těchto pojišťoven by došlo k přepojištění. U pojišťoven přesahujících hodnotu podle vyhlášky, ale také podle ČAP, by bylo vhodné taktéž snížit pojistnou hodnotu. Na diskusi zůstává existence rozdílu mezi oceněním podle Oceňovací vyhlášky a podle ČAP.

Srovnáním požadovaných údajů pro ocenění a vypočtených hodnot se u pojišťoven ERGO a AXA potvrdilo, že používání nedostatečného množství údajů vede k hodnotě výrazně odlišné od Oceňovací vyhlášky. Odlišnost byla prokázána, ale hodnota pojišťovny AXA je podhodnocena a pojišťovny ERGO je nadhodnocena. Pojišťovna UNIQA má mnohem přesnější výpočet podle požadovaných údajů, ale nová cena je také výrazně vyšší.

Nelze provést bližší analýzu a vyhodnocení rozdílností, protože nejsou známy ceny a koeficienty, které používají pojišťovny. Výzkumem byly zjištěny hodnototvorné faktory potřebné pro ocenění, ale nebyly zjištěny jejich výše. Výzkum používal pouze jeden konkrétně specifikovaný standardní rodinný dům, a proto výsledky nelze zobecnit. Lze předpokládat, že další standardní rodinný dům by byl vyhodnocen podobně. Lze konstatovat, že většina komerčních pojišťoven na českém pojistném trhu kalkuluje pojistnou hodnotu rodinného domu ve vyšší výši, než je hodnota stanovená podle Oceňovací vyhlášky, a je velmi blízko pojistné hodnotě vypočtené podle kalkulačky ČAP. Nemůže tedy nastat podpojištění. Pojistná hodnota je vyšší a je zřejmé přepojištění.

Nabízí se otázka: Co vede pojišťovny k tomuto postoji? Znamená to také vyšší kalkulované pojistné od pojistníků? Tento stav může být dán tím, že se pojišťovny chtějí vyhnout při likvidaci pojistné události problémům vzniklých z podpojištění. Pojistnou částku si může

pojistník stanovit sám v nižší hodnotě a odpovědnost je vždy na jeho straně. Zdali pojišťovny požadují vyšší pojistné za sjednané pojištění, nelze na základě výsledků výzkumu potvrdit. Analýza pojistného nebyla předmětem výzkumu. Nejsou známy všechny informace potřebné k výpočtu pojistného. Pojistné je ovlivněno také výší pojistné sazby. Pojišťovny s vyšší pojistnou částkou mohou kalkulovat s nižší pojistnou sazbou. Na pojistném trhu jsou pojišťovny vystaveny velké konkurenci, a proto se tento postoj s cílem vysokého pojistného jeví spíše jako málo pravděpodobný.

Literatura:

- [1] Blackledge, M. (2017): *Introducing Property Valuation*. 2. vydání. London: Routledge. ISBN 978-1-138-92994-4.
- [2] Bradáč, A. 2016. *Teorie a praxe oceňování nemovitých věcí*. Brno: AKADEMICKÉ NAKLADATELSTVÍ CERM. ISBN 978-80-7204-930-1.
- [3] Bradáč, A. - Fiala, J. (2006): *Rádce majitele nemovitostí*. 2. vydání. Praha: Linde Praha. ISBN 80-7201-582-6.
- [4] Ducháčková, E. (2015): *Pojištění a pojišťovnictví*. 1. vydání. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-87865-25-5.
- [5] Hálek, V. (2009): *Oceňování majetku v praxi*. 1. vydání. Bratislava: DonauMedia. ISBN 978-80-89364-07-7.
- [6] Krabec, T. (2007): *Operabilita pojmu tržní hodnoty v intencích standardizace oceňování*. Politická ekonomie, roč. LII, č. 5, s. 263-274. ISSN 0032-3233.
- [7] Mařík, M. – Maříková, P. (2011): *Hodnotové báze pro oceňování podniku – stále otevřený problém*. Odhadce a oceňování podniku, roč. XVII č. 3-4/2011, s. 37-56. ISSN 1213-8223.
- [8] Mařík, M. (2004). *Evropské oceňovací standardy a jejich význam pro oceňování podniku*. Acta Oeconomica Pragensia, roč. 2004, č. 3, s. 59-70. ISSN: 0572-3043.
- [9] Nemeček, A. – Janata, J. (2010): *Oceňování majetku v pojišťovnictví*. 1. vydání. Praha: B.C. Beck. ISBN 978-80-7400-114-7.
- [10] Pernica, M. - Hanušová, H. (2013): *Oceňování dlouhodobého hmotného majetku reálnou hodnotou*. Trendy ekonomiky a managementu, roč. 4, č. 7, s. 129-134. ISSN 1802-8527.
- [11] Vyhláška č. 441/2013 Sb., k provedení zákona o oceňování majetku.
- [12] Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů.
- [13] Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník.
- [14] Zazvonil, Z. (2013): *K možnostem vyjádření vlivů limitujících faktorů na tržní hodnotu nemovitostí*. Oceňování, roč. 2013, č. 1, s. 108-115. ISSN 1803-0785.
- [15] Zazvonil, Z. (2011): *Návrh standardu pro oceňování nemovitostí tržní hodnotou*. Oceňování, roč. 2011, č. 3, s. 49–62. ISSN 1803-0785.
- [16] Zazvonil, Z. (2012): *Odhad hodnoty nemovitosti*. 1. vydání. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-88-0.

Metodické postupy vedoucí ke stanovení pojistné hodnoty rodinného domu na českém pojistném trhu

Lenka Přečková – David Papáček

ABSTRAKT

Problematika článku spadá do oblasti pojišťovnictví a oceňování nemovitých věcí. Předmětem výzkumu jsou oceňovací postupy potřebné pro výpočet pojistné hodnoty rodinného domu používané pojišťovnami v České republice k 31. 12. 2017. Do analýzy a hodnocení výpočtů je zakomponována veřejně dostupná kalkulace pojistné hodnoty na webových stránkách České asociace pojišťoven a výpočet pomocí Vyhlášky č. 441/2013 Sb. k provedení zákona o oceňování. Aby byly možné metody a pojistné hodnoty vyhodnotit, je nutné specifikovat konkrétní rodinný dům pomocí hodnototvorných faktorů. Cílem článku je zhodnotit stanovené pojistné hodnoty a metody, které používají jednotlivé komerční pojišťovny v České republice ke stanovení pojistné hodnoty rodinného domu. Článek analyzuje informace v pojistných podmínkách pojišťoven, následně analyzuje metodické postupy pojišťoven, České asociace pojišťoven a Vyhlášky č. 441/2013 Sb. k provedení zákona o oceňování a nakonec analyzuje vypočtené pojistné hodnoty. Je vyhodnocena a diskutována podobnost v potřebných informacích pro ocenění, metodikách a výsledných pojistných hodnotách.

Klíčová slova: Pojistná hodnota; Nová cena; Nákladový způsob ocenění.

Systematic procedures for the determination of the insurance value of a family house on the Czech insurance market

ABSTRACT

The topic of the article is related to the insurance industry and the valuation of real property. The subject of the research is valuation procedures required for the calculation of the insurance value of a family house as used by insurance companies in the Czech Republic as of 31 December 2017. The analysis and calculations work with the calculation of the insurance value publicly accessible on the website of the Czech Insurance Association (Česká asociace pojišťoven); at the same time working with the Regulation no. 441/2013 Coll., which implements the Valuation Act. In order to make it possible to evaluate the methods and the insurance values, it is necessary to specify the concrete family house using value-creating factors. The aim of the article is to evaluate the specified insurance values and methods which individual commercial insurance companies in the Czech Republic use when determining the insurance value of a family house. The article analyzes information provided in the insurance conditions, subsequently analyzes systematic procedures of the insurance companies, the Czech insurance association, and of the Regulation no. 441/2013 Coll., which implements the Valuation Act. Finally, the article analyzes the calculated insurance values. It also evaluates and discusses similarities in the information required for valuation, methodology and resulting insurance values.

Key words: Insurance value; New price; Cost approach to valuation

JEL classification: G22