

Obsah

Rubrika *Stati*

Tomáš Buus: Přiměřené vypořádání (protiplnění) při vytěsněních 3

Viktor Hodek: Přehled hlavních změn navrženého zákona o znalcích, znaleckých kancelářích
a znaleckých ústavech23

Jaroslav Kaizr: Vybrané úvahy nad indexy komerčních nemovitostí29

Pavla Maříková – Andrea Sýkorová: Vliv dotací v pojetí českých účetních předpisů na
ocenění podniku42

Rubrika *Diskuse*

Lukáš Křístek: Znalecké ocenění, squeeze-out a Ústavní soud ČR 64

Editorial

Vážení čtenáři,

dostáváte do ruky první číslo časopisu Oceňování, který vychází již dvanáctým rokem. Tentokrát jsme pro Vás připravili čtyři příspěvky v hlavní rubrice Stati a jeden příspěvek v rubrice Diskuse, zabývající se vybranými problémy souvisejícími s tématem oceňování majetku.

Příspěvek Tomáše Buuse z katedry financí a oceňování podniku VŠE reaguje na článek Pavla Kohoutka, Tomáše Podškubky a Jiřího Hlaváče, kteří se v časopise Oceňování 2/2018 zabývali problematikou použití vhodné báze hodnoty při ocenění pro účely vytěsnění (squeeze-outu) a uvádí problém do širší perspektivy.

Viktor Hodek (Ministerstvo spravedlnosti ČR) se ve svém příspěvku věnuje návrhu zákona o znalcích, znaleckých kancelářích a znaleckých ústavech. Seznamuje čtenáře s nejdůležitějšími navrhovanými změnami a snaží se předpovědět konečné znění zákona s přihlédnutím k podaným pozměňovacím návrhům. Současně reaguje na článek T. Buuse, který jsme uveřejnili v čísle 3/2018.

Článek Jaroslava Kaizra shrnuje přístupy ke konstrukci nemovitostních indexů a zamýšlí se nad výhodami a nevýhodami jednotlivých typů modelů. V první části vychází z aktuální odborné literatury, druhá část je věnována úvahám nad konstrukcí českého nemovitostního indexu pro průmyslový sektor.

Pavla Maříková a Andrea Sýkorová z katedry financí a oceňování podniku VŠE se ve svém článku zabývají způsoby promítání dotací do účetních podkladů a specifikují místa, která mohou oceňovateli poskytnout zkreslenou informaci a nevhodné východisko pro ocenění podniku. V textu jsou vysvětleny hlavní dopady účetních vlivů dotací na generátory hodnoty a ocenění podniku.

Problematikou znaleckého ocenění při squeeze-outu se zabývá i Lukáš Křístek (znalecký ústav Moore Stephens ZNALEX, s. r. o.). Zaměřuje se na judikaturu, která byla k této problematice vydaná, bázi hodnoty a přírážky snižující ocenění. Článek rovněž ukazuje přístup Nejvyššího soudu a Ústavního soudu České republiky.

Prosíme vážené čtenáře, aby články považovali za názory autorů, které mohou být vhodným východiskem k diskusi.

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

Přiměřené vypořádání (protiplnění) při vytěsněních[#]

Tomáš Buus^{*}

Úvod

Tento článek je přímou reakcí na Kohoutka a kol. (2018), kteří představili svůj názor na správné oceňování při vytěsněních v tomto časopise, ročník 2018, číslo 2. Mým cílem je vysvětlit, co je dle mého názoru v jejich článku nesprávné, a uvést problém do širší perspektivy. Citovaný článek Kohoutka a kol. (2018) je totiž vykročením doprostřed problému, který autoři nedostatečně analyzovali a také jej zčásti směšují s dalšími otázkami oceňování podniku. Jde o diskonty za minoritu, přírážky k nákladům kapitálu za malou velikost, diskonty za nelikvidnost, statistiky posudků na vytěsnění či volby kategorie hodnoty při vytěsnění. Všechny nelze ani dosti dobře vyřešit v jednom příspěvku. Proto se nyní soustředím na řešení otázky volby kategorie hodnoty při vytěsněních. O jak naléhavou otázku jde, dokazuje statistika vytěsňování minoritních akcionářů za červenec 2005 – srpen 2013 (Kučera, 2013), když za toto období proběhlo 469 valných hromad schválivších vytěsnění o celkovém objemu téměř 17,8 mld. Kč!

Vymezení základních pojmů

Vytěsněním budu v tomto článku souhrnně nazývat tzv. vytěsnění pravé i nepravé. Tyto žargonové pojmy a jejich aplikace, včetně vymezení výše protiplnění jsou definovány:

1) Vytěsnění pravé

- a. Do konce roku 2013 bylo pravým vytěsněním právo výkupu účastnických cenných papírů upravené § 183i a násl. zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník (dále jen „obchodní zákoník“ nebo „obch.zák.“).

O přechodu všech ostatních účastnických cenných papírů společnosti na osobu hlavního akcionáře s podílem více než 90 % na hlasovacích právech rozhodovala valná hromada a svolávalo ji představenstvo cílové společnosti. Hlavní akcionář dokládal přiměřenost protiplnění (bez specifikace, čemu má být přiměřené) znaleckým posudkem znalce (§ 183m obch.zák.). Nicméně, vytěsnění umožňovalo hlavnímu akcionáři rovněž stanovit protiplnění bez doložení znaleckým posudkem (§ 183n obchodního zákoníku), když ve lhůtě několika měsíců od nabytí 90% podílu na základě povinné či dobrovolné nabídky převzetí bylo možno za přiměřené protiplnění označit nabídkovou cenu z nabídky převzetí.

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

^{*} Ing. Tomáš Buus, Ph.D. – odborný asistent; Katedra financí a oceňování podniku, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3, Česká republika; <buust@vse.cz>.

- b. Od roku 2014 se pod pravým vytěsněním rozumí nucený přechod účastnických cenných papírů upravený § 375 a násl. zákona č. 90/2012 Sb., zákon o obchodních společnostech a družstvech (dále jen „zákon o obchodních korporacích“ nebo „ZOK“).

Úprava jmenování znalce a určení výše protiplnění je obdobná, jako byla ve starém obchodním zákoníku. Ustanovení § 390 odst. 1 ZOK však dále konkretizuje pojem přiměřenosti: „*Vlastníci účastnických cenných papírů se mohou od splatnosti protiplnění domáhat po hlavním akcionáři práva na dorovnání, není-li poskytnuté protiplnění přiměřené hodnotě účastnických cenných papírů ke dni přechodu vlastnického práva na hlavního akcionáře.*“

2) Vytěsnění nepravé

- a. Do roku 2007 včetně byl upraven vytěsnění nepravé v § 220p obchodního zákoníku (před nabytím účinnosti zákona 125/2008 Sb.), podle něhož o převzetí jmění rozhodovala valná hromada a přiměřené vypořádání za akcie přešlé na hlavního akcionáře (bez další specifikace, čemu má být přiměřené) se dokládalo posudkem znalce.
- b. Od nabytí účinnosti zákona č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev (dále jen „zákon o přeměnách“ nebo „zák.přem“) pak je vytěsnění nepravé upraveno tam. Jmenování znalce je nově poněkud komplikovanější. Nicméně, opět se má posudkem znalce dokládat přiměřenost výše vypořádání. Přitom (§ 341 odst. 1 zákona o přeměnách): „*Výše vypořádání poskytovaného ostatním společníkům zanikající společnosti musí být přiměřená reálné hodnotě jejich podílů.*“

Není, a asi ani nemůže být, specifikováno, zda jde o hodnotu pro většinového či menšinového akcionáře (společníka) či poměrný podíl na tržní hodnotě jmění emitenta.

Jak lze rozumět shora uvedeným, poněkud heterogenním, ustanovením o určení výše protiplnění, se pokusím nastínit po analýze dalších okolností, které jsou společné všem zmíněným případům.

Jelikož je vytěsnění svého druhu převzetím, přesněji řečeno dosažením absolutní kontroly nad určitou korporací, budu onu korporaci v souladu se standardní ekonomickou terminologií nazývat cílovou společností.

Metodika OCE a ZNAL ČNB (dříve Komise pro cenné papíry)

K metodám ocenění při vytěsnění se vyjadřuje i metodika OCE České národní banky¹ (2014), resp. dříve ZNAL KCP (2004). Metodiku OCE ČNB (2014) je nutno nahlížet prizmatem dalších okolností a také vykládat v celku.²

¹ Dále jen „ČNB.“

² Což bohužel Kohoutek a kol (2018) neučinili.

Metodika OCE ČNB (2014) je primárně zaměřena na nabídky převzetí, byť se týká i vytěsnění, avšak pouze účastnických cenných papírů obchodovaných na regulovaném trhu. Její pasáž týkající se odhadu hodnoty účastnického cenného papíru podle kurzu je tak nepoužitelná pro akcie neobchodované na regulovaných trzích. V částech, které nereferují ke kurzu, resp. vlastnostem specifickým pro akcie obchodované na regulovaných trzích, lze z metodiky zřejmě vyjít analogicky, což ostatně činí i Kohoutek a kol. (2018).

Metodika OCE vznikla v roce 2010 a aktualizována byla v roce 2014. Změny v metodice OCE oproti metodice ZNAL KCP (2004), která od určení protiplnění podle kurzu zcela abstrahovala, mohou souviset se zlepšením ochrany investorů a zefektivněním českého kapitálového trhu. Proto je metodika OCE pro vytěsnění před rokem 2010 nepoužitelná.

Kohoutek a kol. (2018) citují metodiku OCE ČNB (2014) správně na str. 6 a 7 svého článku:

- citace č. 5: kritéria a postupy ocenění jsou ponechány na praxi,
- citace č. 6: hodnota akcie se určuje jako alikvotní podíl na hodnotě čistého obchodního majetku,
- citace č. 7: ZoOK a ZoNP používají pojem „hodnota“ bez určení, jakou kategorii hodnoty měl zákonodárce na mysli,
- citace č. 8: definice tržní hodnoty akcií,
- citace č. 9: primární indikací hodnota cenného papíru je kurz na regulovaném trhu).

Z citace č. 7 Kohoutek a kol. (2018) však nesprávně a/nebo přinejmenším spekulativně dovozují v obecné rovině, že se (v dikci metodiky OCE ČNB (2014) „*jedná o částku, za kterou by bylo možné směnit účastnický cenný papír a nikoli všechny účastnické cenné papíry jako celek*“). Rovněž další závěry Kohoutka a kol. (2018) dovozené z metodiky OCE ČNB (2014), o aplikovatelnosti srážek za minoritu a za nelikvidnost (s výsledku ocenění), resp. přirážek za totéž (k nákladům kapitálu) jsou nesprávné, resp. spekulativní, jak dále zdůvodním.

Je třeba připomenout historii metodiky ČNB, resp. Komise pro cenné papíry (dále jen „KCP“), kde se pojem „fair value“ vůbec neuvádí a dostal se až do metodiky platné později (nejdříve od roku 2010, srov. verzování v OCE ČNB 2014), která zdánlivě kontradiktorně prosazuje koncept hodnoty cenného papíru jako poměrného podílu na tržní hodnotě jmění a zároveň jako kurzu na regulovaném trhu. Zdánlivost kontradikce je dána tím, že mezi metodikou ZNAL KCP (2003, 2004) a OCE ČNB (2014) došlo ke změně legislativy: „... dne 1. dubna 2008 s účinností zákona o nabídkách převzetí, který v souladu se směrnicí Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004 o nabídkách převzetí (směrnice o nabídkách převzetí) zavedl tzv. pravidlo nejvyšší zaplacené ceny. Pro stanovení výše protiplnění v povinné nabídce převzetí je od 1. dubna 2008 rozhodující v první řadě nejvyšší cena, kterou za účastnické cenné papíry cílové společnosti zaplatil její navrhovatel.“ (metodika OCE ČNB, 2014, str. 4).

Tento výklad tvrzení metodiky OCE ČNB (2014) o primární indikaci hodnoty účastnického cenného papíru na úrovni kurzu jako hodnotě včetně majoritní prémie, pak dále posiluje i znění cit. směrnice, jak dále uvidíme.

Když Kohoutek a kol. (2018) tuto podstatnou okolnost neanalyzovali, pak dle mého názoru měli alespoň nestranně uzavřít, že metodika OCE ČNB (2014) neumožňuje rozhodnout o aplikaci některých parametrů ocenění (diskonty z výsledku ocenění, resp. přírážky k nákladům kapitálu).

Analogické případy v českém právu

Vypořádací podíl v obchodní korporaci

Vypořádací podíl při zániku účasti společníka ve společnosti jinak, než převodem nebo udělením příklepu v řízení o výkonu rozhodnutí, se určí dle § 36 odst. 2 a 3 zákona o obchodních korporacích (ZOK) z účetní závěrky sestavené ke dni zániku účasti. Liší-li se podstatně reálná hodnota majetku společnosti od jeho ocenění v účetnictví, vychází se z reálné hodnoty majetku snížené o výši dluhů. Po odstranění výkladových problémů (např. tržní hodnota dluhů se může lišit od jejich výše, reálná hodnota vede k definici kruhem – srov Buus, 2017) se tedy určí vypořádací podíl z tržní hodnoty (obvyklé ceny)³ obchodního závodu.⁴ „Vypořádací podíl se určí poměrem podílů společníků u jednotlivých forem obchodních korporací“ (§ 36 odst. 4 ZOK), protože je zjevné ve spojení s předchozím odstavcem, že vypořádací podíl má být na úrovni poměrného podílu na tržní hodnotě jmění korporace.

Podíly v korporacích při vypořádání SJM

Jak konstatoval Nejvyšší soud v rozsudku sp. zn. 22 Cdo 952/2007 s odvoláním na svůj rozsudek ze dne 14. listopadu 2002, sp. zn. 31 Cdo 2428/2000, „...se cena majetku pro vypořádání společného jmění manželů stanoví (jestliže se účastníci na ocenění nedohodli) cenou obvyklou, tj. cenou, kterou by bylo možno za převod majetkové hodnoty v rozhodné době a místě dosáhnout...“ a dále „...pro ocenění obchodního podílu ve společnosti s ručením omezeným je třeba pro účely vypořádání v SJM třeba v zásadě vycházet z obvyklé (tržní) ceny tohoto podílu, a že naopak nelze vyjít ani z vypořádacího podílu, ani z ocenění podle cenového předpisu...“ Pokud jde o obchodní závod fyzické osoby, oceňuje se celý obchodní závod (jak plyne z mých zkušeností při zadávání takových posudků soudy). Oceňuje se tedy v případě korporace celý obchodní podíl, vlastněný zpravidla jedním z bývalých manželů, spadající do SJM bývalých manželů (přesněji řečeno celý obchodní podíl toho z manželů, který jej získal a vlastnil v době, kdy onen podíl spadl do SJM).

Spoluvlastnické podíly

Rozsudek Nejvyššího soudu České republiky ve věci sp. zn. 22 Cdo 539/2003 jednoznačně konstatoval, že ten, jemuž budou věci (v daném případě nemovitosti) přikázány do výlučného spoluvlastnictví, by odpočtem snížení (diskontu) z důvodu spoluvlastnictví byl nepřiměřeně zvýhodněn na úkor toho spoluvlastníka, který o svůj spoluvlastnický podíl přichází, neboť by mu připadly věci v ceně (hodnotě) vyšší o dané snížení.

³ Pojem obvyklé ceny je fikce: „cena, která **by byla** dosažena při obchodech podobným zbožím....“. Nemusí (byť může) to být cena, která skutečně dosažena při obchodech podobným zbožím byla.

⁴ Když ten představuje soubor všeho majetku korporace, včetně nehmotných složek podnikání (jak přiléhavě v definici podniku konstatoval bývalý obchodní zákoník).

Cit. rozsudek používá doslovně pojem „nepřiměřeně“, což lze dát do kontextu i se zde řešenou problematikou přiměřeného vypořádání/protiplnění. Přiměřené zvýhodnění nemůže být takové, které plyne ze spoluvlastnického postavení ani z převodu, resp. přechodu spoluvlastnického podílu z majetku jednoho do majetku druhého.

Dílčí závěry

Lze shrnout, že v rámci řešení vypořádání, nuceného převodu či přechodu podílů v korporaci je právními předpisy či judikaturou poměrně jednotně prosazován rovný přístup ke společníkům v interpretaci určení vypořádání (protiplnění) za odejmutý obchodní či spoluvlastnický podíl. Výjimkou jsou vytěsnění, kde neurčitost ustanovení o výši protiplnění (vypořádání) dává prostor různým unikátním úvahám (viz Kohoutek a kol., 2018). Dle mého názoru ovšem není jediného důvodu, aby se k typově stejnému případu (vytěsnění pravé či nepravé) přistupovalo jinak, než v případě jiných nedobrovolných převodů či přechodů podílů v korporaci.

Předpisy vyšší právní síly

Čl. 11 odst. 1 Listiny základních práv a svobod (č. 2/1993 Sb.; dále jen „Listina základních práv a svobod“) stanoví: *„Každý má právo vlastnit majetek. Vlastnické právo všech vlastníků má stejný zákonný obsah a ochranu.“* Tento kategorický imperativ je třeba vyložit v kontextu zkoumané materie:

- 1) Pokud by někdo mohl být zbaven majetku za nižší náhradu, než je hodnota onoho majetku, pak by *de facto* bylo popřeno jeho vlastnické právo, neboť by se jeho jmění snížilo. Bylo by mu tak odepráno právo vlastnit část majetku v podobě rozdílu mezi hodnotou jeho majetku před vyvlastněním a po něm. Přitom hodnota majetku není dána pouze možností směny, ale též možností majetek držet a brát z něj užitky. Musí se brát v úvahu nejlepší využití s ohledem na informace k datu ocenění. Opírat se při určení protiplnění při vytěsnění jenom (především) o aktuální burzovní kurz nebo dokonce přizpůsobovat výsledky ocenění jinými metodami burzovnímu kurzu za použití různých srážek s výsledku ocenění a přirážek k nákladům kapitálu při výnosovém ocenění je dle mého názoru logicky a ekonomicky nepřipustné mj. i proto, že při vytěsnění je požadováno doložení přiměřenosti posudkem znalce, nikoliv burzovním kurzem.⁵
- 2) Má-li vlastnické právo všech vlastníků stejný zákonný obsah a ochranu, pak dle mého názoru není přípustné, aby se jeden obohatil na úkor druhého jen kvůli právní neurčitosti vymezení výše protiplnění (vypořádání) při vytěsnění. K tomu srov. i výše a níže citovanou judikaturu.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004 o nabídkách převzetí (dále jen „Směrnice“) stanoví (vybírám ustanovení s nejvyšší mírou relevance pro určení výše protiplnění/vypořádání):

⁵ Úvahy Kohoutka a kol. (2018) se soustředí na směnu, když do relace dávají ocenění podle burzovního kurzu a spravedlivou hodnotu či spíše tržní hodnotu účastnického cenného papíru.

- 1) Dle článku 3, odst. 1. písm. a): „všem držitelům cenných papírů cílové společnosti stejného druhu musí být poskytnuto rovnocenné zacházení; kromě toho, pokud některá osoba ovládne společnost, musí být ostatní držitelé cenných papírů chráněni“

Tj. (dle mého názoru) všem držitelům cenných papírů cílové společnosti stejného druhu je (právními předpisy a jejich aplikací v členských státech) poskytnuto rovnocenné zacházení, jestliže žádný z nich (akcionářů) nemůže získat na úkor druhého některým ze zákonných ustanovení v předpisech vydaných členskými státy.

- 2) Dle článku 5 odst. 4: „Za spravedlivou⁶ se považuje nejvyšší cena, kterou za stejné cenné papíry zaplatí předkladatel nabídky nebo osoby jednající ve shodě s ním v období, které určí členské státy jako období nejméně šesti měsíců a nejvíce dvanáct měsíců před nabídkou uvedenou v odstavci 1....“ Ustanovení zjevně netřeba dále komentovat.

- 3) Článek 15 upravuje uplatnění práva výkupu účastnických cenných papírů. Z nich nejdůležitější je pak odst. 5. „Členské státy zajistí, aby byla zaručena spravedlivá cena. Tato cena bude mít stejnou podobu jako protiplnění nabídnuté v nabídce nebo bude ve formě hotovosti.... Po dobrovolné nabídce v obou případech uvedených v odst. 2 písm. a) a b) se protiplnění navržené v nabídce považuje za spravedlivé, pokud přijetím nabídky její předkladatel získal cenné papíry představující nejméně 90 % základního kapitálu spojeného s hlasovacími právy obsaženého v nabídce. Po povinné nabídce se protiplnění v ní navržené považuje za spravedlivé.“

Směrnice tedy považuje za spravedlivé protiplnění odpovídající tzv. prémiové ceně (ve smyslu § 183c odst. 3 býv. obchodního zákoníku), což je cena akcie ve většinovém podílu (včetně kontrolní premie), pokud byla dosažena.

Tj. za férovou cenu Směrnice považuje tu, za níž hlavní akcionář nabyt v dobrovolné nabídce převzetí účastnické cenné papíry, umožňující mu přesáhnout 90% hranici hlasovacích práv, resp. cena nabídnutá v povinné nabídce převzetí, která ovšem musí být minimálně na úrovni nejvyšší ceny zaplacené navrhovatelem v období 6 až 12 měsíců – délka období dle národní legislativy (čl. 15 odst. 5 ve spojení s čl. 5 odst. 4).

Směrnice se týká účastnických cenných papírů emitentů z členských států EU, přijatých k obchodování na některém regulovaném trhu v zemích EU. To je zřetelný limit pro uplatnění principů Směrnice v obecné rovině (i pro akcie neobchodované na regulovaných trzích). Nicméně, kategorie hodnoty pro určení vypořádání v dalších případech kongruuje se základním principem Směrnice při stanovení protiplnění/vypořádání. Tento imperativ férového zacházení s akcionáři, resp. společníky obecně (i když pravý smysl těchto ustanovení Směrnice může být jiný)⁷ se tedy line právními předpisy: srov. výše a níže v tomto článku.

⁶ V angl. originále „equitable price“

⁷ Např. ztížit převzetí korporací ze zemí EU osobami odjinud.

Okolnosti

Vytěsnění menšinových akcionářů, resp. převzetí jmění, je nedobrovolným odejmutím majetku v soukromém zájmu, za náhradu. Je absolutním zásahem do majetkových práv toho, jemuž jsou akcie (podíly) odejmuty.

Při tom výše náhrady je určena dle vůle většinového akcionáře a doložena posudkem znalce většinovým akcionářem najatého. Předpokládejme, že všichni znalci jsou čestní. Přesto mezi nimi mohou panovat názorové rozdíly. Za stávající legislativy si většinový akcionář⁸, resp. představenstvo⁹ cílové společnosti může vybírat (proces vytěsnění je obvykle plánován), a také vybrat, znalce, který bude ochoten i přes judikaturu Nejvyššího soudu a Ústavního soudu určit výši protiplnění na úrovni burzovního kurzu. Navíc mu může poskytnout pouze omezený rozsah informací, zahrnujících zejména čistá rizika (rizika horších, než očekávaných výsledků). To vyplývá z rizikové averze většiny ekonomicky soudných lidí. Zpravidla se tak děje, neboť:

- 1) Představenstvo většinového akcionáře, resp. on sám, je-li podnikatelem, má při vytěsnění vedle povinnosti poskytnout přiměřené vypořádání (protiplnění) také povinnost jednat s péčí řádného hospodáře. S růstem výše vypořádání (protiplnění) roste i jeho riziko nedodržení této povinnosti.
- 2) Představenstvo cílové společnosti je voleno a odvoláváno většinovým akcionářem a je tedy v zájmu představenstva cílové společnosti hájit zájmy většinového akcionáře.

Skutečnost, že ocenění akcií pro určení protiplnění (vypořádání) při vytěsnění se v posudku zadaném většinovým akcionářem blíží ceně dosažené v minoritních transakcích tak nelze bez dalšího považovat ani za potvrzení výsledku posudku ani za potvrzení ceny v minoritních transakcích. Neplyne z toho nicméně *a priori*, že by takový posudek byl vadný ani že by ceny menšinových podílů dosažené před vytěsněním byly neférové. Oboje je nutno zkoumat.

Tržní cena a hodnota akcie, spravedlivá hodnota, přínos vytěsnění pro hlavního akcionáře vs. právní předpisy vyšší síly a právní principy

Kategorie hodnoty, které jsou relevantní pro uvažování o výši protiplnění (vypořádání) při vytěsnění, byť je nelze všechny použít, jsou:

cena akcie v menšinovém podílu

- ± první část kontrolní prémie, tj. vliv mimořádných okolností trhu, zvláštní oblíbenosti a osobních vztahů kupujícího a prodávajícího, resp. porušení předpokladů tržní hodnoty, to vše při transakcích nekontrolními podíly
- = **tržní hodnota (obvyklá cena) akcie v menšinovém podílu**
(§ 2 odst. 1 zákona č. 151/1997 Sb. či IVSC¹⁰ (2003, 2007, 2017))
- + druhá část kontrolní prémie (první část kontrolní prémie v obvyklé výši)
- = **poměrný podíl 1 akcie na tržní hodnotě jmění**

⁸ Při převodu jmění na společníka, viz § 337 a násl. zákona č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev, v aktuálním znění k podání tohoto článku.

⁹ Při nuceném přechodu účastnických cenných papírů, viz § 375 a násl. zákona č. 90/2012 Sb., zákon o obchodních korporacích, ve znění pozdějších předpisů.

¹⁰ International Valuation Standards Committee

- + třetí část kontrolní prémie (zbytek kontrolní prémie v obvyklé výši)
- = **tržní hodnota (obvyklá cena) akcie v kontrolním podílu**
- ± zbytek kontrolní prémie, tj. vliv mimořádných okolností trhu, zvláštní oblíbenosti a osobních vztahů kupujícího a prodávajícího, resp. porušení předpokladů tržní hodnoty, to vše při transakcích podíly umožňujícími kontrolu
- = **cena akcie v kontrolním podílu, nejvyšší dosažená (prémiová cena)**
- + náklady existence menšinových akcionářů nesené akcionářem většinovým přímo či nepřímo, připadající na 1 akcií
- = **přínos vytěsnění pro hlavního akcionáře**

Shora uvedené pořadí představuje obvykle výši peněžního ekvivalentu (ceny, hodnoty) rostoucí dle pořadí.

Dále při tom nutno brát v úvahu, že cena je skutečně zaplacená částka za zboží či službu, která může být držena v tajnosti či zveřejněna, avšak reflektuje podmínky konkrétního obchodu a nemusí odpovídat definičním znakům některé z kategorií hodnoty, ať již jde o tržní hodnotu či obvyklou cenu. Naproti tomu hodnota je odhad ceny, která by byla zaplacená za předpokladů stanovených definicí příslušné kategorie hodnoty. Hodnota a cena tak mohou, ale nemusí být podobné a znalec, který tvrdí shodu mezi nimi, by ji také měl prokázat, viz:

- a. doposud požadavek vyhlášky č. 37/1967 Sb., k provedení zákona o znalcích a tlumočnících, ve znění pozdějších předpisů na uvedení všeho, k čemu znalec přihlížel, v nálezu znaleckého posudku,
- b. nově (bude-li schválena novela zákona o znalcích a tlumočnících) požadavek na „*odůvodnění v rozsahu umožňujícím přezkoumatelnost znaleckého posudku*“ a „*je-li to možné, přílohy potřebné k zajištění přezkoumatelnosti znaleckého posudku*“, viz § 28 odst. 2 písm. f) a h) vl.n.z. o znalcích, znaleckých kanc. a znaleckých ústavech – EU (sněmovní tisk 72 Poslanecké sněmovny ČR v 8. funkčním období, ve znění pozměňovacích návrhů č. 1479, 1629, 1764 a 1869).

Aplikovatelné kategorie hodnoty

V neposlední řadě je otázkou, proč právě tržní hodnota či obvyklá cena jsou kategorie hodnoty, v nichž uvažujeme o akciích v menšinovém, většinovém podílu či v poměrném podílu na jmění. Jednotlivé dotčené právní normy (jak dříve, tak nyní platné) řeší tuto otázku níže uvedeným způsobem (s přidanou interpretací autorem tohoto článku):

- 1) Ustanovení §§ 183i-183n obchodního zákoníku nespecifikuje blíže pojem přiměřenosti. Nicméně je zakázáno zneužití většiny i menšiny ve společnosti (§ 56a obchodního zákoníku) a společnost musí za stejných podmínek zacházet se všemi akcionáři stejně (§ 155 odst. 7 obch.zák.), jakož je zde i povinnost statutárního orgánu jednat s péčí řádného hospodáře (§ 194 odst. 5 obch.zák.), platící i v případě ovládací smlouvy a pokynů řídící osoby osobě řízené. Tyto imperativy dle mého názoru musí mít vyústění v ekonomické sféře, konkrétně hodnotě akcie, když finanční motiv (držba za účelem inkasa podílů na zisku nebo výhodný prodej) je zpravidla důvodem vlastnictví akcie.
- 2) Ustanovení § 220p obchodního zákoníku nestanoví výslovně, jaké vypořádání by mělo být přiměřené. Z odvolávky na § 220a odst. 8 pak plyne, že nikomu, kdo se podílel na sloučení (alt. převzetí jmění) nelze přiznat zvláštní výhodu. Zvláštní

výhoda by byla přiznána, pokud by došlo k obohacení. K obohacení dojde, zvýší-li se majetek, přičemž hodnota majetku se měřila jeho obvyklou cenou (*alter* tržní hodnotou) i před účinností NOZ.¹¹ Jestliže by mělo platit při určení vypořádání, že akcie v majetku menšinových akcionářů jsou méně hodnotné než tytéž akcie v majetku většinového akcionáře, pak by se určením vypořádání na úrovni hodnoty minority obohatil většinový akcionář, v rozporu s § 220a odst. 8 býv. obch.zák.

- 3) Ustanovení § 390 odst. 1 ZOK stanoví, že vlastníci účastnických cenných papírů se mohou domáhat práva na dorovnání, není-li poskytnuté protiplnění přiměřené hodnotě účastnických cenných papírů (atd.), přičemž § 492 občanského zákoníku, vstoupivšího v účinnost paralelně se ZOK, uvádí: „*Hodnota věci, lze-li ji vyjádřit v penězích, je její cena. Cena věci se určí jako cena obvyklá, ledaže je něco jiného ujednáno nebo stanoveno zákonem.*“
- 4) Ustanovení § 341 odst. 2 zákona o přeměnách stanoví: „*Výše vypořádání poskytovaného ostatním společníkům zanikající společnosti musí být přiměřená reálné hodnotě jejich podílů.*“

Reálná hodnota u podílu veřejně neobchodovaných (neobchodovaných na regulovaném trhu) vede k definici kruhem (srov. Buus, 2017) a je nutno použít v takovém případě tržní hodnoty (obvyklé ceny). Ustanovení § 36 odst. 3 ZOK, který odvozuje vypořádací podíl (tedy *de facto* vypořádání) od reálné hodnoty majetku a dluhů korporace – tedy po odstranění výkladových peripetií – od poměrného podílu na hodnotě (obvyklé ceně) majetku a dluhů korporace s ohledem na nejlepší využití (ibidem). Majetkem korporace je její jmění, a pokud tvoří funkční celek, pak je tímto jměním nebo jeho podstatnou částí závod.

U podílů, resp. účastnických cenných papírů obchodovaných na regulovaném by sice teoreticky připadalo v úvahu vypořádání dle kurzu cenného papíru, avšak v souladu se Směrnicí 2004/25/ES o nabídkách převzetí by se muselo jednat o prémiovou cenu, jinak by úprava převzetí jmění obcházel Směrnici, když převzetí jmění lze jinak provést také uplatněním práva výkupu a následnou fúzí mateřské a cílové společnosti. Dále lze odkázat na již výše cit. judikaturu.

Jak uvedeno výše, není důvodu, aby při jednom způsobu nuceného ukončení účasti ve společnosti bylo vypořádání stanoveno jinak než v jiném případě téhož.

Kromě toho, dle mého názoru veškerá ustanovení o určení přiměřeného protiplnění (vypořádání) nepřipouští, ať již explicitně či implicitně, jinou kategorii hodnoty než tržní hodnotu. Např. subjektivní hodnota vylučuje přezkum, není tedy přípustná. Fair value (reálná hodnota) ve smyslu zákona o účetnictví by buďto vedla opět k poměrnému podílu na tržní hodnotě (obvyklé ceně) jmění anebo k určení dle Směrnice. Konstantní přístup českých soudů v těchto ohledech (viz výše i níže) to dokládá.

Tržní hodnota i obvyklá cena jsou hypotetickými cenami, obě požadují odhlédnutí od netržních prvků, obě pak také umožňují použití více metod ocenění, byť vstupy a postup by měly mít tržní charakter, podrobněji viz (Buus, 2018), proto jsou zde představeny jako

¹¹ Srov. již od r. 1994 ustálenou judikaturu Ústavního soudu ČR, konkrétně např. nálezy sp. zn. III.ÚS 102/94, N 61/2 SbNU 175

alternativy. Obě také vylučují subjektivní prvky, což je základní podmínka jejich využitelnosti v soudním řízení, a zajišťují tak také přezkoumatelnost jejich určení (Buus, 2010). Obě představují hypotetickou (nejlepší¹²) cenu, za niž by bylo možno předmět ocenění prodat, což konvenuje požadavku přiměřenosti, jakož i dalším právním normám, shora uvedeným. Zároveň již je z právních norem, byť někdy nepřímou (a proto se k tomu praxe dobírá dlouhou a trnitou cestou), že protiplnění, resp. vypořádání by nemělo obohatit jednoho akcionáře na úkor druhého (resp. vést k poškození jednoho ve prospěch druhého).

Protiplnění (vypořádání) na úrovni ceny akcie v menšinovém podílu

Cena akcie dosažená v soukromé či veřejné transakci může být cenou mimořádnou ve smyslu zákona č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, resp. může se odchylovat od tržní hodnoty vlivem porušení některých jejích předpokladů, zejména předpokladu nejlepšího využití. Nicméně, může být velmi obtížné vyčíslit rozdíl mezi tržní cenou akcie v menšinovém podílu a tržní hodnotou (obvyklou cenou) akcie v menšinovém podílu, z důvodu obtížné oddělitelnosti (neoddělitelnosti) první a druhé části kontrolní prémie, jež sama o sobě je zjišťována jako rozdíl tržní ceny akcie ve většinovém podílu a tržní ceny akcie v menšinovém podílu.

Hlavní příčinou rozdílu mezi tržní cenou akcie a tržní hodnotou akcie (obě v menšinovém podílu) jsou při hrozbě vytěsnění, ať již pravého či nepravého, a nejistoty ohledně možnosti domoci se práva, mimořádné okolnosti trhu, resp. porušení předpokladů tržní hodnoty, zejména předpokladu nejlepšího využití.

Kurz akcie před vytěsněním může být rizikem vytěsnění ovlivněn. Na řadě vytěsnění to lze doložit a věřím, že k tomu budu mít prostor v některém z dalších článků. Nicméně, nyní se soustředím na teoretickou analýzu problému. Náklady a trvání soudních sporů, jakož i riziko neúspěchu pro žalobce o doplatek protiplnění (vypořádání) do přiměřené výše mohou vést k situaci, že nikdo racionální není ochoten koupit rizikem vytěsnění dotčené akcie za cenu odpovídající jejich tržní hodnotě, natožpak spravedlivé hodnotě, když je spíše ochoten koupit je za cenu blízkou se předpokládanému protiplnění, které je jisté. Přitom může být zcela zanedbatelného významu možnost doplatku, který je nejistý, navíc dosažitelný s enormními náklady a ve velmi dlouhém časovém horizontu. Pokud by protiplnění (vypořádání) mělo být primárně stanoveno dle burzovního kurzu anebo jím verifikováno, tj. aby se na burzovní kurz jako podstatný indikátor hodnoty odvolával i znalecký posudek, znamenalo by to riziko institucionalizace nespravedlnosti při vytěsněních. Obdobně se vyslovil i ústavní soud, který vyloučil možnost ocenění domu pro exekuci na základě cen domů, dosažených při exekuci (viz nálezy Ústavního soudu České republiky sp. zn. II. ÚS 3588/14).

Navíc, většinový akcionář má kontrolu nad výší protiplnění (vypořádání) např. výběrem znalce. Má kontrolu nad informacemi, které znalec pro vytěsnění obdrží a zčásti i nad informacemi, které se podaří získat menšinovým akcionářům či znalci určenému soudem ve sporu o doplatek protiplnění (vypořádání). Dle mého názoru proto je ve všech případech vytěsnění stanovena povinnost doložit přiměřenost protiplnění (vypořádání) posudkem znalce, ať již jde o pravý či nepravý squeeze-out, podle staré či nové právní úpravy. Nicméně, znalecký posudek není vyňat ze soudního přezkumu (nálezy Ústavního soudu sp. zn. III. ÚS 299/06 či rozsudek Nejvyššího soudu ČR ve věci 22 Cdo 1810/2009)

¹² U obvyklé ceny to plyne mj. např. z již cit. čl. 11 odst. 1 Listiny základních práv a svobod, u tržní hodnoty pak přímo z jejích definičních znaků.

a je-li znaleckých posudků více, s odlišnými závěry, musí být zjištěno, který je správný a proč (R 45/84-Sbírka soudních rozhodnutí a stanovisek).

Byť tedy není vyloučeno, aby protiplnění (vypořádání) bylo přiměřené i na úrovni ceny (burzovního kurzu) akcie v menšinovém podílu, vyžadují právní předpisy, aby taková výše protiplnění byla prokázána posudkem znalce, nikoliv kurzem akcie. Přitom kurz akcie obsahuje právě tu jedinou správnou srážku za minoritu platnou pro danou akcii. Mezi použitím diskontů s výsledku ocenění či přírážek k diskontní míře, směřujících k určení protiplnění na úrovni ceny akcie v minoritním podílu a samotným zněním zákona je tak dle mého názoru logický rozpor.

Protiplnění (vypořádání) rovné tržní hodnotě (obvyklé ceně) akcie v menšinovém podílu

Nejprve uveďme relaci mezi tržní hodnotou a obvyklou cenou. Obě vylučují mimořádnosti a obě jsou hypotézou (v definici obvyklé ceny je podmiňovací způsob – jde o cenu která by byla dosažena, nikoliv která byla dosažena). Obě představují kategorii hodnoty dosažitelnou různými způsoby ocenění, avšak v ideálním případě za použití porovnávacího způsobu ocenění (podrobněji Buus, 2018).

Tržní hodnota (obvyklá cena) akcie v menšinovém podílu tedy rozhodně není apriorně rovna (nemusí být rovna) tržní ceně nebo jakémukoliv průměru z těchto tržních cen, i když to nelze vyloučit. Avšak, menšinový akcionář zpravidla nebude schopen prokázat existenci či výši rozdílu mezi tržní cenou akcie v menšinovém podílu a její tržní hodnotou, který mimo jiné obsahuje předpokládané synergie a soukromé výhody kontroly. To lze zpravidla pouze s užitím vnitřních informací cílové společnosti, které jsou mu prakticky nedostupné, byť by k nim *de iure* mít přístup měl.

Ex-post porovnáním plánovaných výsledků hospodaření (při výnosovém ocenění) lze zjistit zatažené synergie a případné zkreslení finančního plánu použitého znalcem pro vytěsnění.¹³ Avšak, soukromé výhody kontroly nemusí být odhalitelné ani tímto porovnáním plánovaných a skutečných výsledků hospodaření. Koncernová centrála totiž může soukromé výhody kontroly čerpat z ovládané (i 100% ovládané) společnosti různými formami, včetně forem legálních, např. rozhodování o alokaci aktiv a dluhů v koncernu, kterými na dceřiné společnosti alokuje čistá (negativní) rizika a na společnosti mateřské dluhy a majetek či pozitivní rizika (benefity).¹⁴ Jelikož nelze vyloučit, ba přímo je nutné při nuceném odejmutí majetku předpokládat, nejlepší užití oceňovaného majetku^{15,16}, není logicky ani ekonomicky přípustné ztotožňovat tržní hodnotu s tržní cenou bez prokázání jejich rovnosti.

¹³ Nepresumuji, že každý rozdíl ex-ante plánu a ex-post reality je zkreslením, natožpak zkreslením úmyslným. Některé rozdíly mohou být způsobeny okolnostmi, k datu ocenění (sestavení plánu) neočekávatelnými.

¹⁴ Článek popisující matematickými důkazy a simulacemi hodnoty koncernu a dceřiných, resp. mateřských společností zmíněné čerpání soukromých výhod kontroly alokací jmění a rizik v koncernu jsem (autor) podal k recenznímu řízení před zpracováním tohoto článku, takže nejspíše v dohledné době budou k dispozici důkazy pro zmíněná tvrzení. Nicméně, v tomto článku není dostatek prostoru pro provedení všech potřebných důkazů.

¹⁵ K předpokladu nejlepšího užití se podrobněji vyjadřuji v části věnované předpisům vyšší právní síly, resp. Směrnici Evropského parlamentu a rady 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004 o nabídkách převzetí.

¹⁶ Srov. též IVS (2003, 2007, 2017) nebo již citovaný nálezn Ústavního soudu České republiky sp. zn. II. ÚS 3588/14, který vylučuje ocenění nemovitosti – domu při horším využití (exekuci) než nejlepším možným (alternativě jeho znovupořízení s ohledem na opotřebení).

Ovšem, bráno z pohledu většinového akcionáře by prokazování rovnosti tržní ceny a tržní hodnoty znamenalo prokazovat neexistenci okolností takovou rovnost vylučujících, což však nemusí, byť někdy může, být prakticky proveditelné a takové důkazní břemeno by nebylo únosné.

V tomto odstavci budu řešit již jen otázku aplikovatelnosti obvyklé ceny (tržní hodnoty) akcie v menšinovém podílu při vytěsněních. Již zmíněné soukromé výhody kontroly, resp. synergie pak dle mého názoru, ale i dle konstantní judikatury, vylučují, aby tržní hodnota akcie v menšinovém podílu mohla být brána za spravedlivé (přiměřené) protiplnění. Nedobrovolným odejmutím akcií je totiž menšinovým akcionářům de facto také odejmuta možnost kdykoliv v budoucnosti se bránit proti realizaci soukromých výhod kontroly většinovým akcionářem, s výjimkou žaloby na doplatek protiplnění (vypořádání).

Protiplnění (vypořádání) rovné poměrnému podílu akcie na tržní hodnotě jmění

Dle § 220p odst. 3 obchodního zákoníku: „*Není-li dále stanoveno jinak, použijí se na zrušení akciové společnosti s převodem jmění na akcionáře přiměřeně ustanovení § 220a odst. 1 až 4, 7 až 11, ...*“ Při tom § 220a odst. 8 obchodního zákoníku stanoví „*Nikomu, kdo se podílel na sloučení, nelze přiznat žádnou zvláštní výhodu.*“ Žádný není zvýhodněn, pokud

- 1) Všichni získávají tutéž hodnotu (silná verze tvrzení o absenci výhody). To by v praxi znamenalo, že přínos fúze, potažmo převodu jmění na akcionáře je pro všechny stejný.

To není dosažitelné při protiplnění rovnému poměrnému podílu 1 akcie na tržní hodnotě jmění, protože přínos převodu jmění pro hlavního akcionáře je brutto ve výši tržní hodnoty (obvyklé ceny) akcie v kontrolním podílu, netto pak po snížení o vypořádání.

Silná verze tvrzení o absenci výhody není dosažitelná ani při stanovení vypořádání na úrovni tržní hodnoty (obvyklé ceny) akcie v kontrolním podílu, protože by tak menšinový akcionář získal výhodu, která by mu jinak nebyla dostupná, a to ani při zcela rovném a férovém jednání většinového akcionáře při hospodaření cílové společnosti a rozdělování zisků.

- 2) Nikdo není poškozen (slabá verze tvrzení o absenci výhody). Jestliže je protiplnění (vypořádání) rovné poměrnému podílu 1 akcie na tržní hodnotě jmění, pak menšinový akcionář nemůže být poškozen, neboť držbou akcie nebo jejím prodejem při zcela poctivém a férovém jednání většinového akcionáře může dosáhnout nanejvýše této částky. Většinový akcionář nemůže být poškozen, neboť získá z hlediska férového zacházení s akcionáři, nárok na poměrný podíl na tržní hodnotě jmění, odpovídající vytěsněným akciím.

Dle § 390 odst. 1 ZOK není-li protiplnění přiměřené hodnotě účastnických cenných papírů, vzniká právo na dorovnání. Ustanovením § 390 odst. 1 ZOK není specifikováno, zda má jít o přiměřenost hodnotě účastnických cenných papírů ve většinovém či menšinovém podílu, příp. poměrný podíl na tržní hodnotě jmění emitenta. V souladu s legislativními principy, které jsou běžné ve vyspělých zemích (Kanada, 2013 nebo McLeod, 2009) každé slovo v právní normě by mělo mít svůj význam a být používáno v právním systému konzistentně. ZOK nestanovil, že protiplnění má být přiměřené hodnotě účastnických cenných papírů

v majetku menšinových akcionářů, ale obecně účastnických cenných papírů. Tj. znalec nemůže rozlišovat, zda se vyvlastňuje menšina, a tomu přizpůsobovat srážky (srov. níže citovanou judikaturu Ústavního soudu ve věci III ÚS 647/15 a Nejvyššího soudu ČR ve věci 22 Cdo 539/2003).

Protiplnění (vypořádání) rovné poměrnému podílu 1 akcie na tržní hodnotě jmění je dle mého názoru v souladu s ust. čl. 11 odst. 1 Listiny základních práv a svobod, neboť nevede ke snížení jmění menšinového akcionáře ani ke snížení jmění většinového akcionáře. Je rovněž v souladu s metodikou OCE a ZNAL (ČNB, 2004 a 2014). Protiplnění (vypořádání) rovné poměrnému podílu 1 akcie na tržní hodnotě jmění tak může a mělo by představovat spravedlivou hodnotu, v čemž se ovšem s Kohoutkem a kol. (2018) neshodnu.

Nicméně, poměrný podíl 1 akcie na tržní hodnotě jmění je nižší, než protiplnění (vypořádání) stanovené Směrnicí o nabídkách převzetí pro pravé vytěsnění.

Protiplnění (vypořádání) rovné tržní hodnotě (obvyklé ceně) akcie v kontrolním podílu

Tržní hodnota (obvyklá cena) akcie v kontrolním podílu není přímo pozorovatelná. Není ani přímo dovoditelná, protože při jejím zjištění přidáním kontrolní prémie narazíme na problém, jak odhadnout tržní hodnotu akcie v menšinovém podílu. Tržní hodnota (obvyklá cena) akcie v kontrolním podílu může a nemusí být reprezentována její cenou. Z díkce Směrnice (k nabídkám převzetí č. 2004/25/ES) plyne, že právě tržní hodnota (obvyklá cena) akcie v kontrolním podílu je, kromě prémiové ceny, nejbližší tomu, co měl zákonodárce asi na mysli, když požadoval přiměřené protiplnění (vypořádání) s tím, že ZOK v § 390 odst. 1 je již zmíněné ustanovení o reálné hodnotě, které nakonec kvůli definici kruhem skončí u ústavně konformního výkladu v případě převzetí jmění společnosti, která nemá akcie kotovány na regulovaném trhu, potažmo i u ostatních společností.

Z důvodů vyloučení mimořádných okolností trhu či omezujících ujednání mezi kupujícím a prodávajícím při nabytí kontrolního podílu (srov. čl. 5 odst. 4 Směrnice)¹⁷ pak může být protiplnění (vypořádání) rovné tržní hodnotě (obvyklé ceně) akcie v kontrolním podílu alternativou jinak nepoužitelné prémiové ceny.

Podotkněme nicméně, že závěry dovozené zde ze Směrnice platí přímo pouze pro akcie přijaté k obchodování na regulovaných trzích, i když je samozřejmě nutné ptát se, proč by akcionářům těchto společností mělo být poskytnuto jiné zacházení než akcionářům společností s nekotovanými akciemi.

¹⁷ Vedle určení spravedlivé ceny na úrovni prémiové ceny Směrnice rovněž stanoví: „Za předpokladu, že jsou dodrženy obecné zásady stanovené v čl. 3 odst. 1, mohou členské státy zmocnit své dozorčí orgány, aby upravovaly cenu uvedenou v prvním pododstavci za jasně určených okolností a v souladu s jasně určenými kritérii. Za tímto účelem mohou vypracovat seznam okolností, za kterých lze nejvyšší cenu upravit směrem nahoru nebo dolů, například pokud byla nejvyšší cena stanovena dohodou mezi kupujícím a prodávajícím, pokud byly tržní ceny dotčených cenných papírů manipulovány, pokud byly tržní ceny obecně nebo určité tržní ceny konkrétně ovlivněny mimořádnými událostmi, nebo aby byla umožněna záchrana společnosti v obtížné situaci. Mohou rovněž určit kritéria, která mají být v takových případech použita, například průměrnou tržní hodnotu za určité období, likvidační hodnotu společnosti nebo jiná objektivní oceňovací kritéria obecně používaná ve finanční analýze.“

Protiplnění (vypořádání) rovné prémiové ceně za akcie v kontrolním podílu

Protiplnění (vypořádání) rovné prémiové ceně za akcie v kontrolním podílu je přípustné (viz Směrnice 2004/25/ES o nabídkách převzetí shora citovaná) i pro nepravé vytěsnění, když nepravé vytěsnění je kombinací vytěsnění pravého a fúze.

Avšak, povinnost stanovit takto protiplnění (vypořádání) vzniká pouze u účastnických cenných papírů obchodovaných na regulovaném trhu.

Nicméně, jak už zmíněno výše, prémiová cena se v důsledku konkrétních podmínek transakce může lišit od částky přiměřené (hodnotě) účastnických cenných papírů.

Protiplnění (vypořádání) na úrovni přínosu vytěsnění pro hlavního akcionáře

Přínos vytěsnění pro hlavního akcionáře je nepochybně velmi významný, jinak by nedošlo jen za roky 2005 až 2013 k téměř 470 vytěsněním za téměř 17,8 mld. Kč, i když většinoví akcionáři riskují, že jim soudy uloží dorovnat protiplnění (vypořádání) na úroveň prémiové ceny či tržní hodnoty (obvyklé ceny) akcie ve většinovém podílu, přičemž na obranu před žalobami na dorovnání vynaloží většinoví akcionáři nemalé prostředky. Lze se tak domnívat, že přínos vytěsnění pro většinové akcionáře je podstatně vyšší, než prémiová cena či hodnota akcie ve většinovém podílu.

Nicméně, takový přínos je velmi obtížně kvantifikovatelný, když by musel zahrnovat i subjektivní názory hlavního akcionáře. Navíc by stanovení protiplnění (vypořádání) na úrovni přínosu vytěsnění pro hlavního akcionáře, přepočteného na 1 akcii, dle mého názoru:

- i. odporovalo staré právní úpravě převzetí jmění (§ 220p) v obchodním zákoníku, když by poskytovalo zvláštní výhodu menšinovým akcionářům,
- ii. odporovalo ustanovení § 390 odst. 1 ZOK, když ten hovoří o hodnotě účastnických cenných papírů
- iii. odporovalo ustanovení § 341 odst. 2 zákona o přeměnách, když ten hovoří o přiměřenosti vypořádání reálné hodnotě podílů (k tomu podrobněji viz výše)
- iv. šlo nad rámec požadavků Směrnice o nabídkách převzetí i Listiny základních práv a svobod.

Dílčí závěry

Z analýzy možných úrovní protiplnění (vypořádání) se jako nejvhodnější a nejvíce odpovídající všem relevantním právním předpisům jeví poměrný podíl na tržní hodnotě jmění cílové společnosti, i když by se mohlo pohybovat až do výše tržní hodnoty akcie v majoritním balíku (srov. Směrnici).

Judikatura Ústavního soudu a Nejvyššího soudu

Jak již řečeno, protiplnění (vypořádání) při vytěsnění by se mělo pohybovat mezi poměrným podílem na tržní hodnotě podniku a tržní hodnotou akcie v majoritním balíku. Toto rozpětí nadále zužuje judikatura nejvyšších stupňů soudní soustavy v ČR.

Bohužel je zejména mezi znalci stále malé povědomí o ustálené judikatuře Ústavního soudu v těchto věcech. Konkrétně jde o:

i. rozsudek Nejvyššího soudu České republiky ve věci sp. zn. 22 Cdo 539/2003

„Odvolací soud při rozhodování o výši přiměřené náhrady za spoluvlastnický podíl žalované vyšel ze znaleckého posudku Ing. J. S. z 18. 4. 2002. Z obsahu znaleckého posudku se podává, že znalec obvyklou cenu stanovil nákladovým způsobem tak, že od ceny zjištěné podle vyhlášky č. 279/1997 ve znění vyhlášky č. 173/2000 Sb. odečetl snížení ceny v důsledku spoluvlastnictví ve výši 25 %, cenu náhradního bytu pro nájemníka a zhodnocení domu nájemníkem, aniž tato snížení ceny stanovené cenovým předpisem opřel o příslušná zákonná ustanovení. Takto stanovená obvyklá cena nemůže bez dalšího vyjadřovat přiměřenou náhradu za spoluvlastnický podíl žalované; snížení ceny stanovené podle cenového předpisu o 25 % z důvodu spoluvlastnictví předmětných nemovitostí v daném případě nemá, jak již také výše zmíněno, opodstatnění. Nelze pominout, že se jedná o vypořádání spoluvlastníků po zániku spoluvlastnictví, kdy nadále vlastníkem nemovitostí bude jen jeden z nich. Ten, jemuž budou nemovitosti přikázány do výlučného vlastnictví, by odpočtem snížení z důvodu spoluvlastnictví byl nepřiměřeně finančně zvýhodněn na úkor toho spoluvlastníka, který o svůj spoluvlastnický podíl přichází, protože by získal nemovitosti v ceně vyšší o dané snížení.“

Totéž lze zcela analogicky aplikovat i na squeeze-out pravý i nepravý. Většinový akcionář by se vyvlastněním akcií menšinových akcionářů za ceny nižší, než odpovídá poměrnému podílu na tržní hodnotě jmění obohatil, což je v kontextu shora uvedené judikatury nepřipustné.

ii. nález Ústavního soudu sp. zn. III ÚS 647/15 odst. 28 a násl.:

„28. Ústavní soud neshledal ústavně vadným samotný názor Nejvyššího soudu, podle kterého základem pro stanovení výše přiměřeného protiplnění za účastnický cenný papír je (obvykle) hodnota podniku (viz níže sub 29 n.); tato definice, která je výsledkem (právní) interpretace neurčitěho právního pojmu „přiměřené protiplnění“, obsaženého v § 183j a násl. obchodního zákoníku (viz k tomu výklad právního názoru Ústavního soudu v bodech 66 a následujících nálezu sp. zn. Pl. ÚS 56/05), není zcela vyčerpávající. V obecné rovině je totiž třeba vzít v úvahu, že hodnota podniku (tak jako např. jiných předmětů, i takových, jako jsou obrazy, známky, drahé kovy atd.) není pouze objektivní kategorií, nýbrž je závislá jednak na účelu ocenění, jednak na subjektu, z hlediska kterého je určována. Z tohoto důvodu existuje víceází hodnoty podniku (tržní, investiční, objektivizovaná, spravedlivá), jejichž užití modifikuje základní přístup k ocenění, a je tudíž pro konkrétní případ ocenění správné stanovení této báze nezbytné (srov. Mařík, M., a kol. cit. dílo, s. 23 a násl.).

29. Z uvedené definice lze nicméně dovodit, že v posuzovaném případě by měla být použita hodnota podniku jako celku, nikoliv tedy menšinového podílu, který by rovněž připadal do úvahy, neboť právě ten je předmětem ocenění. V této souvislosti lze poukázat na dvojí podobu účastnického cenného papíru, který představuje jednak převoditelný zpeněžitelný předmět vlastnictví (který může být brán na trhu izolovaně podle kurzu akcie jako majetková směnitelná hodnota), jednak poměrný podíl na výnosové hodnotě předmětného podniku (z hlediska dlouhodobé investice a možnosti účasti na rozhodování při společném řízení podniku), přičemž minoritní akcionář musí být hospodářsky odškodněn jak z hlediska jeho vkladové strategie zaměřené na dlouhodobý vklad, tak krátkodobé investiční strategie (srov. Schön, W. Der Aktionär im Verfassungsrecht. In M. Habersack, P. Hommelhoff, U. Hüffner & K. Schmidt (Eds.). Festschrift für Peter Ulmer. Zum 70. Geburtstag am 2. Januar 2003. Vyd. Berlin, De Gruyter 2003, s. 1371-1383 a nověji

Ruthardt, F. Abfindungsbemessung beim Squeeze Out. Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht č. 35, roč. 2014, s. 1389). Ústavní soud tak přisvědčil i argumentaci stěžovatele (hodnota akcie na trhu a hodnota společnosti při stažení akcií z trhu – viz sub 24), která jde rovněž (a důvodně) v tomto směru. Přiměřené protiplnění je v tomto ohledu obdobou náhrady při vypořádání podílového vlastnictví, kdy ze soudní praxe plyne, že základem pro stanovení této náhrady je tzv. cena obvyklá v daném místě a čase vypořádání, přičemž výše náhrady se určuje odpovídajícím podílem z (tržní) ceny celé věci, nikoli z ceny, za kterou by bylo možno spoluvlastnický podíl zpeněžit (jinak by byla porušena rovnost spoluvlastníků v rozporu s ustanovením čl. 11 odst. 1 věty druhé Listiny); existence spoluvlastnictví není důvodem ke snížení takto stanovené ceny (srov. rozsudek Nejvyššího soudu ze dne 23. 10. 2003 sp. zn. 22 Cdo 539/2003). Z výše uvedeného plyne, že samotná skutečnost, že předmětem ocenění je pouze (menšinový) podíl, v těchto případech nehraje (z hlediska ústavního ani nemůže) roli. V této souvislosti lze hovořit o tzv. spravedlivé hodnotě (fair či přesněji equitable value) v kontrapozici s tzv. (spravedlivou) tržní hodnotou (fair market value). Zde možno poukázat již na bod 66 nálezu Pl. ÚS 56/05 a tam citovanou literaturu (dále z novější odborné literatury srov. Mařík, M.: cit dílo, s. 32-33 a s. 494, jakož i Zima, P. Oceňování podniků v právní praxi. Praha: C. H. Beck, 2016, s. 140 a násl.).“

Dlouhodobě konzistentní judikatura tak nepotvrzuje dílčí i celkové závěry Kohoutka a kol. (2018), když

- 1) judikatura vylučuje snížení protiplnění (vypořádání) o vliv minority
- 2) 100% (resp. majoritní) podíl na podniku se zpravidla neobchoduje prostřednictvím kapitálových trhů, tedy musí být výhodnější jej prodávat mimo organizované trhy, tedy není ani na místě s ocenění určeného např. výnosovou metodou za použití míry výnosu požadované na veřejném organizovaném trhu ještě navíc srážet cokoliv za absenci likvidity.

Naposledy, právě v roce publikace mnou kritizovaného článku Kohoutka a kol. (2018), Nejvyšší soud ve věci sp.zn. 29 Cdo 4568/2016 potvrdil nutnost aplikace principu rovného zacházení s akcionáři při vytěsnění:

„Jde-li pak o dovolateli namítané odlišení mezi povinnou nabídkou převzetí (při které má menšinový akcionář volbu, zda ji akceptuje či zda setrvá ve společnosti) a nuceným přechodem účastnických cenných papírů menšinových akcionářů na hlavního akcionáře (kdy menšinový akcionář takovou volbu nemá), odkazuje Nejvyšší soud na důvody výše označených usnesení sp. zn. 29 Cdo 3024/2016 a sp. zn. 29 Cdo 2025/2016, jakož i na usnesení ze dne 29. 5. 2018, sp. zn. 29 Cdo 4435/2016. Právě proto, že v případě tzv. vytěsnění nemá akcionář možnost tomuto procesu zabránit, se při určení přiměřeného vypořádání vychází z (tržní) hodnoty podniku společnosti a základem pro určení přiměřeného vypořádání je pak alikvotní podíl na této tržní hodnotě připadající na jednu akcii (účastnický cenný papír). Ve většině případů tento alikvotní podíl převyšuje tržní cenu samotných akcií (za uvedenou částku by zpravidla nebylo možné tyto akcie prodat) a již tím do určité míry reflektuje přiměřenost (spravedlnost) vypořádání mezi hlavním akcionářem a menšinovými (vytěšňovanými) vlastníky účastnických cenných papírů.“

Stanovení standardu hodnoty při zadání posudku soudem je v působnosti soudů, které však na to často rezignují, spoléhající buďto na úsudek znalce (jak již uvedeno výše) anebo na jeho znalost judikatury soudů vyšších stupňů. Jistě by se tedy znalecká praxe měla přidržet již

zavedeného a judikatorně aprobovaného, ale nikoliv tak, jak si to vyložili Kohoutek a kol. (2018). Navíc je i závěr Kohoutka a kol. (2018) vnitřně rozporný, když autoři sami nejsou soudní autoritou, přesto však uzavírají, že otázky volby kategorie hodnoty a jejich aplikace nejsou věcí znalce, ale soudu, a zároveň směřují své závěry k určité kategorii hodnoty (konkrétně tržní hodnotě akcie v menšinovém podílu, když tvrdí, že ani srážka za minoritu není metodikou OCE vyloučena a relevantní judikaturu vynechávají).¹⁸

Dále nutno upozornit, že Kohoutek a kol. (2018) hovoří o navyšování diskontní míry za nelikviditu, resp. minoritu akciových (obchodních) podílů v rámci jimi prosazovaného chápání kategorie hodnoty, tedy zadními vrátky prosazují to, co judikatura již vyhodila hlavním vchodem. To ztěžuje kvantifikaci takových srážek a umožňuje jejich zkreslování (výše srážek vyčíslených procentem z cen akcií je velmi dobře zdokumentována, na rozdíl od recipročních přírážek k diskontní míře) a obchází judikaturu, která srážky za neobchodovatelnost a minoritu při squeeze-outech vylučuje.

Shrnutí a závěr

Tento článek je přímou reakcí na článek Kohoutka a kol. (2018), kteří se dopustili řady nesprávností a zjevných opomenutí, ale i smíchali řadu heterogenních problémů, které sice mají souvislost s určením protiplnění/vypořádání při vytěsnění, ale jedny jsou východisky a druhé důsledky, přičemž cit. autoři je takto bohužel neoddelují. V tomto článku se zabývám otázkou volby kategorie hodnoty přílehlavé pro určení protiplnění, resp. vypořádání při vytěsnění pravém (squeeze-out) či nepravém (převod jmění). Při tom analyzuji průřez relevantními prameny práva jako jeden rozměr: právní předpisy ČR, judikaturu Nejvyššího a Ústavního soudu a Směrnici o nabídkách převzetí. V druhém rozměru pak vedu analýzu skrze možné kategorie hodnoty, které konfrontuji s vybranými relevantními prameny práva.

Pojem spravedlivé ceny (která má být zaplacená za akcie při vytěsnění), tedy nutně založené na odhadu spravedlivé hodnoty (ať již je činěn z prémiové ceny anebo znaleckým posudkem) se již vyskytuje opakovaně v anglickém originále Směrnice 2004/25/ES o nabídkách převzetí. Směrnice „fair price“ odvozuje od prémiové ceny (srov. čl. 15 Směrnice v anglickém originále).

Nicméně, někdy prémiová cena nemusí být indikací hodnoty akcií cílové společnosti kvůli mimořádným okolnostem trhu, vedlejším ujednáním v transakci či proto, že se v mezidobí změnily tržní podmínky. Proto je „fairness“, tedy spravedlivost protiplnění (vypořádání) spojená ve většině případů určení protiplnění (vypořádání) s prémiovou cenou jenom základními předpoklady okolností vzniku obou z nich. Lze logicky konzistentně dovodit, že jde o hodnotu akcie ve většinovém podílu (srov. Směrnice) anebo (při nejprůzračnějším výkladu pro většinového akcionáře) o poměrný podíl na tržní hodnotě akcií (srov. vnitrostátní právní předpisy ČR a judikaturu). V ČR je povinnost aplikovat Směrnici pouze u cenných papírů obchodovaných na regulovaném trhu. Na tyto, jakož i na jiné případy vytěsnění, jakož pak též dopadá judikatura a analogicky i další vnitrostátní právní předpisy.

Nález Ústavního soudu sp. zn. III ÚS 647/15 odst. 28 a násl. konstatuje potřebu určit spravedlivé protiplnění za akcie cílové společnosti jako poměrný podíl na tržní hodnotě (obvyklé ceně) jejího podniku (závodu). Obdobně hovoří i rozsudek Nejvyššího soudu České

¹⁸ Metodika OCE ČNB (2014) nevyklučuje srážku za minoritu explicitně, ale její komplexní interpretace (viz výše v tomto článku) ani nedává znalci indikaci, že by aplikace takové srážky byla přípustná.

republiky ve věci sp. zn. 22 Cdo 539/2003, podle něhož by se neměl spoluvlastník získávající část spoluvlastněné věci obohatit na úkor toho, kdo ji pozbývá, tedy nejsou přípustné srážky za minoritu, resp. menší než 100% podíl při nuceném přechodu části věci na nového 100% vlastníka. Spravedlivost znamená v rámci základních právních principů zákaz obohatit se na úkor druhého vlastní nepoctivostí, což by promítnutím **rizika** nespravedlivého zacházení s menšinovými akcionáři zahrnutého v burzovním kurzu akcie bylo do protiplnění institucionalizováno. Analogicky k dalším případům vypořádání spoluvlastnických podílů či obchodních podílů v korporacích, stejně jako přímo z judikatury tak plyne, že vypořádání, resp. protiplnění při vytěsnění by mělo být na úrovni poměrného podílu na tržní hodnotě obchodního závodu emitenta (cílové společnosti). Proto podle mého názoru nelze bez prokázání nezkreslenosti shora uvedenými riziky použít burzovní kurz či cenu z transakcí menšinovými podíly jako indikátor přiměřeného protiplnění/vypořádání.

Dalším problému určení přiměřeného protiplnění (vypořádání), které Kohoutek a kol. (2018) přimísili do problematiky oceňování při vytěsnění, se budu věnovat v dalších článcích. Jde o přírážky k nákladům vlastního kapitálu za malou tržní kapitalizaci, diskont za nelikvidnost, diskont za minoritu a statistiky posudků v cit. článku.

Literatura:

- [1] Buus, T. (2010): *Zjišťovat nebo stanovovat – cenu nebo hodnotu? Oceňování*, roč. 3, č. 1, s. 3–10. ISSN 1803-0785.
- [2] Buus, T. (2017): *Hodnota vypořádacího podílu ve společnosti. Obchodněprávní revue*, roč. 9, č. 7–8, s. 202–207. ISSN 1803-6554.
- [3] Buus, T. (2018): *Problémy s vymezením „obvyklé ceny“*. *Bulletin advokacie*, roč. 2018, č. 7-8, s. 54-59. ISSN 1210-6348.
- [4] Komise pro cenné papíry (2003): *Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů (ZNAL) Verze 1.0*. Praha: Komise pro cenné papíry, 2003, 40 s. Dostupné též z: http://r.kde.cz/news/foto/zpravodajstvi/KCP/INS_ZNAL_1-0.pdf
- [5] Komise pro cenné papíry (2004): *Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů (ZNAL) Verze 2.0*. Praha: Komise pro cenné papíry, 2004, 48 s. Dostupné též z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/emise_evidence_cp_nabidky_prevzeti_vytesneni/download/metodika_znal_20040826.pdf
- [6] Česká národní banka (2014): *Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění (OCE) Verze 1.1*. Praha: Česká národní banka, 2014, 16 s. Dostupné též z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/emise_evidence_cp_nabidky_prevzeti_vytesneni/download/metodika_oce_20100816.pdf
- [7] Evropská unie. SMĚRNICE EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004 o nabídkách převzetí. In: ÚŘEDNÍ VĚSTNÍK EVROPSKÉ UNIE. 2004 (roč. 47), č. 142. Dostupný také z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0025&from=EN>. ISSN 1725-2555.

- [8] International Valuation Standards Comitee (2003): *International Valuation Standards 2003*. Vyd. 6. Londýn: International Valuation Standards Comitee. ISBN 0-922154-75-9
- [9] International Valuation Standards Comitee (2007): *International Valuation Standards 2007*. Vyd. 8. Londýn: International Valuation Standards Comitee. ISBN 978-0-922154-94-4
- [10] International Valuation Standards Comitee (2017): *International Valuation Standards 2017*. Londýn: International Valuation Standards Comitee. ISBN 978-0-9931513-0-9
- [11] McLeod, I. (2009): *Principles of legislative and regulatory drafting*. Hart Publishing, Oxford and Portland, Oregon, USA. ISBN 978-1-84113-772-8.
- [12] Kanada (2013): A Guide to Legislation and Legislative Process in British Columbia. Part 2 Principles of Legislative Drafting. British Columbia: Office of Legislative Counsel Ministry of Justice, Province of British Columbia. Srpen 2013 [cit. 201-12-30]. Dostupné z WWW: https://www.crownpub.bc.ca/Content/documents/2-DraftingPrinciples_August2013.pdf
- [13] Kohoutek, P. – Podškubka, T. – Hlaváč, J. (2018): *Vytěsnění a spravedlivá hodnota. Oceňování*, roč. 11, č. 2, s. 3-13. ISSN 1803-0785.
- [14] Kučera, P. (2013): *Drobní vlastníci už museli prodat akcie za 18 miliard*. [on-line], Týden.cz, c2013, [cit.: 30. 12. 2018]. Dostupné z: <https://zpravy.aktualne.cz/ekonomika/drobni-vlastnici-uz-museli-prodat-akcie-za-18-miliard/r~7b03ec68108c11e3bc60002590604f2e/>
- [15] *Zákon č. 40/1964 Sb. Občanský zákoník*. In: Sbírka zákonů České republiky. 1964, částka 19. Dostupný také z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1964-40>. ISSN 1211-1244.
- [16] *Zákon č. 36/1967 Sb. Zákon o znalcích a tlumočnících*. In: Sbírka zákonů České republiky. 1967, částka 14. Dostupný také z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1967-36>. ISSN 1211-1244.
- [17] *Zákon č. 513/1991 Sb. Obchodní zákoník*. In: Sbírka zákonů České republiky. 1991, částka 98. Dostupný také z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1991-513>. ISSN 1211-1244.
- [18] *Zákon č. 2/1993 Sb. Usnesení předsednictva České národní rady o vyhlášení LISTINY ZÁKLADNÍCH PRÁV A SVOBOD jako součástí ústavního pořádku České republiky*. In: Sbírka zákonů České republiky. 1993, částka 1. Dostupný také z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1993-2>. ISSN 1211-1244.
- [19] *Zákon č. 104/2008 Sb. Zákon o nabídkách převzetí a o změně některých dalších zákonů (zákon o nabídkách převzetí)*. In: Sbírka zákonů České republiky. 2008, částka 33. Dostupný také z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2008-104>. ISSN 1211-1244.
- [20] *Zákon č. 125/2008 Sb. Zákon o přeměnách obchodních společností a družstev*. In: Sbírka zákonů České republiky. 2008, částka 40. Dostupný také z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2008-125>. ISSN 1211-1244.
- [21] *Zákon č. 89/2012 Sb. Občanský zákoník*. In: Sbírka zákonů České republiky. 2012, částka 33. Dostupný také z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2012-89>. ISSN 1211-1244.
- [22] *Zákon č. 90/2012 Sb. Zákon o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích)*. In: Sbírka zákonů České republiky. 2012, částka 34. Dostupný také z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2012-90>. ISSN 1211-1244.
- [23] *VL.n.z. o znalcích, znaleckých kanc. a znaleckých ústavech – EU*. Dostupný z: <http://www.psp.cz/sqw/historie.sqw?o=8&t=72>.

Přiměřené vypořádání (protiplnění) při vytěsněních

Tomáš Buus

ABSTRAKT

V letech 2005 až 2013 bylo při vytěsněních v téměř 470 společnostech vyplaceno menšinovým akcionářům téměř 17,8 mld. Kč. V řadě případů probíhají soudy o doplatky protiplnění (vypořádání). Jde o naléhavý problém české justice, který vyžaduje řešení otázky, jaká kategorie hodnoty je v těchto případech na místě. Byť se volba kategorie hodnoty při vytěsněních již judikatorně stabilizovala, Kohoutek a kol. (2018) předkládají závěry, které však již dříve byly vyvráceny, a tvrdí, že právní normy, resp. znalci v tomto nemají jasno. Naneštěstí, soudy zpravidla nezadávají znalci zadání tak přesně, jak bychom si přáli a právem předpokládají schopnost znalce vyložit zadání v kontextu účelu posudku. Tento článek přináší komplexní ekonomický a logický výklad již derogovaných i aktuálně účinných právních norem souvisejících s určením protiplnění (vypořádání) za akcie při vytěsnění. Z něj dovozují, že protiplnění (vypořádání) při vytěsnění by mělo být nejméně na úrovni poměrného podílu na tržní hodnotě jmění cílové společnosti, nejvýše pak na úrovni tržní hodnoty akcie v kontrolním podílu.

Klíčová slova: vytěsnění, zákon, protiplnění, vypořádání, spravedlivá hodnota, tržní hodnota.

Fair settlement (consideration) in squeeze-outs

ABSTRACT

Minority shareholders in almost 470 companies received almost CZK 17.8 billion of payments in squeeze-outs between 2005 and 2013. Courts are in charge of consideration for settlement in many cases. It is an urgent problem of Czech justice, which requires a solution to the question of what category of value is relevant in these cases. Although value category choice in squeeze-outs has been stabilized by court rulings, Kohoutek et al. (2018) present already abandoned conclusions, and they came with opinion that laws, resp. experts are not unambiguous in these cases. Unfortunately, the courts mostly do not define assignment of expertise as accurately as we would like to and rightly assume the ability of the expert to interpret the assignment in the context of the purpose of the expertise. This paper brings a comprehensive economic and logical interpretation of already derogated and currently effective legal regulations related to the determination of consideration (settlement) for shares in squeeze-outs. It follows that the settlement at settlement should be at least at the level of the proportional share of the market value of the equity of the target company, at most at the level of the market value of the share in the controlling interest.

Key words: squeeze-out, law, consideration, settlement, fair value, market value

JEL classification: K41, G38, M48

Přehled hlavních změn navrženého zákona o znalcích, znaleckých kancelářích a znaleckých ústavech[#]

Viktor Hodek^{*}

Úvod

Především bych rád poděkoval za možnost představit v časopise OCEŇOVÁNÍ hlavní změny, které přináší návrh nového zákona o znalcích, znaleckých kancelářích a znaleckých ústavech.¹² Dopředu se však omlouvám, že můj pohled bude z podstaty mé profese především pohledem právním, nerozlišujícím znalce na kapitálově silné či na znalce se zahraničním zázemím (nadmárodní poradenské řetězce), jak je naznačeno v článku Ing. Tomáše Buuse, Ph.D., uveřejněném v OCEŇOVÁNÍ 3/2018³, což ostatně ani návrh sám, podle mého názoru, nečiní ani činit nemůže. I tak věřím, že přinese čtenářům užitečné úvodní informace, přičemž po předpokládaném definitivním schválení zákona si dovoluji v některém z příštích čísel tohoto časopisu, přinést informace další, reagující na konečné znění textu zákona, případně na některé pohledy a připomínky zmíněné ve výše uvedeném článku.

Současnost

V současné době upravuje problematiku znalectví zák. č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících ve znění pozdějších předpisů a jeho prováděcí vyhláška.⁴ Přestože se jedná o zákon účinný a aplikovaný již více než půl století, byl dosud novelizován pouze čtyřikrát. Většinou je vysoký počet novelizací hodnocen negativně, v případě tohoto zákona je rozsáhlejší novelou pouze ta z roku 2011, která zakotvila například úpravu správních deliktů, pravidla pozastavení a zániku práva vykonávat znaleckou činnost, dále rozvedla povinnost mlčenlivosti apod. Přes snahu zákonodárce přiblížit zákon nové ekonomické situaci, nezbylo nakonec ministerstvu spravedlnosti nic jiného, než zpracovat a předložit návrh zákona zcela nového.

Otázky znalectví, resp. znaleckých posudků dále upravují rovněž jednotlivé procesní předpisy jako je občanský soudní řád⁵, trestní řád⁶, správní řád⁷, správní řád soudní⁸ či daňový

[#] Publikovaný článek vyjadřuje osobní názory autora.

^{*} JUDr. Viktor Hodek – vrchní ministerský rada Ministerstva spravedlnosti ČR, tajemník poradních sborů pro znalecké otázky odboru insolvenčního a soudních znalců.

¹ Sněmovní tisk č. 72/0 Vládní návrh zákona o znalcích, znaleckých kancelářích a znaleckých ústavech <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=8&CT=72&CT1=0>

² Text tohoto článku již vychází z pozměňovacích návrhů přijatých ve třetím čtení Poslaneckou sněmovnou Parlamentu ČR

³ Buus T.: K vybraným otázkám novelizace regulace činnosti znalců, OCEŇOVÁNÍ 3/2018, str. 3 - 14

⁴ Vyhl. č. 37/1967 Sb., k provedení zákona o znalcích a tlumočnících (pozn.: novelizována rovněž čtyřikrát)

⁵ § 127 a § 127a zák. č. 99/1963 Sb.

⁶ § 105 a násl. zák. č. 141/1961 Sb.

⁷ § 56 zák. č. 500/2004 Sb.

⁸ Zák. č. 150/2002 Sb.

řád⁹. Zde naopak v minulosti došlo k jedné velmi podstatné změně, a to umožnění stranám předložit svůj (oponentní) znalecký posudek (samozřejmě za splnění stanovených podmínek, především připojení tzv. doložky trestnosti).

Obecné změny, které přináší navržený zákon

Již při pohledu na samotný název návrhu zákona si každý uvědomí, že nová úprava by se měla týkat toliko znalectví. Tlumočnické a překladatelské činnosti se navrhuje vyčlenit do samostatného zákona o soudních tlumočnících a soudních překladatelích.¹⁰ Důvodem je skutečnost, že právní úprava činnosti soudních tlumočníků a překladatelů zdaleka nepotřebuje natolik detailní řešení, jako je tomu v případě znalců. V této souvislosti nelze opomenout ani klasický změnový zákon doprovázející obě výše uvedené předlohy.¹¹

Důvodem předložení nového zákona, jak již bylo shora naznačeno, je skutečnost, že současný zákon pochází z úplně jiné ekonomické reality a neodráží to, že v současné době se staly hlavními zadavateli znaleckých posudků soukromé subjekty, což platí především o oboru oceňování. Cílem zákona je zkvalitnit výkon znalecké činnosti a to i s ohledem na technologický rozvoj a vývoj celé společnosti.

Nové členění – znalec, znalecká kancelář, znalecký ústav

Návrh mění současnou rozdělení znalců na znalce – fyzické osoby a znalecké ústavy vedené ve dvou oddílech. Nově by výkon znalecké činnosti byli oprávněni vykonávat znalci, znalecké kanceláře a znalecké ústavy. Zákon samozřejmě pro jednotlivé kategorie znalců stanovuje vlastní podmínky, jak je ostatně obvyklé i v jiných právních úpravách, nedomnívám se tudíž, že by zákon upravoval podmínky nerovně či nestandardně. Je však pravdou, že právě ustanovení o podmínkách pro výkon znalecké činnosti bylo předmětem několika pozměňovacích návrhů, o kterých v konečném důsledku rozhodl či rozhodne zákonodárce.

Nárok na jmenování

Právně nejviditelnější změnou je nárok žadatele na zápis do seznamu znalců (samozřejmě po splnění veškerých zákonných podmínek). Návrh v tomto bodě vychází z práva Evropské unie.

Upouští se tak od uvážení jednotlivých krajských soudů či ministerstva o tom, zda osobu zapsat do seznamu znalců či nikoliv. Právní úprava by měla vést ke zvýšení právní jistoty, transparentnosti a legitimního očekávání žadatelů o zápis do seznamu znalců.

Povinnost složit vstupní zkoušku, která se bude sestávat z obecné a zvláštní části

Podmínkou odborné způsobilosti znalce bude mimo jiné složení vstupní zkoušky. Ta se u znalce bude skládat z obecné části, kterou se ověří zejména znalosti právních předpisů upravujících výkon znalecké činnosti a řízení, v nichž se znalecká činnost vykonává,

⁹ § 95 zák. č. 280/2009 Sb.

¹⁰ Sněmovní tisk č. 73/0 Vládní návrh o soudních tlumočnících a soudních překladatelích <http://www.psp.cz/sqw/historie.sqw?o=8&T=73>

¹¹ Sněmovní tisk č. 74/0 Vl. n. z. o změně zák. v souv. s přij. z. o znalcích a soud. tlum <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=8&CT=74&CT1=0>

a náležitostí znaleckého posudku, a zvláštní části, kterou se ověří zejména schopnost vypracovat znalecký posudek a znalosti z oboru a odvětví, s přihlédnutím ke specializaci, pokud byla zvolena.

Centralizace dohledu

Na základě pozměňovacího návrhu se nově se počítá s výlučnou pravomocí ministerstva spravedlnosti při správě znalectví. Snahou je odbřemenit krajským soudům, respektive jejich předsedům (místopředsedům), od činnosti, která z povahy věci není, v tom úzkém slova smyslu, státní správou soudnictví¹² a současně sjednotit ne vždy jednotné postupy a přístupy jednotlivých soudů za účelem zvýšení předvídatelnosti rozhodnutí pro samotné znalce. Navíc je absurdní situací, kdy znalec žádá a je zapsán do seznamu znalců u jednoho krajského soudu a současně pak působí v rámci celé České republiky. Nová úprava zároveň zamezí možnosti neúspěšných žadatelů pokusit se o zápis do seznamu znalců v jiném kraji.

Zvýšení odměn

Návrh zákona, resp. prováděcí vyhlášky předpokládá zvýšení hodinových sazeb na 300 Kč až 550 Kč ze současných 100 Kč až 300 Kč. Znaleckému ústavu se navrhuje odměna ve výši 500 Kč až 750 Kč. Přesná výše odměn, resp. případné další zvýšení odměn, je dosud předmětem dalších jednání.

Povinnost pojištění odpovědnosti

Současný zákon znalcům sice neukládá povinnost uzavřít povinné pojištění odpovědnosti, přesto řada znalců toto pojištění má již dnes. V budoucnu znalec bude muset být pojištěn pro případ povinnosti nahradit újmu způsobenou v souvislosti s výkonem znalecké činnosti po celou dobu výkonu znalecké činnosti tak, aby výše limitu pojistného plnění byla úměrná možným újmám, které lze v rozumné míře předpokládat. Osoby vykonávající znaleckou činnost jednorázově, povinnost pojištění nebudou mít stanovenou. Znalec bude ve stanovených intervalech povinen předložit ministerstvu spravedlnosti doklad o uzavřeném pojištění. Podrobnosti stanoví prováděcí vyhláška.

K úpravě povinného pojištění lze dodat, že se jedná o standardní úpravu odpovědnostního pojištění obdobných profesí, které slouží nejen k ochraně poškozeného (zde především zadavatele), ale i pojištěného (zde znalce).

Obecně uznávané standardy a postupy

Navrhuje se zakotvit širší možnost přezkoumávání a kontroly znaleckých posudků. Podaný znalecký posudek bude muset být úplný, pravdivý a přezkoumatelný. Znalecký posudek bude muset být kromě odůvodněných případů zpracován v souladu s obecně uznávanými postupy a standardy daného oboru a odvětví. Schválený pozměňovací návrh poslance Jakuba Michálka upřesňuje, že v souladu s obecně uznávanými postupy a standardy obsahuje závěr posudku jednoznačné odpovědi na položené otázky; pokud

¹² *Kněžínek J.*: Zpravodajství z 28. Shromáždění delegátů Soudcovské unie České republiky v Táboře, Soudce č. 11/2018, str. 15

podklady nebo metoda neumožňují znalci vyslovit jednoznačný závěr, uvede skutečnosti snižující přesnost závěru.

Co naopak zákon obsahovat nebude, resp. bylo ve třetím čtení pozměněno oproti znění předloženému ministerstvem spravedlnosti

- zrušen zamýšlený pravidelný zpětný přezkum znaleckých posudků;
- výše smluvních odměn nebude uváděna v evidenci znaleckých posudků, přičemž zákon rovněž nebude upravovat povinnost ministerstva spravedlnosti přezkoumávat tyto smluvní odměny¹³;
- zákonodárce rovněž nezasáhl do práva stran předkládat vlastní (oponentní) znalecké posudky, přičemž tyto budou nadále, po splnění zákonných náležitostí, pokládány za důkaz znalecký, nikoliv listinný. Ministerstvo spravedlnosti původně navrhovalo ponechat tuto možnost pouze v případě, že s předložením tohoto znaleckého posudku bude souhlasit protistrana. Namítáno bylo, že souhlas protistrany nelze, celkem logicky, očekávat v případě vyznění navrhovaného znaleckého posudku v neprospěch této protistrany.

Závěr

Poslanecká sněmovna Parlamentu ČR návrh zákona o znalcích, znaleckých kancelářích a znaleckých ústavech schválila ve třetím čtení dne 6. 3. 2019. K původnímu návrhu ministerstva spravedlnosti předložili poslanci řadu pozměňovacích návrhů, včetně tzv. komplexního pozměňovacího návrhu poslankyně prof. Válkové, na kterém se podílelo i samo ministerstvo spravedlnosti. Vzhledem k množství přijatých pozměňovacích návrhů probíhá v současné době zpracování přijatého znění do tzv. konsolidované verze. Následně bude návrh zákona projednávat Senát Parlamentu ČR. Pokud bude podepsán i prezidentem republiky, měl by nabýt účinnosti dne 1. 1. 2021, aby byl dán dostatečný časový prostor pro přípravu nejen regulátorovi, ale i samotným znalcům, soudům a ostatním orgánům veřejné správy.

¹³ Pokud jde o obavu ze shromažďování těchto údajů v případě ostatních odměn, dovoluji si plně odkázat na povinnost mlčenlivosti stanovenou v § 77 odst. 1 písm. h) zák. č. 234/2014 Sb., o stání službě ve znění pozdějších předpisů, jejíž porušení zakládá u státního zaměstnance odpovědnost za kárné provinění.

Literatura:

- [1] Zák. č. 37/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících
- [2] Vyhl. č. 37/1967 Sb., k provedení zákona o znalcích a tlumočnících
- [3] Zák. č. 99/1963 Sb., občanský soudní řád
- [4] Zák. č. 141/1961 Sb., o trestním řízení (trestní řád)
- [5] Zák. č. 500/2004 Sb., správní řád
- [6] Zák. č. 150/2002 Sb., soudní řád správní
- [7] Zák. č. 280/2009 Sb., daňový řád
- [8] Zák. č. 250/2016 Sb., o odpovědnosti za přestupky a řízení o nich
- [9] Sněmovní tisk č. 72/0 Vládní návrh zákona o znalcích, znaleckých kancelářích a znaleckých ústavech <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=8&CT=72&CT1=0>
- [10] Sněmovní tisk č. 73/0 Vládní návrh o soudních tlumočnících a soudních překladatelích <http://www.psp.cz/sqw/historie.sqw?o=8&T=73>
- [11] Sněmovní tisk č. 74/0 VI. n. z. o změně zák. v souv. s přij. z. o znalcích a soud. tłum <http://www.psp.cz/sqw/text/tiskt.sqw?O=8&CT=74&CT1=0>
- [12] Nález Ústavního soudu, sp. zn. Pl. ÚS 3/02 ze dne 13. srpna 2002
- [13] Usnesení NSS 1 As 9/2008–133
- [14] Buss T.: K vybraným otázkám novelizace regulace činnosti znalců, OCEŇOVÁNÍ 3/2018, str. 3 – 14
- [15] Kněžínek J.: Zpravodajství z 28. Shromáždění delegátů Soudcovské unie České republiky v Táboře, Soudce č. 11/2018, str. 15.

Přehled hlavních změn navrženého zákona o znalcích, znaleckých kancelářích a znaleckých ústavech

Viktor Hodek

ABSTRAKT

Tento příspěvek se věnuje návrhu zákona o znalcích, znaleckých kancelářích a znaleckých ústavech. Seznamuje čtenáře s nejdůležitějšími navrhovanými změnami, snaží se předpovědět konečné znění zákona s přihlédnutím k podaným pozměňovacím návrhům. Současně reaguje na některé výtky dříve publikované k návrhu zákona.

Klíčová slova: Znalec, nárok na jmenování, odměna, standardy, pojištění znalců, centralizace dohledu.

Overview of the main changes to the proposed Act on Experts, Expert Offices and Expert Institutes

ABSTRACT

This paper deals with the draft law on experts, expert offices and expert institutes. It introduces the reader to the most important proposed changes, tries to predict the final wording of the law, taking into account the proposed amendments. At the same time, he responds to some of the earlier criticisms of the bill.

Key words: Expert, entitlement to appointment, reward, standards, insurance of experts, centralization of supervision.

JEL classification: K2, K4

Vybrané úvahy nad indexy komerčních nemovitostí[#]

Jaroslav Kaizr^{*}

Úvod

Transparentnost trhu a dostupnost včasných, pravidelných a pravdivých informací o vývoji a stavu trhu s komerčními nemovitostmi prostřednictvím sofistikovaných metod, jako jsou indexy, je důležitá nejen pro investory ale v širším kontextu i pro zdravý rozvoj celého nemovitostního sektoru.

Investoři, kteří se specializují na odvětví nemovitostí a kteří již z podstaty potřebují porozumět dynamice trhu a zhodnotit jeho minulý, současný a budoucí vývoj, potřebují nástroje, které jim umožní přizpůsobovat strategii svých portfolií a hodnotit jejich výkonnost vůči trhu. Zprostředkovaně pak investoři svojí aktivitou stimulují trh k růstu či ke korekcím a tím pozitivně přispívají k developmentu, urbanismu ale i k celkové hospodářské situaci. Vždyť dle Geltner (2014) celková hodnota všech investičních nemovitostí v ekonomice USA dosahuje přibližně jedné třetiny veškerých aktiv, do kterých lze investovat bohatství, a tato hodnota převyšuje hodnotu všech veřejně obchodovatelných akcií a podílů. Není pochyb, že české nemovitosti na tom jsou obdobně. Nemovitosti tudíž tvoří významnou část investičního kapitálu v ekonomice.

Na rozvíjejících se trzích, jako je trh český, je nedostatek informací limitem, který funkci investičního trhu ztěžuje (Fuerst *et al*, 2015) a v konečném důsledku může znamenat například neefektivní rozdělení investic do nemovitostí mezi hlavní město Prahu, kterou většina investorů preferuje, a ostatní regiony. Důsledkem je i nouze o investiční příležitosti a obecně menší množství investičního kapitálu v nemovitostech než na rozvinutých trzích. Konstrukcí českého indexu komerčních nemovitostí lze český nemovitostní trh posunout mezi elitní trhy a pozvednout obecné povědomí o investicích do nemovitostních aktiv a tím navýšit podíl kapitálu investovaného do nemovitostí.

Tento článek v první části vychází z aktuální odborné literatury, shrne přístupy ke konstrukci nemovitostních indexů a rozvine diskuzi nad výhodami a nevýhodami jednotlivých modelů. Druhá část článku je věnována úvahám nad konstrukcí českého nemovitostního indexu pro průmyslový sektor.

Klasifikace nemovitostních indexů

Na začátku úvah nad konstrukcí nemovitostního indexu je nutno si uvědomit, že jakákoliv jednotlivá metoda stavby indexu má koncepční a praktické slabiny (Fisher *et al*, 1994). Konkrétní model indexu musí vyjít z potřeby jeho užití a z dostupnosti dat, která lze použít. Svět komerčních nemovitostí naráží na hranice časových řad, které jsou i na vyspělých trzích limitovány svou kvalitou a kvantitou dat (Fisher *et al*, 1994).

Sledování trhu s komerčními nemovitostmi pomocí indexů je složitější než u jiných druhů investičních aktiv, jelikož nemovitosti jsou heterogenní ze své podstaty (lokalita) a srovnatelnost transakcí s nimi je tudíž otázkou (Geltner 2014). Na rozdíl od jiných aktiv je

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

^{*} Ing. Jaroslav Kaizr, MSc. MRICS

také těžší získávat dostatečně velké množství dat, jelikož obchody jsou často privátní a neexistuje centralizovaná databáze takových transakcí.

Nemovitostní trhy nejsou tudíž informačně stejně efektivní v pojetí efektivnosti trhu dle Fama (1970) jako trhy ostatních aktiv, a proto předpoklad nepředvídatelnosti vývoje by nemusel být v případě nemovitostních výnosů pravdivý. Hodnoty komerčních nemovitostí se totiž přizpůsobují tržním informacím líně a pomalu, nevyhoví proto často ani efektivnosti ve slabé formě (Fisher *et al*, 1994).

K dovršení těžkostí obchody s nemovitostmi probíhají s malou frekvencí a nepravidelně. V případě medvědího trhu majitelé nemovitostí mnohdy dokonce přestanou prodávat a objem transakcí klesá na minimum (Bokhari a Geltner, 2010). Poptávka na investičním nemovitostním trhu se pohybuje rychleji než nabídka a objem transakcí je velmi proměnlivý a silně procyklický. Objem transakcí, který odráží likviditu trhu, se pohybuje o něco dříve než cena nicméně stejným směrem, což dále komplikuje konstrukci indexů a jejich vypovídací schopnost. Dle Geltner (2014) jakýkoliv nemovitostní index musí odrážet i objem transakcí, jelikož jeho vývoj by byl jinak nesrovnatelný mezi býčím a medvědím trhem. V této souvislosti je nutno si uvědomit, že volatilita a cykličnost pohybů hodnot nemovitostí je spíše dána pohyby na kapitálových trzích než pohyby čistých provozních příjmů z nemovitosti (Chaplin, 1997).

Většina nemovitostních indexů je dostupná na čtvrtletní nebo roční bázi, existují ovšem i indexy na bázi měsíční, kratší frekvence není s ohledem na nedostatek evidence možná. Dle (Geltner a Ling, 2006) existuje při konstrukci nemovitostního indexu směna mezi frekvencí indexu a tzv. šumem, který vyplývá buď z nahodilosti, nebo z rozdílu mezi transakční cenou a tržní hodnotou na úrovni celého trhu. Pro konstrukci nemovitostního indexu je tudíž nutno vzít v úvahu i frekvenci jeho vykazování. Vyšší frekvence totiž na jednu stranu znamená aktuálnější informace v průběhu kratšího období, na druhou stranu znamená i vyšší šum, a *vice versa*. Indexy s vyšší frekvencí sice umožňují provést sofistikovanější ekonometrickou analýzu, proto jsou důležité pro nově vznikající trhy, na kterých jsou k dispozici jen krátké časové řady, ale znamenají i vyšší chybovost vůči skutečné tržní hodnotě. Bokhari a Geltner (2010) přišli ve své studii s metodou konverze indexu s malou frekvencí na index s vyšší frekvencí pomocí matic a uzavírají, že období s vyšším objemem transakcí by v indexu mělo mít vyšší váhu než období s menším objemem transakcí.

Velikost zkoumané databáze má rovněž svůj vliv na kvalitu, přičemž vypovídací schopnost indexu a velikost vzorku souvisí s velikostí zkoumaného regionu. Menší velikost regionu bude sice znamenat vyšší přesnost indexu, na druhou stranu bude narážet na dostatek relevantních transakčních dat, jelikož ve větším regionu je značná šance, že se poptávka a nabídka potkají, a tudíž je četnost transakcí vyšší. Boundry *et al* (2012) potvrzují, že menší počet pozorování v rámci jím konstruovaného transakčního indexu způsobuje jeho vyšší volatilitu. Ve stejné studii Boundry *et al* (2012) dovozují, že indexy mají lepší vypovídací schopnost, pokud jsou sledovány pro každý typ nemovitosti zvlášť, což na druhou stranu omezuje velikost zkoumané databáze.

S ohledem na výše uvedené se výzkum nemovitostních indexů rozvinul ve dvou základních větvích: výzkum indexů založených na ocenění podkladových nemovitostí a výzkum indexů založených na skutečných transakcích. Hybridní modely indexů jsou odvozené z těchto dvou přístupů. Zvláštní kategorií jsou potom indexy založené na cenách veřejně obchodovatelných podílů ve fondech, které se specializují na investice do nemovitostí.

V každém případě Fisher *et al* (1994) doporučují správcům portfolií sledovat hned několik indexů s různou strukturou výpočtu najednou, jedině tak budou schopni vnímat skutečný stav a vývoj nemovitostního trhu.

Indexy založené na ocenění nemovitostí

Nejznámějším příkladem indexu založeného na ocenění podkladových nemovitostí je Russell-NCREIF index (RN). Index vydává „National Council of Real Estate Investment Fiduciaries“ (NCREIF) a je založen na ocenění nemovitostí financovaných plně vlastními zdroji. Tyto nemovitosti jsou v portfoliích institucionálních investorů, kteří jsou členy NCREIF.

Při podrobnějším zkoumání výsledků RN se zjistilo, že se potvrdily obavy odborníků z opožděnosti zejména poklesů hodnoty vůči skutečné situaci na trhu a z fenoménu, který je nazýván vyhlazení. Vyhlazení způsobuje snížení volatility indexů ve srovnání s faktickou volatilitou skutečných tržních hodnot a výnosů. Vývoj indexů odvozených z ocenění nemovitostí není za všech okolností shodný s vývojem transakčních cen nebo s vývojem tržní hodnoty nemovitostí (Gohs, 2017).

Dle Fisher *et al* (1994) nízká volatilita indexů založených na ocenění způsobuje, že tyto indexy nejsou schopny zaznamenat změnu trhu, zejména pokud je začátek změny náhlý, čímž klesá jejich použitelnost při investičním rozhodování. Geltner (1993a) k tomuto jevu uvádí, že jakýkoliv index založený na oceněné hodnotě nemovitostí je předmětem vyhlazení již v procesu oceňování jednotlivé podkladové nemovitosti, a je tudíž nutno se zabývat modely, které by s ohledem na použitelnost vyhlazení z indexu odstranily.

Problémy s indexy založenými na ocenění jsou pochopitelné, pokud se zamyslíme nad průběhem oceňovacího procesu. Ocenění je pořizováno na základě zadání správce portfolia aktiv, který má zájem na stabilní hodnotě svých nemovitostí a takto je i reportuje pro účely výpočtu indexu RN (Fisher *et al*, 1994). Obdobná praxe je mimochodem i na českém trhu, na kterém oceňovatel často oceňuje nemovitost pro účely financující banky, nicméně zadání má od správce portfolia. Obě instituce pak mají zájem na stabilním průběhu hodnot nemovitostí, a tudíž i na jejich vyhlazení.

Vyhlazení je posíleno malou četností obchodů s nemovitostmi. Oceňovatel totiž při své práci na ocenění každé jednotlivé nemovitosti naráží na nedostatek informací pro určení tržní hodnoty ve specifickém čase ocenění, a má potřebu určit tržní hodnotu nemovitosti na základě racionálního sloučení zaznamenaných hodnot z nejčerstvějších podobných transakcí a z hodnoty nemovitosti vnímané v minulosti (Gohs, 2017), výsledná hodnota proto nemusí znamenat současnou tržní hodnotu nemovitosti.

Quan a Quigley (1991) tento jev nepovažují za chybu v ocenění samotném, ale za nejistotu o současných tržních hodnotách nemovitostí z důvodu nedokonalosti dostupných dat, se kterou se oceňovatelé musí v procesu ocenění vypořádat. Jejich model lze zapsat touto funkcí:

$$AV_t = \alpha_t M_t + (1 - \alpha_t) V_{t-1} \quad (1)$$

kde:

AV_t ...současná oceněná hodnota nemovitosti v čase t , kde $t=1, \dots, T$;

M_t ...současná průměrná transakční cena v čase t , kde $t=1, \dots, T$;

α_t ...odhadní váha, kde $\alpha_t \in (0,1)$;

$1 - \alpha_t$...faktor vyhlazení.

Při úvahách nad tržní hodnotou konkrétní nemovitosti by se oceňovatel měl zabývat možnými nahodilými chybami, které vznikají z důvodu heterogenity nemovitostí, asymetrie při jednání mezi stranami referenční transakce nebo ze specifických důvodů každé ze stran uskutečněné transakce. V každém případě by oceňovatel dle Quan a Quigley (1991) měl v případě nejistoty vyplývající z nejaktuálnější transakce tuto transakci nebrat při ocenění v úvahu.

Dle Fisher *et al* (1994) všechny tyto faktory v konečném důsledku vedou oceňovatele při odvození tržní hodnoty k vyhlazení, které se dále propisuje do nemovitostního indexu. Bond a Hwang (2007) ovšem přichází na základě provedené analýzy k závěru, že indexy založené na ocenění nejsou vyhlazeny, resp. že jejich volatilita není snížena, směrem k příslušné tržní hodnotě, která může mít vyšší, nižší nebo stejnou volatilitu jako index.

Vyhlazení je způsobeno i agregací hodnot individuálních nemovitostí do indexu. Náhodné odchylky jsou v indexu vyrušeny diverzifikací portfolia podkladových nemovitostí. Gohs (2017) dále ve své studii uvádí fenomén časové agregace, který vzniká spojením nesynchronního ocenění a jeho tak zvané zatuchlosti.

Nesynchronnost vzniká, jelikož oceňovatelé neoceňují všechny nemovitosti ve stejný čas, tzn. ke konci období, ale v průběhu sledovaného období nebo v určité části období o délce několika dní. Hodnoty nemovitostí jsou však pro účely výpočtu indexu reportovány ke konci sledovaného období. Zatuchlost je odrazem faktu, že se některé nemovitosti oceňují nepravidelně, lépe řečeno, ne všechny nemovitosti se oceňují v každém sledovaném období, například v důsledku nezměněných podmínek.

V této souvislosti je nutno rovněž zmínit sezónnost v ocenění, jelikož velká část nemovitostí je oceňována v posledním kvartále kalendářního roku ke konci roku, a tudíž systematické změny hodnoty nastávají zejména v tomto období. Přecenění v tomto případě není způsobeno ekonomickými faktory, ale požadavky na ocenění.

V zájmu zachování použitelnosti indexů založených na ocenění hodnoty podkladových nemovitostí se výzkum zaměřil na formulaci metod, které napravují výše uvedené nevýhody a zpřístupňují tento typ indexů k použití v praxi správy portfolií. Tímto výzkumem se kromě Geltner (1991, 1993a) zabývá mnoho autorů, mezi jinými Ross a Zisler (1991), Chaplin (1997), Gohs (2017). Klasifikaci těchto metod provedl Gohs (2017), který je dělí na následující základní přístupy – metody opravy nemovitostního indexu založené na nulové autokorelaci, metody založené na procesu zpětné konstrukce nemovitostního indexu a metody založené na změnách režimu.

Metoda opravy nemovitostního indexu pomocí nulové autokorelace vznikla na základě Fama (1970) a jeho hypotézy efektivního trhu. Ve slabé formě, která je některými autory na trhu nemovitostí předpokládána, hodnoty obsahují všechny informace, které lze získat z historických dat, a proto nelze předvídat budoucí pohyb, jelikož změna je náhodná, a tudíž vývoj hodnoty není ovlivněn autokorelací. Mezi metody vycházející z nulové autokorelace patří postupy dle Blundell a Ward (1987) a Fisher *et al* (1994). Chaplin (1997) kritizuje tyto rané modely pro jejich předpoklad stálé odchylky mezi transakčním a tržním šumem a souhlasí s názorem, že odchylka mezi oceněním transakční cenou není u zkušeného oceňovatele na úrovni +/- 10%, ale spíše na úrovni +/- 20%, jak ukazuje studie Adair *et al* (1996). Cho *et al* (2003) se dále ve svém postupu zamýšlí i nad rozdělením nominální hodnoty, která je předmětem ocenění, na reálnou a inflační složku.

Metoda opravy pomocí zpětné konstrukce se snaží zrekonstruovat vztah mezi výnosem tržním a indexovým. Tento zrekonstruovaný vztah je následně využit pro opravu časové řady indexu založeného na ocenění podkladových nemovitostí. Bond a Hwang (2007)

dovozují, že vyhlazení z důvodu nesynchronního oceňování je v rámci modelu ARFIMA (p,d,q) zastoupen pohyblivým průměrem, přičemž parametr autoregrese reflektuje stálost tržní složky hodnoty, která je stejná pro všechny nemovitosti.

Lizieri *et al* (2010) rozpracovali metodu opravy založenou na změnách režimu v rámci prahového autoregresního modelu (TAR), ve kterém jedna nebo více exogenních proměnných ovlivňuje cílovou proměnnou, tedy index hodnoty. V souladu se závěry Kaizr (2017) je růst HDP jednou z nejlepších exogenních proměnných. Tento model dále rozpracoval Wang (1998), který do regresního modelu zamíchal i jiné faktory nemovitostního trhu.

Indexy založené na reálných transakcích

Mezi nejznámější transakční indexy patří TBI, který vytvořil Massachusetts Institute of Technology, nebo indexy založené na databázi IPD. Tyto indexy řeší problém vyhlazení u indexů založených na ocenění, jejich použitelnost je ovšem limitována nedostatkem transakčních dat, který způsobuje šum při odhadu takového indexu. Geltner a Ling (2006) shrnují, že transakční indexy jsou lepším indikátorem trhu, jelikož celková odchylka mezi indexem a trhem je u těchto indexů menší než v případě indexů založených na ocenění. Transakční indexy se dle konstrukce dělí na hedonické indexy a indexy založené na opakovaných transakcích.

Hedonický model nemovitostního indexu vychází z prací Lancastera (1966) a Rosena (1974) a zachycuje heterogenitu nemovitostí pomocí regrese ceny nemovitosti k jejím klíčovým faktorům a snaží se nahradit oceňovací proces procesem ekonometrickým. Ani ten nejlepší hedonický model však vyhlazení a časové agregace neodstraňuje, jelikož transakce za celý rok jsou použity k odhadu hodnot v jednom časovém bodě na konci roku (Fisher *et al*, 1994). Příkladem hedonického indexu s dostatečně dlouhou nepřerušenou historií je index, který publikuje Verband Deutscher Pfandbriefbanken.

Hedonický model je citlivý na množství a kvalitu dat sebraných o klíčovém atributu nemovitostí v databázi. Anas a Eum (1984) kromě standardních hedonických atributů jako jsou vlastnosti nemovitosti a lokalita přidávají do regresní funkce makroekonomické proměnné a historické průměrné transakční ceny nemovitostí stejné kategorie v okolí.

Nevýhodou hedonického modelu ovšem je, že podkladová databáze nikdy nebude obsahovat celistvý souhrn všech atributů všech nemovitostí daného typu, což se může projevit v chybě dané nesprávnou interpretací charakteristik nemovitostí v databázi (Butler, 1982).

Většina studií se z databáze, která obsahuje charakteristiky nemovitostí a jejich transakční ceny, snaží nalézt hedonickou regresní funkci, která obsahuje časovou kontrolní proměnnou. Dle Gatzlaf a Holmes (2013) lze standardní logaritmický zápis regresní funkce hedonického cenového modelu zapsat následovně:

$$\ln P_{it} = \sum_{j=1}^k \beta_j \ln X_{jit} + \sum_{t=1}^T \alpha_t D_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

kde:

P_{it} ...transakční cena nemovitosti i v čase t , kde $i=1,\dots,n$, a $t=1,\dots,T$;

X_{jit} ...hedonický atribut s vektorovými koeficienty $j=1,\dots,k$;

D_{it} ...časová kontrolní proměnná s koeficientem α_t (poměr oceněné hodnoty k tržní hodnotě), kdy D_{it} je rovno jedné, pokud v čase t proběhla s nemovitostí i transakce, jinak je rovna nule;

ε_{it} ...náhodná chyba s průměrem 0 a odchylkou σ_ε^2 .

Tento model implicitně předpokládá, že trh je v rovnováze, což je zpochybňováno. De Leeuw a Ekanem (1971) v této souvislosti dovozují, že trh s nemovitostmi se odchyluje od rovnováhy, protože na tomto trhu jsou pomalé a nákladné procesy, které rovnovážný stav v podstatě vylučují. Crosby a McAllister (2004) například indikují u nemovitostních transakcí ve Velké Británii 62 dní jako medián délky období mezi dohodou na transakční ceně a podpisem smluvní dokumentace a dalších 19 dní mezi podpisem a vypořádáním transakce. Obdobnou délku nemovitostních transakcí zaznamenáváme i v našem regionu. Časový bod, ve kterém je možno považovat nemovitostní transakci za uzavřenou a cenu za danou, je tudíž značně rozostřen.

Hédonické indexy lze rozdělit na řetězové a hromadné. Výhodou řetězového hédonického modelu dle Geltner (2014) je, že je fixován v čase a nevytváří zpětné historické revize, jelikož index je kalkulován na bázi dat z běžného období. Na druhou stranu tento index je značně náročný na dostupnost velkého množství dat a rovněž v tomto případě je nutno stanovit tzn. reprezentativní nemovitost. Hromadné hédonické indexy jsou sice méně náročné na množství vstupních dat, jejich omezením je ovšem neměnnost relativních cen nemovitostí, proto tyto indexy poskytují méně strukturních informací a vytváří možnost pro historické revize. Nejčastěji se v odborné literatuře používají hromadné indexy s časovou kontrolní proměnnou.

Hédonické nemovitostní indexy se staly předmětem dalšího výzkumu, který vede k jejich snadnější použitelnosti a ke zlepšené vypovídací schopnosti. Deng *et al* (2011), McMillen (2012) a Guo *et al* (2014) se zabývají technikami relevantní manipulace s daty před samotnou regresí například rozšířením velikosti vzorku. McMillen a Dombrow (2001), Francke a Vos (2004) a Francke (2008) přichází s parametrizací časových řad a Pace *et al* (1998), LeSage a Pace (2010) a Chegut *et al* (2015) zase s technikami založenými na úpravách indexu po regresi například pomocí úpravy proložené trendové křivky (Hodrick a Prescott, 1997) nebo pomocí již dříve zmíněné četnostní konverze (Bokhari a Geltner 2012).

Alternativou k hédonickým indexům jsou transakční modely indexů založené na opakovaných transakcích. Podstatou transakčních modelů je změření rozdílu hodnoty stejné nemovitosti v daném časovém období za předpokladu neměnných hédonických atributů, množství dat potřebných k výpočtu indexu je tudíž ve srovnání s řetězovým hédonickým indexem minimální. Stálost hédonických atributů nemovitosti v čase je však diskutabilní. Dle Geltner (2014) se v praxi tento typ indexů prosadil vůči ostatním typům, jelikož jsou poměrně transparentní a jednoduše pochopitelné pro jejich uživatele.

Fuerst *et al* (2015) dále připomíná, že index založený na opakovaných transakcích obsahuje pouze nemovitosti, se kterými bylo obchodováno za sledované období více než jednou, a tudíž v podkladové databázi probíhá výběr vzorku, který nebyl určen náhodně nýbrž selektivně. Clapp a Giaccotto (1992) se s tímto problémem vyrovnali použitím ocenění nemovitosti na začátku zkoumaného období jako aproximaci transakční ceny a jejich model má následující funkční zápis:

$$\ln P_{it} = \ln AV_{i0} + \sum_{t=1}^T \alpha_t D_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

kde:

P_{it} ...transakční cena nemovitosti i v čase t , kde $i=1, \dots, n$, a $t=1, \dots, T$;

AV_{i0} ...současná oceněná hodnota nemovitosti i v čase 0;

D_{it} ...časová kontrolní proměnná s koeficientem α_t (poměr oceněné hodnoty k tržní hodnotě), kdy D_{it} je rovno jedné, pokud v čase t proběhla s nemovitostí i transakce, jinak je rovna nule;

ε_{it} ...náhodná chyba s průměrem 0 a odchylkou σ_ε^2 .

Bourassa *et al* (2013) se zamýšlí nad vlivem nucených prodejů nemovitostí, které jsou často prodávány se slevou a které vývoj transakčních indexů zkreslují. Obdobný problém představují často obchodované nebo tak zvané rychle otočené nemovitosti, jelikož jejich relativní přínos k vývoji indexu je vyšší než u jiných méně často obchodovaných nemovitostí. Ziering a McIntosh (1999) zkoumají vztah výše hodnoty a výnosnosti nemovitostí. Z jejich analýzy vyplývá, že tzv. trofejní nemovitosti mají vyšší a volatilnější výnos. U transakčních indexů je z tohoto důvodu zaznamenána heteroskedasticita, totiž že variance, respektive rozptyl, jsou závislé na jednom parametru (výše hodnoty) a jsou tudíž nehomogenní. Case a Schiller (1987) navrhnou systém vah v závislosti na velikosti hodnoty nemovitosti, kterým se snaží tomuto jevu při výpočtu nemovitostního indexu vyhnout.

Case a Quigley (1991) představili hybridní model, který je průnikem hédonických modelů a modelů založených na opakovaných transakcích, a který měl ambici odstranit nevýhody obou těchto přístupů. Jejich hybridní model odstraňuje předpoklad konstantních hédonických atributů, nicméně problémy spojené s oběma přístupy zůstaly především z důvodu nesprávné interpretace hédonických atributů nemovitosti a z důvodu nucených prodejů a rychle otočených nemovitostí.

Indexy založené na výnosech veřejně obchodovatelných podílů REIT

Indexy založené na pohybu hodnoty veřejně obchodovatelných podílů ve fondech, které se specializují na investice do nemovitostí, jsou zajímavou alternativou k výše uvedeným modelům. Mezi typické představitele takového indexu je index vývoje výnosů vážených dle hodnoty všech hlavních fondů typu REIT, který vydává National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT) ve Spojených státech.

Nespornou výhodou těchto indexů je dostatek transparentních a homogenních informací pro jejich výpočet. Na druhou stranu trh s podíly REIT je postaven na úplně jiných základech než nemovitostní trh. Trh s podíly REIT je tvořen spoustou malých individuálních investorů v aukčním systému, proto je tento trh tak likvidní. Naopak trh s komerčními nemovitostmi je tvořen relativně úzkou skupinou velkých institucionálních hráčů, kteří provádí jednotlivé transakce v nepoměrně větším objemu. Z podstaty obchodování s podíly REIT vyplývá, že v indexech založených na výnosech REIT je obsažen šum související s trhy s cennými papíry nikoliv s hodnotou nemovitostí. Výnosy podílů REIT mimo jiné obsahují i hodnocení investiční strategie a schopnosti správců portfolií ze strany investorů.

Fisher *et al* (1994) dále uvádí, že trhy s podíly REIT jsou rychlejší v agregování informací než privátní trhy, které se zpožďují, jelikož institucionální investoři na privátním trhu drží nemovitosti, dokud jim kupující nenabídne cenu dle ocenění. V důsledku vývoje indexů založených na REIT předbíhá trh s nemovitostmi.

Ling *et al* (2000) tuto myšlenku rozpracovali a přišli se zajímavým modelem, který váže vývoj tržního výnosu nemovitostí v indexu na latentní proměnnou ve formě časové řady výnosů veřejně obchodovaných podílů REIT.

Konstrukce českého nemovitostního indexu

Kaizr (2017) se zabývá konstrukcí indexu založeného na ocenění portfolia, které se skládá z pražských a mimopražských průmyslových prostor třídy A. Schválně zde místo průmyslových nemovitostí uvádím průmyslové prostory třídy A, jelikož podkladem pro výpočet indexu dle Kaizr (2017) nejsou konkrétní nemovitosti, nýbrž agregátní data poskytnutá Industrial Research Forem o vývoji českého nemovitostního trhu s těmito nemovitostmi jako celku a v regionech. Tento přístup je vyvolán deficitem dostatečně

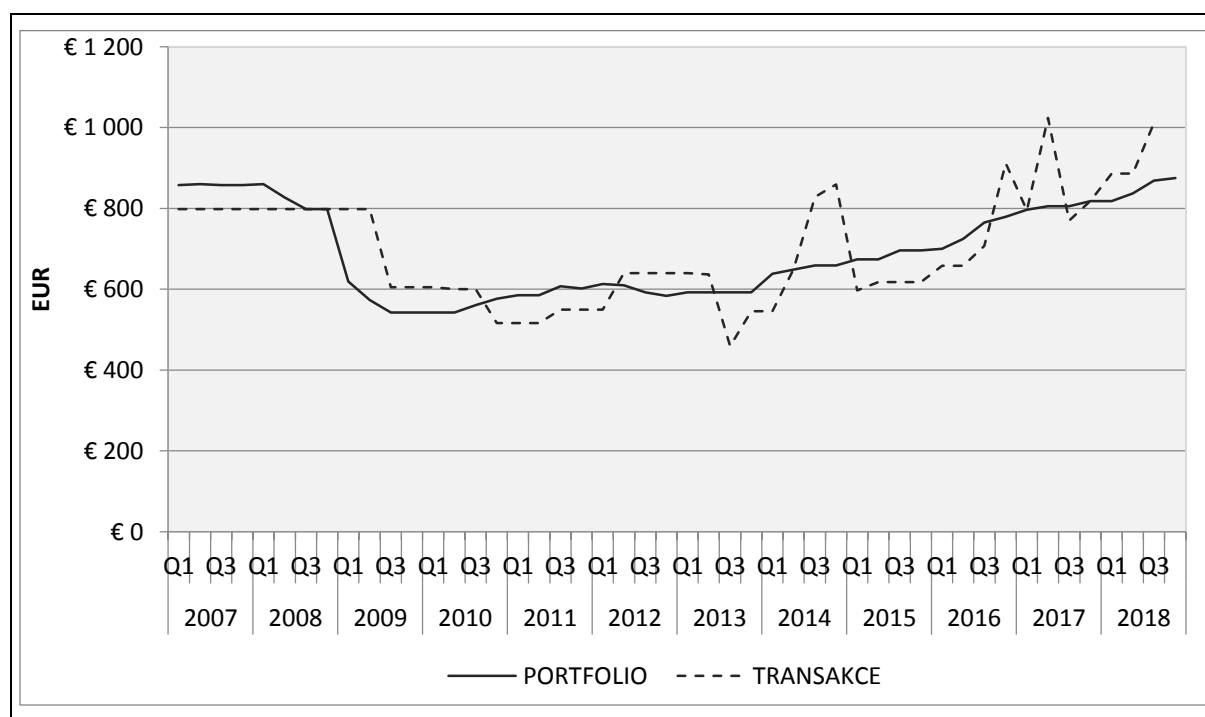
podrobných a transparentních dat o oceněných hodnotách jednotlivých českých průmyslových nemovitostí.

Pro úplnost uvádím, že třída A průmyslových nemovitostí je definována jako moderní průmyslové prostory, které vyhovují současnému technickému standardu, s průměrnou velikostí cca 5,000m². Základní nájemné v těchto nemovitostech je dáno nájemními smlouvami s průměrnou délkou smlouvy 5 let. Tato definice je odpovědí na heterogenitu nemovitostí v portfoliu a problematiku náhodných odchylek – portfolio nemovitostí v indexu dle Kaizr (2017) je homogenní a náhodné odchylky jsou diverzifikovány.

Takto zjištěný index je v Kaizr (2017) podroben regresní analýze, na jejímž podkladu je navržen lineární regresní model, který s pomocí nezávislých proměnných HDP, spreadu kapitalizační míry a poměrového ukazatele hrubé poptávky velmi dobře vysvětluje vývoj indexu. Test heteroskedasticity na 5% hladině významnosti (významnost $F=0,081$) ukázal na možnost heteroskedasticity v modelu. Na základě zjednodušeného Whiteova testu byla ovšem přítomnost heteroskedasticity nakonec zamítnuta. Model lze tudíž považovat za spolehlivý a realistický.

Z Grafu 1 na první pohled vyplývá, že vývoj hodnoty portfolia je ve srovnání s reálnými transakcemi vyhlazený, nicméně je k dispozici pro každý kvartál na rozdíl od investičních transakcí, které se na českém trhu s nemovitostmi uzavírají velmi nepravidelně, a to zejména před rokem 2012.

Graf 1: Porovnání vývoje hodnoty portfolia se skutečnými transakcemi (EUR/m²)



Zdroj: vlastní výpočty

Oprava vyhlazení a časové agregace bude v dalším výzkumu provedena pomocí všech relevantních dostupných metod. Model indexu bude rovněž podroben autokorelační analýze, protože z dostupné literatury vyplývá, že indexy založené na ocenění mají paměť, která vzniká již v samotném procesu oceňování. Objem transakcí v časovém období má dle dostupné literatury také významný vliv, a proto tato veličina bude v dalším výzkumu brána při konstrukci indexu a při jeho analýze v úvahu. Okruhy dalšího výzkumu budou také způsob

financování nemovitostí, vliv financování na hodnotu portfolia a reálné versus nominální výnosy indexu.

Bližšímu zkoumání bude s ohledem na Chaplin (1997) podroben i vliv nájemného a kapitalizační míry na výpočet indexu. Výše nájemného se generuje na trhu s prostory a je výrazem nabídky a poptávky (potřeby) pro prostorech. Kapitalizační míra je ve srovnání s nájemným mnohem komplexnější veličinou, jelikož je odrazem názoru na riziko, na budoucí vývoj nájemného, na likviditu nemovitosti a trhu, na provozní náklady. Důsledkem je, že zjištěné hodnoty nájemného lépe vyjadřují reálnou tržní úroveň nájemného, než zjištěné hodnoty kapitalizační míry vyjadřují reálnou tržní úroveň kapitalizační míry. Zároveň platí, že zjištěné nájemné a kapitalizační míry jsou přesnější v době růstu než v době poklesu trhu.

Závěr

Český trh s komerčními nemovitostmi v současné době zaznamenává čilý rozvoj, a čím více je prostředků investovaných prostřednictvím nemovitostních fondů, tím více informací o stavu a vývoji trhu bude odborná i laická veřejnost potřebovat.

Nechávám na čtenáři, aby sám po přečtení těchto řádků zhodnotil, o kolik lepší je informovanost a výzkum trhu na západních zemích než u nás. Kromě několika málo diplomových prací se oblastí komerčních nemovitostí zabývají jen specializované poradenské společnosti. Odborná veřejnost tudíž dozajista má určitý přehled o trhu v klíčových lokalitách a jejich stavu, mnohem horší situace je ovšem v dostupnosti nástrojů predikce dalšího vývoje a v povědomí o stavu trhu v regionech. A jak nevědomý je v tomto smyslu zřejmě malý český investor?

Cílem dalšího výzkumu v rámci připravované dizertační práce je nalézt model indexu, který bude schopen zaznamenat změny nemovitostního trhu a který se stane užitečným a praktickým nástrojem sledování a predikce vývoje investičního nemovitostního trhu v rukou správců portfolií, developerů a investorů.

Literatura:

Literatura:

- [1] A.Adair, N.Hutchinson, B.MacGregor, S.McGreal, N.Nanthakumaran, 1996. Variations in the capital valuations of UK commercial property. RICS. London.
- [2] L.Anas, S.J.Eum, 1984. Hedonic analysis of a housing market in disequilibrium. Journal of urban economics. Volume 15(1), pp. 97-106.
- [3] G. Blundell, C.Ward, 1987. Property portfolio allocation: a multi-factor model. Land development studies. Volume 4(2), pp. 145-156.
- [4] S.Bokhari, D.Geltner, 2010. Estimating real estate price movements for high frequency tradable indexes in a scarce data environment. Journal of real estate finance and economics., 45:522-43.
- [5] S.A.Bond, S.Hwang, 2007. Smoothing, nonsynchronous appraisal and cross-sectional aggregation in real estate indices. Real estate economics, Volume 35(3), pp. 349-382
- [6] W.I.Boudry, E.Coulson, J.G.Kallberg, C.H.Liu, 2012. What do commercial real estate price indices really measure?. The center for real estate and finance working paper series, 2012-002, pp. 1-28.
- [7] S.C.Bourassa, E.Cantonil, M.Hoesli, 2013. Robust repeat sale indexes. Real estate economics. Volume 41(3), pp. 517-541.
- [8] R.V.Butler, 1982. The specification of hedonic indexes for urban housing. Land economics. Volume 58(1), pp. 96-108.
- [9] B.Case, R.Schiller, 1987. Prices of single-family homes since 1970: new indexes for four cities. Working paper no. 2393. National Bureau of Economic Research.
- [10] B.Case, J.M.Quigley, 1991. The dynamics of real estate prices. Review of economics and statistics. Volume 73(1), pp. 50-58
- [11] J.M.Clapp, C.Giaccotto, 1998. Price indices based on the hedonic repeat-sale method: application to the housing market. Journal of real estate finance and economics. Volume 16(1), pp. 5-26.
- [12] N.Crosby, P.McAllister, 2004. Deconstructing the transaction process: an analysis of fund transaction data. Working paper II. Liquidity in commercial property markets. Investment property forum.
- [13] Y.Deng, D.McMillen, T.F.Sing, 2011. Private residential price indices in Singapore: a matching approach. Regional science and urban economics. Volume 42(3), pp. 485-494.
- [14] F. De Leeuw, N.F.Ekanem, 1971. The supply of rental housing. American economic association. Volume 61(5), pp. 806-817.
- [15] E.F.Fama, 1970. Efficient capital markets: a review of the theory and empirical work. Journal of finance. Volume 25(2), pp. 383-417.
- [16] J.Fisher, D.Geltner, R.B.Webb, 1994. Value indices of commercial real estate: A comparison of index construction methods. Journal of real estate finance & economics. Volume 9(2), pp. 137-164.
- [17] M.Francke, 2008. The hierarchical trend model. In Mass appraisal methods: an international perspective for property valuers. ed. T.Kuako, M.Damato, pp. 164-180. Oxford:Wiley-Blackwell.

- [18] *M.Francke, G.A.Vos*, 2004. The hierarchical trend model for property valuation and local price indices. *Journal of real estate finance and economics*. Volume 28(2-3), pp. 179-208.
- [19] *F.Fuerst, X.Liu, X.Lizieri*, 2015. How to build a real estate index for an emerging market: the case of Beijing. Department of Land Economy Working Paper, University of Cambridge.
- [20] *D.Gatzlaf, C.Holmes*, 2013. Estimating transaction-based price indices of local Commercial real estate markets using public assessment data. *Journal of real estate finance and economics*, 46(2), pp. 260-81.
- [21] *D.M.Geltner*, 1989. Estimating real estate's systematic risk from aggregate level appraisal-based returns. Temporal aggregation in real estate return indices. *AREUEA Journal*. Volume 17,(4), pp. 463-481.
- [22] *D.M.Geltner*, 1991. Smoothing in appraisal-based returns. *Journal of real estate finance and economics*. Volume 4(3), pp. 327-345.
- [23] *D.M.Geltner*, 1993a. Temporal aggregation in real estate return indices. *AREUEA Journal*. Volume 21(2), pp. 141-166.
- [24] *D.M.Geltner*, 1993b. Estimating market values from appraised values without assuming an efficient market. risk from aggregate level appraisal-based returns. *Journal of real estate research*. Volume 8(3), pp. 325-345.
- [25] *D.M.Geltner*, 2014. Real estate price indices & price dynamics: an overview from an investment perspective. Annual review of financial economics. Massachusetts Institute of Technology, Department of Urban Studies & Planning, Center for Real Estate. pp. 1-42.
- [26] *D.M.Geltner, D.Ling*, 2006. Considerations in the design and construction of investment real estate research indices. *Journal of real estate research*. Volume 28(4), pp. 411-444.
- [27] *A.M.Gohs*, 2017. Correction procedures for appraisal-based real estate indices. 24th annual conference ERES in Delft , The Netherlands.
- [28] *R.Chaplin*, 1997. Unsmoothing valuation-based indices using multiple regimes. *Journal of property research*. Volume 14(3), pp. 189-210.
- [29] *A.Chegut, P.Eichholtz, P.Rodrigues, R.Weerts*, 2015. Spatial dependence in international office markets. *Journal of real estate finance and economics*. Volume 51(2), pp. 317-350.
- [30] *H.Cho, Y.Kawaguchi, J.Schiling*, 2003. Unsmoothing Commercial property returns: a revision of Fisher-Geltner-Webb's unsmoothing methodology. *Journal of real estate finance and economics*. Volume 27(3), pp. 393-405.
- [31] *R.Hodrick, E.Prescott*, 1997. Postwar U.S. business cycles: an empirical investigation. *Journal of money credit banking*. Volume 29(1), pp. 1-16.
- [32] *J.Kaizr*, 2017. Czech industrial real estate market: the quest for realistic model. In *The impact of globalization on internal accounting*. ed. D.Procházka, pp. 181-193. Springer proceedings in business and economics.
- [33] *J.LeSage, R.K.Pace*, 2010. Introduction to spatial econometrics. Boca Raton, Florida. Chapman & Hall/CRC.
- [34] *D.C.Ling, A.Naranjo, N.Nimalendran*, 2000. Estimating returns on commercial real estate: a new methodology using latent variable models. *Real estate economics*. Volume 28(2), pp- 205-231.
- [35] *C.Lizieri, S.Satchel, W.Wongwachara*, 2010. Unsmoothing real estate returns: a regime switching approach. Darwin College. Working Paper. University of Cambridge.

- [36] *D.P.McMillen*, 2012. Repeat sales as a matching estimator. *Real estate economics*. Volume 40(4), pp. 745-772.
- [37] *D.P.McMillen, J.Dombrow*, 2001. A flexible fourier approach to repeat sales price indexes. *Real estate economics*. Volume 29(2), pp. 207-225.
- [38] *R.K.Pace, R.Barry, J.Clapp, M.Rodriguez*, 1998. Spatiotemporal autoregressive models of neighborhood effects. *Journal of real estate finance and economics*. Volume 17(1), pp. 15-33.
- [39] *S.Ross, R.Zisler*, 1991. Risk and return in real estate. *Journal of real estate finance and economics*. Volume 4, 2 pp. 175-190.
- [40] *D. Quan, J. Quigley*, 1991. Price formation and the appraisal function in real estate markets. *Journal of real estate finance and economics*. Volume 4, pp. 127-146.
- [41] *P.Wang*, 1998. Unsmoothing property returns with the implied cointegration relationship. *Journal of property valuation and investment*. Volume 16(4), pp. 358-368.
- [42] *B.Ziering, W.McIntosh*, 1999. Property size and risk: why bigger is not always better. *Journal of real estate portfolio management*. Volume 5(2), pp. 105-112.

Vybrané úvahy nad indexy komerčních nemovitostí

Jaroslav Kaizr

ABSTRAKT

Článek shrnuje přístupy ke konstrukci nemovitostních indexů a zamýšlí se nad výhodami a nevýhodami jednotlivých typů modelů. V první části vychází z aktuální odborné literatury, druhá část článku je věnována úvahám nad konstrukcí českého nemovitostního indexu pro průmyslový sektor. V závěru shrnuje oblasti dalšího výzkumu při konstrukci českého tohoto indexu.

Klíčová slova: struktura trhu, oceňování komerčních nemovitostí, nemovitostní index, trh s komerčními prostory, trh s nemovitostními aktivy, komerční nemovitost, průmyslová nemovitost, chování trhu

Some reflections on commercial real estate indices

ABSTRACT

The article summarizes approaches to constructing real estate indices and considers the advantages and disadvantages of each type of index model. The first part is based on the current literature, the second part of the article is devoted to considerations of the construction of the Czech real estate index for the industrial sector. In conclusion, it summarizes areas of further research in the construction of such Czech index.

Key words: market structure, commercial property valuation, real estate index, commercial real estate market, real estate investment market, commercial property, industrial property, market behavior

JEL classification: D470, R330

Vliv dotací v pojetí českých účetních předpisů na ocenění podniku[#]

Pavla Maříková^{} – Andrea Sýkorová^{**}*

1. Úvod

Pravděpodobnost, že se oceňovatel setká se situací, že oceňovaný podnik¹ využívá dotace, je dnes poměrně vysoká. Například průzkum malých a středních firem Asociace malých a středních podniků a živnostníků ČR (Hodboď, 2017) potvrzuje, že dotace v dnešní době představují klíčový nástroj rozvoje podniků. Podle tohoto průzkumu jsou dotace stěžejním zdrojem kapitálu zhruba pro čtvrtinu malých a středních podniků a bez poskytnutí dotace by se neuskutečnila přibližně polovina dotovaných investic. Dotace ale využívají ve značné míře i velké podniky. Například podle závěrů kontrolní akce 17/26 Nejvyššího kontrolního úřadu (Národní kontrolní úřad, 2018) prováděné od září 2017 do března 2018, v rámci níž bylo zkoumáno vynakládání peněžních prostředků určených na opatření Spolupráce v rámci Programu rozvoje venkova na období 2014-2020, bylo zjištěno, že zhruba 70 % veškerých žadatelů představovalo velké potravinářské podniky.

Odborná literatura zaměřená na oceňování podniků se této specifické otázce zatím příliš nevěnovala. Naše účetní pravidla spojená s procesem využívání dotací jsou přitom takového charakteru, že mohou velmi zkreslit pohled na podkladové finanční údaje o oceňovaném podniku, ze kterých oceňovatel vychází. Je zde tedy značné riziko, že oceňovatel, který by této otázce nevěnoval přiměřenou pozornost, by mohl dojít k výrazně chybným závěrům, a tím i zkreslenému ocenění podniku.

Cílem tohoto článku je proto:

- specifikovat způsob promítání dotací do účetních výkazů podniků podle českých účetních pravidel,
- analyzovat vliv použití účetních podkladů zkreslených operacemi spojenými s dotacemi na ocenění podniku,
- navrhnout doporučení pro oceňovatele, jak upravit podkladové údaje, aby lépe odrážely ekonomickou situaci podniku a byly tak lepším východiskem pro ocenění, a jak celkově zacházet s dotacemi v rámci oceňovacího postupu.

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu Fakulty financí a účetnictví VŠE Praha, který je realizován v rámci institucionální podpory VŠE IP100040, podkladem k článku je diplomová práce Ing. Andrey Sýkorové, vedená doc. Pavlou Maříkovou, obhájená na Katedře financí a oceňování podniku VŠE Praha v lednu 2019

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

^{**} Ing. Andrea Sýkorová, absolventka Katedry financí a oceňování podniku VŠE Praha, Equity Solutions Appraisals s.r.o.

¹ Pojem podnik zde používáme v obecném pojetí vzhledem k tomu, že je silně zakotven v označení celé disciplíny oceňování podniku, navazuje na zahraniční literaturu apod. V zásadě jej ale chápeme jako synonymum pojmu obchodní závod, který od 1. 1. 2014 zavedl Občanský zákoník.

2. Charakteristika dotací a jejich členění

Nejdříve bude vhodné pro úplnost vymežit definici dotací, i když zde asi většina čtenářů bude mít poměrně dobrou představu o tomto pojmu. Definici dotace můžeme najít například v těchto právních předpisech:

1. Zákon č. 218/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech:

- V § 3, který vymezuje základní pojmy, je v odst. a) uvedeno, že pro účely tohoto zákona se dotací rozumí „peněžní prostředky státního rozpočtu, státních finančních aktiv nebo Národního fondu poskytnuté právnickým nebo fyzickým osobám na stanovený účel“.
- V § 2, odst. 3 je pak stanoveno, že „na peněžní prostředky státního rozpočtu není právní nárok, nestanoví-li zvláštní právní předpis jinak“.

2. Vyhláška č. 500/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, pro účetní jednotky, které jsou podnikateli účtujícími v soustavě podvojného účetnictví:

- § 47, odst. 6 uvádí: „Za dotaci se považují bezúplatná plnění, která se poskytují přímo nebo zprostředkovaně podle zvláštních právních předpisů ze státního rozpočtu, státních finančních aktiv, Národního fondu, ze státních fondů, z rozpočtů územních samosprávných celků na stanovený účel. Za dotaci se rovněž považují bezúplatná plnění na stanovený účel ze zahraničí z prostředků Evropské unie nebo z veřejných rozpočtů cizího státu a granty poskytnuté podle zvláštního právního předpisu“.

Z uvedených předpisů a definic považujeme za vhodné vyzdvihnout z pohledu oceňovatele zejména tyto dva aspekty:

- dotace jsou vždy poskytovány na stanovený účel,
- na dotace není právní nárok.

Způsoby zachycení dotací v účetnictví jsou uvedeny jednak ve výše zmíněné vyhlášce č. 500/2002 Sb. k zákonu o účetnictví, jednak v Českém účetním standardu č. 017. Tyto předpisy jsou zároveň podkladem pro rozdělení dotací podle jejich charakteru. Pro účely dalších analýz jak z hlediska účtování dotací, tak z hlediska vlivu na ocenění podniku, je účelné členit dotace do těchto skupin:

Obr. 1: Členění dotací

Dotace na pořízení aktiv	Dotace na úhradu nákladů
dlouhodobý nehmotný majetek	provozních
dlouhodobý hmotný majetek	finančních: - nákladových úroků
technické zhodnocení	- jiných finančních nákladů

Zdroj: vlastní zpracování

3. Zachycení dotací v účetnictví

Jak již bylo uvedeno, v rámci českých účetních předpisů jsou úpravě dotací věnovány vybrané paragrafy vyhlášky č. 500/2002 Sb. k zákonu o účetnictví pro podnikatele, systém

účetování o dotacích je pak vymezen v Českém účetním standardu pro podnikatele č. 017 – Zúčtovací vztahy.

Na základě § 25 vyhlášky č. 500/2002 Sb. jsou **dotace na úhradu nákladů vykazovány v rámci položky jiné provozní výnosy**, jejímž obsahem však mohou být dále i „*přijaté dary v provozní oblasti, smluvní pokuty a úroky z prodlení, výnosy z postoupených a odepsaných pohledávek, inventarizační rozdíly, pojistná plnění a mimořádné provozní výnosy*“.

Ocenění dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku se pak věnuje § 47 téže vyhlášky, který se vyjma právě uvedených majetkových položek vztahuje i na technické zhodnocení. Odstavec 6 § 47 praví, že „**Ocenění dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku a technického zhodnocení se sníží o dotaci na pořízení majetku a o dotaci na úhradu úroků zahrnovaných do ocenění majetku, s výjimkou povolenek na emise a preferenčních limitů bezúplatně nabytých prvním provozovatelem nebo držitelem**“.

Samotnému účetování o dotacích je věnován bod 3.7 Českého účetního standardu pro podnikatele č. 017 – Zúčtovací vztahy, který stanoví způsob zachycení dotace v jednotlivých fázích procesu jejího získávání, resp. způsobu jejího použití. Dále stručně rozebereme zachycení dotací v těchto jednotlivých hlavních fázích.

3.1 Prvotní zachycení dotace v účetnictví

Dotace vstupuje do účetnictví účetní jednotky, která je jejím příjemcem, **v okamžiku vzniku nezpochybnitelného právního nároku** na ni. Tento okamžik je dán například uzavřením smlouvy o poskytnutí dotace mezi jejím poskytovatelem a příjemcem, rozhodnutím správního orgánu o přiznání dotace, případně přijetím dokumentu o poskytnutí platby dotace apod.

V tomto okamžiku je o dotaci účtováno na účtu jiných pohledávek a závazků souvztažně s účtem zúčtování daní a dotací. Způsob prvotního zachycení dotace v účetnictví včetně čísel účtových skupin je uveden v následující tabulce. Zde je na místě upozornit, že „... se na úrovni syntetických účtů ještě rozlišují státní dotace a ostatní dotace“ (např. Děrgel, 2011).

Tab. 1: Způsob prvotního zachycení dotace

Fáze procesu	Má dátí	Dal
Vznik nezpochybnitelného nároku na dotaci	37 - Jiné pohledávky a závazky	34 - Zúčtování daní a dotací

Zdroj: ČÚS č. 017; vlastní zpracování

3.2 Přijetí dotace

Samotné přijetí dotace (finanční úhrada) je účetně zachyceno na účtu 37 – Jiné pohledávky a závazky souvztažně s účtem:

- 22 – Peněžní prostředky na účtech, resp. 21 – Peněžní prostředky v pokladně (jakožto přírůstek peněžních prostředků),
- příp. s účtem 32 – Krátkodobé závazky (jakožto úbytek závazků v případě přímého poukázání dotace na dodavatele dotačně podpořeného, pořizovaného aktiva či nákladu).

Pro lepší názornost můžeme operace opět vyjádřit tabulkou.

Tab. 2: Účtování přijetí dotace

Fáze procesu	Má dátí	Dal
Přijetí dotace	22 – Peněžní prostředky na účtech 21 – Peněžní prostředky v pokladně (<i>přírůstek peněz</i>) nebo 32 – Krátkodobé závazky (<i>úbytek závazku</i>)	37 - Jiné pohledávky a závazky

Zdroj: vlastní zpracování

3.3 Další účtování o dotaci

Pro další účtování o dotaci je klíčový **účel, pro který byla dotace obdržena**. Český účetní standard č. 017 uvádí tři možné tituly, z nichž může účetní jednotka dotaci obdržet. Účely, na které může účetní jednotka dotace obdržet, včetně způsobu jejich účetního zachycení, jsou uvedeny v tabulce níže.

Tab. 3: Další účtování o dotacích podle účelu jejich získání

Účel dotace	Má dátí	Dal
Použití dotace k úhradě nákladů nebo k úhradě jiné ekonomické újmy	34 - Zúčtování daní a dotací	648 Ostatní provozní výnosy / 668 Ostatní finanční výnosy
Použití dotace na úhradu úroků nezahrnovaných do pořizovací ceny dlouhodobého nehmotného nebo hmotného majetku a technického zhodnocení	34 - Zúčtování daní a dotací	668 Ostatní finanční výnosy
Použití dotace na pořízení dlouhodobého nehmotného nebo hmotného majetku a technického zhodnocení a dotace na úhradu úroků zahrnovaných do pořizovací ceny	34 - Zúčtování daní a dotací	0 - Dlouhodobý majetek

Zdroj: ČÚS č. 017; vlastní zpracování

a) Dotace na úhradu nákladů

V rámci dalšího účtování probíhá přiřazení dotace určené na **úhradu provozních nákladů** v souladu s dodržением **věcné a časové souvislosti** dotace s náklady, na jejichž uhrazení je dotace určena. Zúčtování dotace je prováděno oproti **ostatním provozním výnosům**, a to v období, ve kterém dochází k vynaložení nákladu, na jehož úhradu je dotace vynakládána.

Účtování samotného dotačně podpořeného nákladu přitom probíhá beze změny, jako kdyby žádná dotace poskytnuta nebyla. Náklad i výnos se tedy zachycuje v **nekompenzované podobě**. Zaúčtování nákladu i výnosu ve stejném období a výši je účetně z hlediska výsledku hospodaření neutrální. Nicméně z pohledu oceňovatele je výsledek hospodaření v tomto

období ovlivněn zúčtováním výnosu v podobě přijaté dotace, tj. je o tento výnos navýšen oproti situaci bez dotace.

V případě, že jsou náklady, na jejichž úhradu byla dotace přijata, vynakládány v několika účetních obdobích, bude dotace provozním nákladům přiřazována postupně. V případě **postupné alokace zdrojů přijatých na úhradu provozních nákladů** tak bude výnos plynoucí z dotace účtován v závislosti na náběhu nákladů, ke kterým se dotace váže. Tento princip je přitom shodný jak v případě dotace poskytnuté ve formě peněžní částky na účet, tak ve formě snížení závazku.

Stejný princip věcné a časové souvislosti se používá i při účtování dotace na **úhradu finančních nákladů** pouze s tím rozdílem, že zúčtování probíhá oproti ostatním finančním výnosům. Pokud u dotace na úhradu úroků není možné dotaci k jednotlivým částkám úroků jednoznačně přiřadit, bude účtována do výnosů rovnoměrně po dobu splácení úvěru (Ryneš, 2019, s. 235).

Z hlediska oceňovatele ovšem bude významné, k jakým nákladům se dotace váže. V případě provozních nákladů půjde velmi často o vliv na hlavní provoz podniku. V případě nákladových úroků není ovlivněn hlavní provoz, ale náklady na kapitál. Bude tedy záležet na oceňovací metodě a na tom, aby v jejím rámci oceňovatel správně dotaci zohlednil v odpovídající části oceňovacích výpočtů.

b) Dotace na pořízení dlouhodobého majetku

Tato kategorie dotací je věnována dotacím na pořízení dlouhodobého hmotného nebo nehmotného majetku, případně též jejich technického zhodnocení. V rámci této kategorie mohou být dále vykazovány dotace na úhradu úroků, avšak pouze v případě, že jsou zahrnovány do pořizovací ceny dlouhodobého aktiva, resp. jeho technického zhodnocení.

Tato skupina dotací **snižuje pořizovací cenu** příslušného **dlouhodobého majetku**. V případě odepisovatelných aktiv má snížení jejich pořizovací ceny vliv i na odpisy a jejich prostřednictvím má tak přesah i do dalších účetních období následujících po zařazení aktiva do užívání, ve kterých je aktivum odpisováno z pořizovací ceny snížené o výši dotace. Následkem této skutečnosti je jednak **podhodnocení účetní hodnoty samotného aktiva**, jednak **podhodnocení výše odpisů**, čímž zároveň dochází k **nadhodnocení výše výsledku hospodaření** daného účetního období, resp. všech účetních období, ve kterých dochází k odpisování aktiva, jehož pořízení bylo dotačně podpořeno.

Je tedy potřeba počítat s tím, že dotací zkreslené odpisy nezajišťují kumulaci prostředků v rozsahu potřebném k další činnosti podniku, a to ani na úrovni historických cen zcela opomíjejících dynamiku vývoje cen v inflačním prostředí, ve kterém podnik svou činnost obvykle provozuje. Riziko **narušení uchování podnikové podstaty** zvyšuje i skutečnost, že vlivem podhodnocení nákladů nadhodnocený zisk může být rozdělen mezi vlastníky a podnik se tak při budoucí obnově dotačně podpořeného, pořízeného aktiva může potýkat s nedostatečnými zdroji financování jeho obnovy.

3.4 Vrácení dotace

Možnost čerpat výhody dotace z veřejných zdrojů bývá podmíněna striktními podmínkami, jejichž nedodržení představuje pro účetní jednotku povinnost navrácení dotace, která byla na porušené podmínky vázaná. Obecně lze říci, že v případě **vrácení dotace se o této skutečnosti účtuje způsobem inverzním k jejímu vykázání** (např. Děrgel 2011; Ryneš 2019 s. 236).

V případě nutnosti vrátit **dotaci na úhradu nákladů** (ať už provozních či finančních) se tedy skutečnost v účetnictví podniku projeví:

- anulováním dříve vykázaného výnosu,
- provedeného souvztažně s účtem 34 - Zúčtování daní a dotací.

V případě, že je účetní jednotka nucena vrátit **dotaci určenou na pořízení dlouhodobého majetku či jeho technického zhodnocení**, dochází k opětovnému navýšení pořizovací ceny majetku, a to na úroveň účetní brutto hodnoty, ve které by bylo aktivum vykázáno, kdyby nebyla provedena korekce jeho ceny o předmětnou výši dotace.

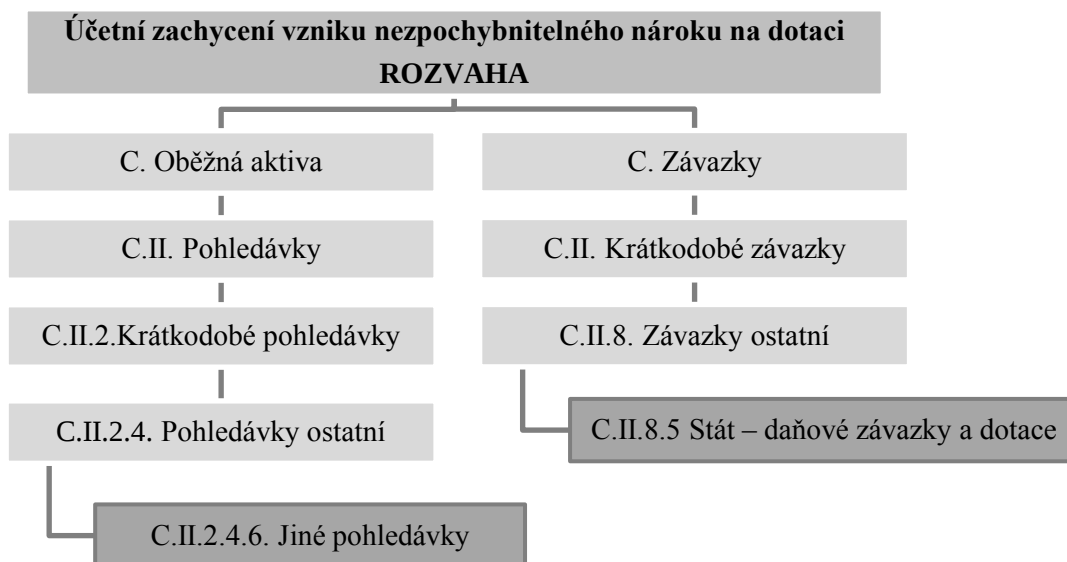
4. Identifikace dotací v účetních výkazech

Předchozí kapitola byla zaměřena na účetní zachycení dotací v jednotlivých fázích procesu čerpání dotační podpory, a to zejména z pohledu jednotlivých účetních zápisů. Oceňovatel ale obvykle pracuje s konečnými výstupy finančního účetnictví ve formě jednotlivých účetních výkazů. Proto ještě shrneme položky, kde se dotace projevují v těchto účetních výkazech.

4.1 Vznik nezpochybnitelného nároku na dotaci v účetních výkazech

Jak již bylo uvedeno, vznik nezpochybnitelného nároku na dotaci je účtován v rámci účtu 37 – Jiné pohledávky souvztažně s účtem 34 – Zúčtování daní a dotací, a to ať už se jedná o dotaci na pořízení dlouhodobého majetku či o dotaci na úhradu provozních či finančních nákladů. Pokud k datu účetní závěrky oceňovaný podnik předmětnou peněžní částku neobdrží, zůstává přidělená dotace zachycena pouze v rozvaze, a to v rámci krátkodobých pohledávek a zároveň krátkodobých závazků.

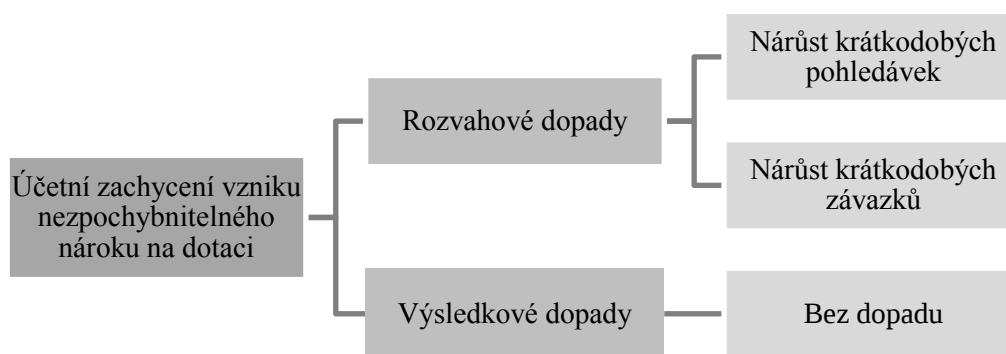
Obr. 2: Zachycení evidence nezpochybnitelného nároku na dotaci v rozvaze



Zdroj: Příloha č. 1 k vyhlášce č. 500/2002 Sb.; vlastní zpracování

Výsledný dopad tohoto kroku je tedy vcelku zřejmý a zachycuje jej obr. 3.

Obr. 3: Účetní dopady vzniku nezpochybnitelného nároku na dotaci



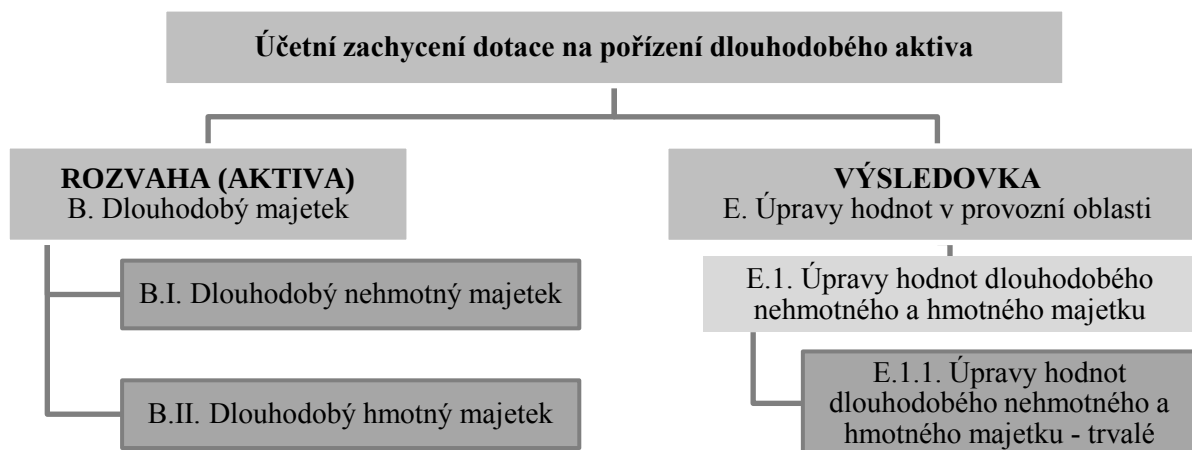
Zdroj: vlastní zpracování

4.2 Zařazení dotačně podpořeného dlouhodobého aktiva do užívání ve výkazech

V souvislosti s dotací na pořízení dlouhodobého aktiva jsou v průběhu jeho užívání účtováním zasaženy následující položky rozvahy, resp. výkazu zisku a ztráty:

- Dlouhodobý majetek (konkrétnější vymezení záleží na kategorizaci majetku, jehož pořízení je dotačně podpořeno) a oprávky k takovému dlouhodobému majetku, a to na straně pasiv se souvztažným dopadem:
 - do položky C.II.8.5 Stát – daňové závazky a dotace (jednorázově při pořízení aktiva, případně při proúčtování dotace, pokud byla dotace obdržena později),
 - do výsledku hospodaření v následujících obdobích užívání;
- Náklad v podobě odpisu dlouhodobého majetku.

Obr. 4: Zachycení užívání dotačně podpořeného aktiva ve výkazech



Zdroj: Příloha č. 1 a 2 k vyhlášce č. 500/2002 Sb.; vlastní zpracování

Jak bylo vysvětleno výše, při pořizování dlouhodobého majetku dochází k zúčtování přijaté dotace oproti brutto účetní hodnotě aktiva, jehož pořízení je dotačně podpořeno, tj. hodnota aktiva a všechny z ní odvozené veličiny jsou nižší než při pořizování aktiva běžným způsobem.

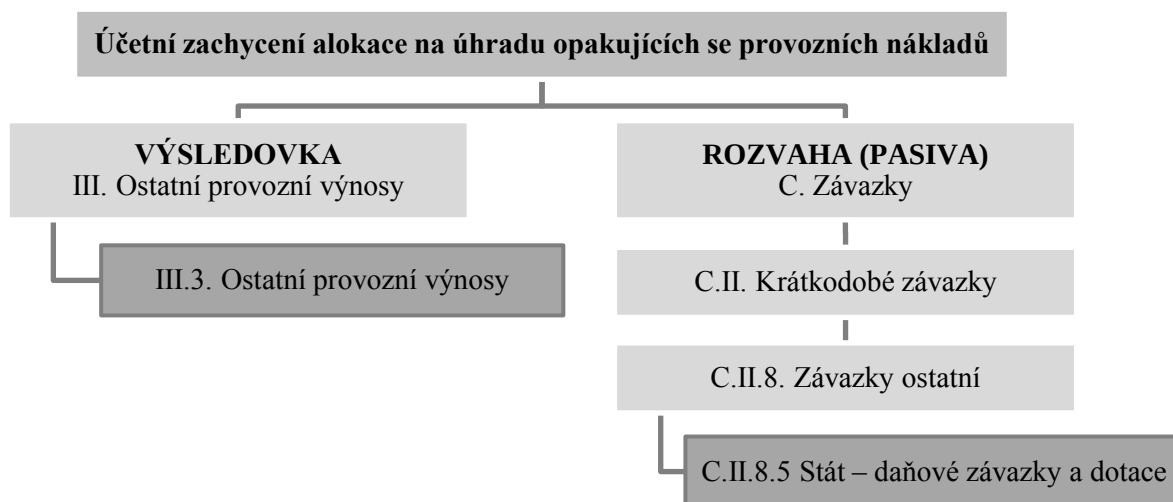
Obr. 5: Účetní dopady užívání dotačně podpořeného dlouhodobého aktiva

Zdroj: vlastní zpracování

4.3 Dotace na úhradu nákladů ve výkazech

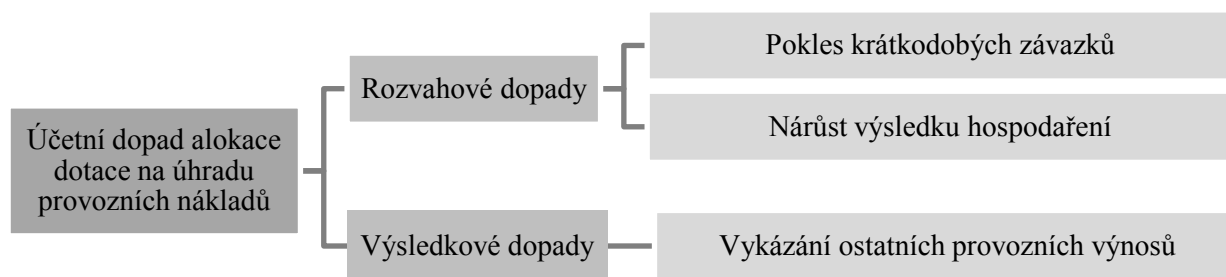
Dotace na úhradu provozních nákladů může mít jednorázový charakter, může se však jednat i o dotaci na úhradu opakujících se provozních nákladů, která se tak do účetních výkazů oceňované podnikatelské jednotky promítá opakovaně.

V případě, že je dotace určena k úhradě opakujících se nákladů, je v rámci pasivní strany bilance evidována po několik účetních období a její zůstatek se tak v rozvaze sestavené k datu účetní závěrky opakovaně promítá do položky „C.II.8.5 Stát – daňové závazky a dotace“. Postupná alokace dotační podpory do výsledku hospodaření se v rámci rozvahy dále promítá i do výsledku hospodaření běžného účetního období, a to skrze ostatní provozní výnosy.

Obr. 6: Zachycení alokace dotace na úhradu provozních nákladů ve výkazech

Zdroj: Příloha č. 1 a 2 k vyhlášce č. 500/2002 Sb.; vlastní zpracování

Za základní vztah lze tedy považovat v rámci výsledovky navýšení hodnoty ostatních provozních výnosů a v rámci pasiv pokles výše jiných závazků doprovázený současným zvýšením výsledku hospodaření ve vlastním kapitálu.

Obr. 7: Účetní dopady alokace dotace na úhradu provozních nákladů

Zdroj: vlastní zpracování

V případě promítnutí **dotace na úhradu finančních nákladů** do výkazů budou schémata v zásadě shodná jako u dotace na úhradu provozních nákladů pouze s jedinou výjimkou. V rámci výsledovky bude výnos zachycen v položce VII. Ostatní finanční výnosy. Promítnutí v rozvaze i celkové dopady na výkazy jsou u dotací spojených s provozními i finančními náklady zcela shodné.

5. Analýza vlivu použití účetních podkladů zkreslených operacemi spojenými s dotacemi na ocenění podniku

V této kapitole nejprve stručně shrneme problematické body finanční analýzy, ve kterých je potřeba pamatovat na možnost zkreslení podkladových dat v důsledku dotace. Pak se zaměříme na dopady dotací na generátory hodnoty jako hlavní jádro oceňování podniku.

5.1 Finanční analýza

Z výše popsaného způsobu zachycení dotací v účetních výkazech je patrné, že první bezprostřední důsledek těchto operací bude ovlivnění těch částí finanční analýzy, které souvisí s postiženými položkami. Dále proto shrneme nejdůležitější zkreslení, ke kterým by mohl oceňovatel dospět v případě, že by s podkladovými finančními výkazy zacházel běžným způsobem, aniž by si uvědomoval, že jejich součástí je dotace.

Uvedená upozornění na rizika zkreslení se týkají všech částí ocenění, kde se finanční analýza používá. Jde tedy především o samotnou kapitolu s finanční analýzou jakožto diagnózu finančního zdraví podniku, ale například i o využití vybraných finančních ukazatelů pro volbu srovnatelných podniků v rámci metody tržního porovnání, v rámci hledání podobných podniků pro volbu koeficientu beta apod. Je ovšem třeba poznamenat, že uvedené riziko nepřesného vyhodnocení se týká nejen oceňovaného podniku, u kterého je přece jen poměrně vysoká šance získat upřesňující informace o dotacích, ale i ostatních podniků použitých pro porovnání, u kterých bývá odhalení dotací ještě mnohem obtížnější.

a) Analýza účetních výkazů

V **aktivech** můžeme identifikovat tato hlavní zkreslení, která vedou ke snížení podílu dlouhodobých aktiv a zvýšení podílu oběžných aktiv oproti situaci bez dotace:

- Zřejmě nejpodstatnějším rizikem je podhodnocená výše dlouhodobých aktiv v případě dotací na pořízení dlouhodobého majetku. V důsledku toho bude i nižší procentní podíl dlouhodobého majetku na bilanční sumě, než by odpovídalo reálné ekonomické situaci podniku a skutečně používaným dlouhodobým aktivům.
- V okamžiku, kdy podnik již získal nárok na dotaci, ale peněžní podporu ještě neobdržel, jsou oběžná aktiva navýšena o krátkodobou pohledávku. Tento faktor se týká všech druhů dotací. Také povede k nadhodnocení oběžných aktiv na úkor dlouhodobých, pouze na

rozdíle od předchozího vlivu se bude v rozvaze vyskytovat pouze po relativně krátkou dobu. Závěry analýzy tak může ovlivnit právě i tím, že ve výsledcích způsobí jednorázový výkyv.

Pasiva budou ovlivněna především těmito vlivy:

- V rámci vlastního kapitálu bude vyšší výsledek hospodaření, a to jak běžného období, tak nerozdělený výsledek hospodaření minulých let (pokud samozřejmě vyšší zisky již nebyly rozděleny ve formě vyšších výplat vlastníkům), a to z důvodu:
 - buď zvýšených výnosů v případě dotace na úhradu nákladů,
 - nebo nižších odpisů v případě dotace na pořízení dlouhodobého aktiva.
- V krátkodobých závazcích se objevuje obdržená, ale do data účetní závěrky ještě nealokovaná část dotace. Tento závazek bude mít v některých případech jednorázový charakter, jako je tomu u pohledávky spojené s nárokem na dotaci, ale často se bude v pasivech vyskytovat po více období. Výše závazku se bude postupně snižovat v souladu s tím, jak je dotace postupně alokována do ostatních výnosů, a tím do výsledku hospodaření.

V rámci **výsledovky** dochází k navýšení výsledku hospodaření za účetní období a v jeho rámci se zvyšuje:

- buď provozní výsledek hospodaření v důsledku zvýšení ostatních provozních výnosů, nebo v důsledku snížení odpisů z podporovaného aktiva,
- nebo finanční výsledek hospodaření v důsledku zvýšení ostatních finančních výnosů.

Jednotlivé nákladové položky, s výjimkou odpisů z aktiva podpořeného dotací, zkreslené nejsou.

b) Analýza poměrových ukazatelů

Jednoznačný vliv dotací na poměrové ukazatele v řadě případů není možné stanovit na obecné úrovni zcela jednoznačně, protože bude vždy záležet jednak na konkrétní fázi, ve které se zúčtování dotace nachází, ale i na dalším konkrétním použití získaných nebo uspořené prostředků. Nicméně můžeme upozornit alespoň na tyto hlavní vlivy:

• Ukazatele rentability:

- V okamžiku vzniku nároku na dotaci lze očekávat pokles rentability celkového kapitálu, protože dojde jednorázově ke zvýšení pohledávek a závazků při zatím nezměněném zisku. Nicméně půjde jen o krátkodobý efekt.
- V období, kdy už bude probíhat zúčtování dotace, se může poměrně silně projevit naopak tendence k nadhodnocení rentability v důsledku nadhodnocení výsledku hospodaření, a to u všech druhů dotací. Tento vliv bude jednoznačný zejména u rentability tržeb. U rentability kapitálu může být zmírňován současným zvýšením bilanční sumy, zejména pokud jsou zvýšené zisky zadržovány v podniku.

• Ukazatele aktivity:

- Zde dojde k prodloužení doby obratu krátkodobých pohledávek, ovšem jen v období mezi vznikem nároku na dotaci a jejím přidělením.

- Dlouhodobější vliv může být na prodloužení doby obratu krátkodobých závazků, zejména v případě postupně alokované dotace na úhradu nákladů.
- Naopak rychlejší se může jevit obrátka aktiv, jejichž významnou část bude tvořit dotačně podpořený dlouhodobý majetek, který je po alokaci dotace vykazován ve snížené hodnotě.
- **Ukazatele zadluženosti:**
 - Na poměr vlastního a cizího kapitálu působí protichůdně dva vlivy. Na jedné straně dosud nealokovaná část dotace zvyšuje krátkodobé závazky, a tedy i celkové zadlužení. Na druhé straně po alokaci dotace zvýšené zadržené zisky budou naopak zvyšovat podíl vlastního kapitálu.
 - Vždy je ale třeba počítat s tím, že dotace bude zvyšovat ukazatel úrokového krytí v důsledku vyšších výsledků hospodaření.
- **Ukazatele likvidity:**
 - I zde je třeba počítat s protichůdnými vlivy. Přidělená dotace na jedné straně zvýší krátkodobé pohledávky a návazně pak peněžní prostředky. Tento vliv bude likviditu zvyšovat, dokud podnik peněžní prostředky nepřelije mimo oběžná aktiva. Na druhé straně nealokovaná část dotace je vázaná v krátkodobých závazcích, což je vliv naopak snižující ukazatele likvidity. Výsledný vliv se tedy bude lišit podle momentální fáze zpracování dotace.

5.2 Generátory hodnoty

Pro oceňovatele však bude ještě mnohem důležitější uvědomit si, kde a jak se dotace mohou projevit v hlavních generátorech hodnoty, než jen ve finanční analýze. Generátory hodnoty totiž tvoří páteř většiny ocenění podniku a na základě analýzy jejich minulých hodnot oceňovatel sestaví prognózu do budoucnosti, která pak vyústí v samotné ocenění (ke generátorům hodnoty podrobněji viz Mařík a kol. 2018). Pokud by si tak dotace nevšiml a nezacházel s ní odpovídajícím způsobem, mohl by dospět ke zkreslené hodnotě podniku.

a) Tržby a tempo jejich růstu

V účetnictví se zachycování dotací v žádné fázi tržeb nedotýká. Při mechanickém pohledu na věc by se tedy mohlo na první pohled zdát, že tento první generátor hodnoty přijatou dotací ovlivněn není. Pokud se však na věc podíváme z hlediska oceňovatele, není to zdaleka pravda.

Je potřeba si uvědomit, že prognóza tržeb oceňovaného podniku je založena na strategické analýze. Dotace může mít významné dopady v její části týkající se analýzy a prognózy vnitřního potenciálu. V rámci tohoto kroku je potřeba vzít do úvahy zejména tyto aspekty:

- Při **porovnání vybavenosti oceňovaného podniku dlouhodobým majetkem** oproti konkurenci se v této fázi prací často provádí srovnání některých jednoduchých propočtů z účetních dat (podíly dlouhodobého majetku na aktivech, investiční výdaje apod.). Pokud oceňovaný podnik, nebo podnik, se kterým se provádí srovnání, přijal v minulosti významnou dotaci na pořízení dlouhodobého majetku, bude jeho investiční vybavenost vypadat podstatně hůře, než odpovídá skutečnosti.

Je však dobré si uvědomit, že dotace mohla čerpat i konkurence, se kterou se porovnání provádí. Toto riziko chybných závěrů o úrovni vybavenosti majetkem navíc platí i při

oceňování podniku, který sám dotace nemá. Takovýto podnik se může naopak jevit jako lépe vybavený oproti ostatním, než odpovídá realitě.

- Poskytnuté dotace mohly podniku **umožnit zvýšit capacity**, ať už formou pořízení většího rozsahu dlouhodobého majetku, nebo formou většího rozsahu činností při dotaci na úhradu nákladů, než by si to mohl dovolit bez dotace. Dotace obdržené v minulosti tak mohou v konečném důsledku významně ovlivňovat velikost a růst tržeb, a tím i tržní podíl oceňovaného podniku. Při prognózování jeho budoucího tržního podílu a tržeb tak bude klíčové posoudit, do jaké míry bude podnik moci podobné dotace čerpat i nadále, případně zda takto vybudovaný rozsah činnosti bude moci dále udržet i bez budoucích dotací. Pokud nikoli, tak je nutné tomu budoucí vývoj prodeje přizpůsobit.

b) Zisková marže

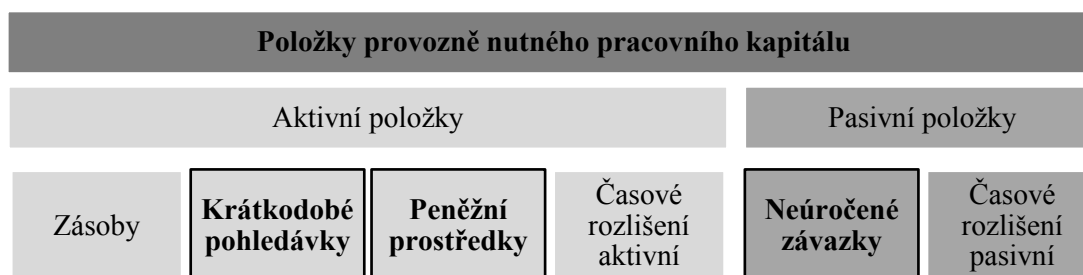
Zisková marže je obvykle chápána jako podíl korigovaného provozního výsledku hospodaření na tržbách. Při výpočtu korigovaného provozního výsledku hospodaření bývá nejvhodnější vycházet z provozního výsledku hospodaření ve výsledovce. Již z toho, co bylo uvedeno dříve, je zřejmé, že u tohoto generátoru hodnoty je velmi **vysoké riziko jeho nadhodnocení**:

- V případě **dotací na úhradu provozních nákladů** bude nutné udělat dobrý rozbor položky **ostatní provozní výnosy** ve výsledovce, které čerpaná dotace zvyšuje. Pokud by takovouto dotací podnik v minulosti měl, ale do budoucna by s ní nebylo možné pravidelně počítat, je nezbytně nutné vnímat tyto výnosy jako jednorázové, resp. mimořádné a minulé ziskové marže o ně očistit. Jinak by došlo k velmi chybnému nadhodnocení budoucích marží se silným vlivem na výsledné ocenění.
- V případě práce se ziskovou marží po odpisech hrozí riziko při **dotaci na pořízení majetku**. V tomto případě jsou odpisy započítané v marži příliš nízké a jejich mechanické ponechání i v budoucích letech by opět nereálně nadhodnotilo prognózované marže.

c) Pracovní kapitál provozně nutný

Položky pracovního kapitálu, ve kterých se přímo projevuje dotace, znázorňuje následující schéma.

Obr. 8: Položky pracovního kapitálu ovlivněné dotací



Zdroj: vlastní zpracování

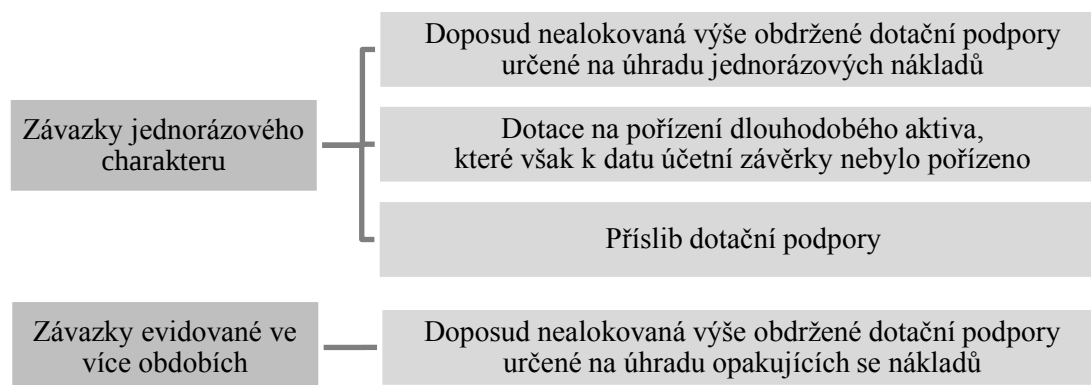
Při analýze a prognóze položek pracovního kapitálu je potřeba dbát zejména na tyto aspekty:

- Při získání nároku na dotaci dojde ke zvýšení krátkodobých pohledávek. Tento efekt je pouze krátkodobý a dochází k němu jen sporadicky, takže je nižší pravděpodobnost, že se objeví v sestavené rozvaze. Současně dochází i k navýšení neúročených závazků, takže samotná výše pracovního kapitálu nemusí být ovlivněna. Nicméně pečlivý oceňovatel obvykle prognózuje jednotlivé položky pracovního kapitálu samostatně. Pokud by tedy k zachycení pohledávky k datu sestavení výkazu došlo, je potřeba tuto **pohledávku**

související s dotací vyčlenit právě pro její jednorázový charakter, jinak by mohl oceňovatel udělat chybný závěr ohledně budoucího vývoje výše a dob obratu krátkodobých pohledávek.

- Po obdržení dotace dochází k jejímu **přelití z pohledávky do peněžních prostředků** (nebo dojde ke snížení závazku). Zvýšené peněžní prostředky opět budou na bankovních účtech pravděpodobně jen dočasně, než je podnik nějakým způsobem uplatní. Nicméně i tento jednorázový faktor je dobré si uvědomit, pokud by peníze přišly právě před datem sestavení výkazu.
- Na straně pasiv je dotace zachycena ve formě **neúročeného závazku**, takže pracovní kapitál ovlivňuje. Na rozdíl od pohledávky a peněz může být vliv dotace na krátkodobý závazek buď jednorázový, nebo se může objevovat ve více účetních obdobích, kdy bude postupně klesat v souladu s postupnou alokací dotace na úhradu nákladů. Opět je tedy třeba tento závazek v rámci celé skupiny neúročených závazků vyčlenit, pracovat s ním samostatně a uvážit, do jaké míry by měl být prognózován pro budoucí roky. Zejména v případě přijaté dotace před datem ocenění, jejíž čerpání se předpokládá po datu ocenění, může být vhodné závazek naplánovat. Nesmí ale zkreslit ostatní složky neúročených závazků, protože bude mít zcela odlišný vývoj. Zároveň v obdobích, kdy už proti tomuto závazku nestojí pohledávka nebo peněžní prostředky, by nerozpoznání závazku plynoucího z nealokované dotace mohlo vést k podhodnocení výsledného pracovního kapitálu. Pro větší názornost ještě v následujícím schématu zřekapitulujeme, jaké položky se mohou v tomto závazku vyskytovat.

Obr. 9: Možný obsah krátkodobého závazku spojeného s dotací



Zdroj: vlastní zpracování

d) Dlouhodobý majetek provozně nutný

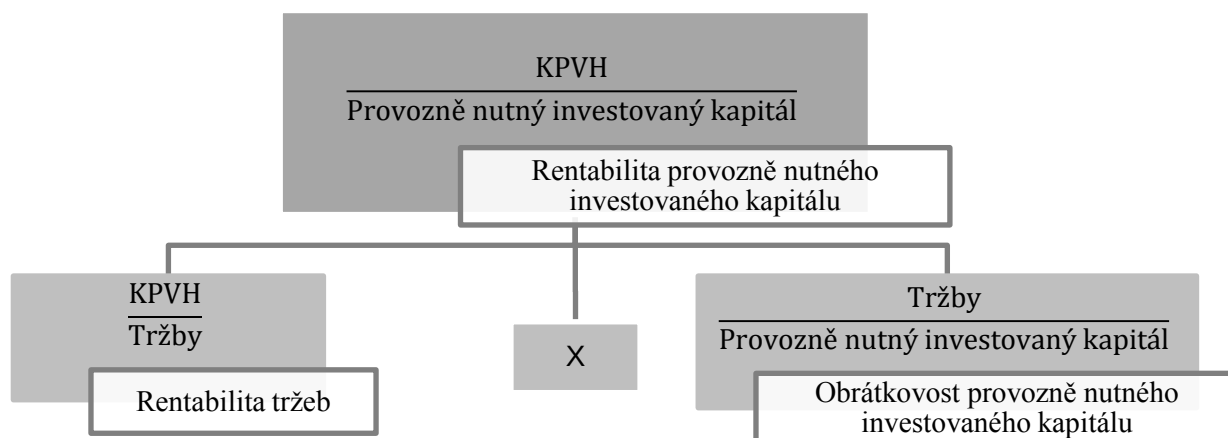
Dlouhodobý majetek a související investice do tohoto majetku je ovlivněn pouze dotacemi na pořízení majetku, ale tento vliv je za to velmi závažný. Jak bylo vysvětleno v prvních kapitolách, tato dotace se po jejím uplatnění projeví v nižší účetní hodnotě dotovaného dlouhodobého majetku a tím i nižších odpisech. Pokud by tedy oceňovatel plánoval budoucí investice pouze mechanicky na základě minulé výše účetních položek, ať už by to byly koeficienty náročnosti tržeb na investice, podíly dlouhodobého majetku na aktivech nebo na tržbách, relace investic k odpisům apod., vždy by dospěl k závěru, že **podniku stačí nižší investice a nižší úroveň dlouhodobého majetku, než odpovídá skutečnosti**. U této položky tedy spočívá velké nebezpečí:

- nadhodnocení výnosového ocenění podniku v důsledku příliš nízkých investic,
- naopak podhodnocení podniku při majetkovém ocenění.

V případě dotací tak dvojnásob platí doporučení, aby oceňovatel nespolehal jen na účetní vstupy, ale zabýval se fyzickým stavem majetku a oceněním majetkové podstaty podniku nejen pro majetkové metody ocenění podniku, ale i pro správné provedení výnosového ocenění (podrobněji k této problematice viz Šantrůček – Dohányos, 2018).

Kromě toho je však potřeba si také uvědomit, že s majetkem úzce souvisí klíčový ukazatel v rámci ocenění podniku, a to je **rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu**.

Obr. 10: Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu a její rozklad



Zdroj: Mařík a kol. 2018; vlastní zpracování

Ze schématu je patrné, že tato zcela zásadní rentabilita může být nadhodnocena jak v důsledku nadhodnocené rentability tržeb, tak neúměrně rychlé obrátkovosti kapitálu. Bez odpovídajících úprav vstupů zde totiž dojde:

- k nadhodnocení korigovaného provozního výsledku hospodaření (KPVH) buď v důsledku dotace účtované do provozních výnosů, nebo příliš nízkých odpisů,
- podhodnocení výše provozně nutného investovaného kapitálu při dotační podpoře dlouhodobého aktiva.

Nadhodnocená rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu pak může vést k chybnému závěru ohledně hodnotového rozpětí mezi touto rentabilitou a náklady kapitálu. Schopnost podniku tvořit hodnotu se při využití dotací jeví vyšší, než když se podnik musí obejít bez dotací.

e) Diskontní míra

Z pohledu pasivní strany dotace ovlivňují pouze účetní hodnotu vlastního kapitálu a neúročené závazky. Vzhledem k tomu, že v rámci výnosového ocenění podniku by se v diskontní míře měl promítnout pouze vliv úročeného cizího kapitálu a struktura kapitálu odpovídající výslednému výnosovému ocenění, nepůsobí dotace na diskontní míru, tj. na náklady kapitálu přímo.

Je však potřeba si uvědomit její možný nepřímý vliv. Jde o případy, kdy podnik dotaci k datu ocenění má, ale není rozumné počítat s opětovným získáváním dotace v budoucnosti. Pokud bude reálně prognózovat do budoucnosti udržení rozsahu majetku nebo činností dosud podpořených dotací, bude muset oceňovatel řešit **alternativní způsoby jejich financování**. A tím pak už může dojít ke změně kapitálové struktury v diskontní míře.

Druhou souvislost dotace a diskontní míry můžeme uvažovat naopak v případech, kdy oceňovatel usoudí, že daná branže a konkrétní situace oceňovaného podniku dává dostatečnou naději na opakované získávání dotace i v budoucím období a rozhodne se s dotacemi počítat i nadále jako s pravidelnou součástí hlavního provozu. Takové řešení při odpovídajícím zdůvodnění samozřejmě možné je, ale může být nanejvýš vhodné zvýšit v diskontní míře **rizikovou přírážku v souvislosti s nejistotou, zda podnik budoucí dotaci opravdu získá.**

f) Doba existence podniku

Jak již bylo uvedeno, v případech, kdy oceňovaný podnik dosud dotace měl, ale nelze oprávněně počítat s jejich opakovaným získáním, hrozí, že v případě, že si oceňovatel dotace nevšimne, bude i v prognóze včetně pokračující hodnoty pracovat s příliš nízkými investicemi a/nebo nadsazenou rentabilitou investovaného kapitálu. V některých krajních případech pak může dospět nejen k nadhodnocení výsledného ocenění, ale i k **chybnému závěru ohledně předpokladu nekonečného trvání podniku**. Pokud by budoucí vývoj prognózoval očištěný o dotaci, mohl by totiž zjistit, že daný podnik bez dotace dlouhodobě nepřežije, a měl by pak zvolit tomu odpovídající oceňovací metodu.

6. Návrh převodu účetních dat na data odrážející ekonomickou podstatu

Jak bylo vysvětleno výše, mohou účetní podklady vést k velmi zkreslené představě o podniku a jeho hodnotě. Proto je nanejvýš vhodné, aby oceňovatel upravil účetní vstupy tak, aby lépe odrážely ekonomickou situaci a byly vhodnějším východiskem pro práci s generátory hodnoty a sestavení plánu. Můžeme navrhnout tato hlavní doporučení:

- Pečlivě **posoudit kapacity a aktivity podniku**, které jsou zcela závislé na poskytnuté dotaci. Tj. např. pokud podnik v minulosti díky dotaci nakoupil majetek a rozšířil své kapacity, zda bude v budoucnosti schopen bez dotace tento majetek alespoň obnovovat a udržovat rozsah svých činností, zda po ukončení dotace na určité náklady nebude muset snížit rozsah výkonů apod. Tyto úvahy je nutné **promítnout do prognózy tržeb, ale i ostatních navazujících generátorů hodnoty**. Může být případně užitečné sestavit prognózu kapacit a činností vázaných na dotaci odděleně od trvalejšího jádra hlavního provozu podniku.
- Pamatovat na **jednorázový charakter pohledávky** spojené se vznikem nároku na dotaci a tuto pohledávku vyloučit při analýze a prognóze položek pracovního kapitálu.
- U **neúročeného závazku** zahrnujícího dosud nealokovanou část dotace je potřeba v případě jednorázového charakteru dbát, aby neovlivnil prognózování neúročených závazků do budoucna, stejně, jako je tomu u pohledávky. Pokud bude alokace probíhat postupně během několika let, je vhodné související (většinou postupně klesající) závazek plánovat, ale odděleně od ostatních složek neúročených krátkodobých závazků.
- V případě **dotace na pořízení dlouhodobého provozně potřebného aktiva** je nutné **upravit hodnotu tohoto majetku** alespoň v jeho původní, dotací nesnížené, pořizovací hodnotě a z ní plynoucích odpisů, nebo ještě lépe přecenit tento majetek jeho substanční hodnotou, aby vyjadřoval dobrý základ pro posouzení vybavenosti podniku a plánování budoucích obnovovacích investic.

V rámci finančního plánu pro ocenění bude v tomto případě potřeba upravit rozvahu. Při zvýšení hodnoty dlouhodobého majetku na jeho přeceněnou částku vzniká otázka, jak řešit změnu na straně pasiv, aby ani u upravené rozvahy nebyla porušena bilanční rovnost. Dotace představuje pro podnik bezplatný finanční zdroj, který v podniku zůstává. Proto bude nejvhodnějším řešením rozdíl mezi účetní a přeceněnou hodnotou aktiva

kapitalizovat a vykázat jej v **pasivech jako ekvivalent vlastního kapitálu**. Následující tabulku znázorňuje postup při zcela pečlivém provedení úprav včetně promítnutí korekcí minulých výsledků hospodaření do pasiv.

Tab. 4: Způsob promítnutí korekce hodnoty dotovaného aktiva do pasiv

Aktiva netto	31. 12.	Pasiva	31. 12.
Dotačně podpořené aktivum v zůstatkové hodnotě	↑ rozdíl v zůstatkové hodnotě	Úprava VH kumulovaně	↓ rozdíl v dosud uplatněných odpisech
-	-	Ekvivalent vlastního kapitálu (dotace)	↑ rozdíl v pořizovací hodnotě
Aktiva celkem	↑ rozdíl v zůstatkové hodnotě	Pasiva celkem	↑ rozdíl v zůstatkové hodnotě

Zdroj: vlastní zpracování

- V případě **dotací na úhradu nákladů** bude potřeba pečlivě zvážit povahu dotace. Pouze v málo případech, kdy bude podnik dotaci získávat prokazatelně opakovaně a dotační podpora bude trvale integrální součástí jeho hlavního provozu, bude vhodné ponechat ostatní výnos tvořený čerpáním dotace ve výnosech z hlavního provozu. Jinak by mohl výsledek hospodaření vycházet trvale příliš nízký nebo i záporný a závěry z toho plynoucí by mohly být chybné. Oceňovatel by ale měl na tento specifický výnos explicitně upozornit.

Ve většině případů však bude dotace tvořit spíše přechodný zdroj financování. Pak lze doporučit eliminaci dotačního výnosu z výsledku hospodaření tak, aby tento výsledek a všechny z něho plynoucí ukazatele rentability a volné peněžní toky prokazovaly jen trvalou výnosovou schopnost podniku. Získané peníze se ovšem neztratí. Proto je možným řešením, podobně jako v předchozím bodě u přeceněného majetku, v pasivech snížit o kumulované výnosy z dotace nerozdělené zisky a tyto korekce vykázat jako ekvivalent vlastního kapitálu. Tím zůstane výše účetního vlastního kapitálu i bilanční suma beze změny, ale výsledky hospodaření budou ukazovat reálnou výdělkovou schopnost podniku a v samostatné položce bude vidět poskytnutý dotační zdroj, který se při postupném čerpání bude přelévat ze souvisejícího závazku do ekvivalentu vlastního kapitálu.

Tab. 5: Způsob promítnutí korekce výsledku hospodaření do pasiv

Aktiva netto	31. 12.	Pasiva	31. 12.
-	-	Úprava VH kumulovaně	↓ dosavadní ostatní výnosy z dotace
-	-	Ekvivalent vlastního kapitálu (dotace)	↑ dosavadní ostatní výnosy z dotace
Aktiva celkem	-	Pasiva celkem	-

Zdroj: vlastní zpracování

7. Návrh celkových doporučení pro oceňování podniku s ohledem na dotace

Po vysvětlení, jak se dotace promítá do účetních podkladů, a vytipování rizikových míst při oceňování podniku nyní na závěr shrneme hlavní doporučení pro oceňovací postup při oceňování podniku, kterého se týkají dotace.

- a) V první řadě by se oceňovatel měl snažit **zjistit, zda oceňovaný podnik k datu ocenění má nebo v nedávné minulosti měl nějakou dotaci.**

Prvotním zdrojem informací by mohly být **přílohy k účetní závěrce** nebo **výroční zprávy**. Lze však očekávat, že v řadě případů bude v těchto podkladech potřebná informace chybět.

Velmi vhodným vodítkem dále mohou být **internetové stránky Centrálního registru dotací CEDR** (<http://cedr.mfcr.cz/Cedr3InternetV419> – odkaz Příjemci pomoci a odkaz Poskytnuté dotace). Zde lze vyhledávat podle IČ nebo názvu příjemce pomoci. Připomeňme, že do informací v registru CEDR k vyhledané společnosti je také možné využít i přímý vstup ze známého registru ARES vedeného Ministerstvem financí ČR (<http://www.info.mfcr.cz/ares>).

Nicméně zveřejněné údaje nemusí být dostatečné. Oceňovatel tedy musí počítat s tím, že si bude muset od zástupců oceňovaného podniku **explicitně vyžádat** interní informace o dotaci. V případě, že zjistí existenci dotace, je vhodné, aby o ní získal alespoň tyto údaje:

- vymezení historicky obdržené výše dotační podpory,
 - vymezení konkrétního účelu, na který byla nebo je dotační podpora určena,
 - vymezení způsobu účetního zachycení dotační podpory v jednotlivých letech jejího čerpání, stejně jako k datu ocenění,
 - strukturu ostatních provozních a finančních výnosů za minulé období (vhodné pro případné vyčlenění dotační podpory z historicky dosahované výše těchto výnosových položek a následné oddělení predikce výše těchto položek od plánované výše dotační podpory),
 - v případě dotací na pořízení dlouhodobého aktiva vyjma výše uvedeného a jednoznačné identifikace dotačně podpořeného aktiva i původní pořizovací cenu tohoto aktiva (tj. pořizovací cenu před odečtením dotační podpory) a odpisový plán sestavený na základě pořizovací ceny snížené o výši dotace,
 - informace o případné nutnosti splňovat určité podmínky, na které je poskytnutí dotace vázáno,
 - informace týkající se očekávaného vývoje akvizice dotační podpory v obdobích následujících po datu ocenění (zjištění, zda podnik plánuje žádat o dotaci z titulu, že kterého mu již tato byla udělena, i v nadcházejících obdobích, příp. jaká je očekávaná výše obdržené dotace; dále též zjištění, zda podnik neplánuje akvizici dodatečných příjmů z dotační podpory).
- b) Pokud je k datu ocenění identifikována existence dotace, je třeba posoudit, **do jaké míry je rozumné** počítat s tím, že podnik bude získávat daný typ dotace **v budoucnosti opakovaně**. Zejména v případě, že podnik již v minulosti dotaci opakovaně získal, jde o oblast, u které se předpokládá trvalá veřejná dotační podpora a k datu ocenění nic nenaznačuje změnu této politiky, pak může být rozumné prognózovat získávání dotace

v přiměřené výši i v budoucnosti. Je však vhodné pamatovat na to, že půjde spíše o výjimečné případy.

V případě prognózování opakovaného získávání dotace v budoucnosti ale stojí za úvahu **zvýšení diskontní míry** z důvodu vyššího rizika spojeného s budoucností podniku.

Zároveň je dobré vzít v úvahu, že nelze vyloučit, že v oblasti, která byla před datem ocenění výrazně dotována, **dojde ke změnám možností čerpání dotačních titulů**, tzn. např. ke změně:

- výše celkové dotační podpory přiřazené danému programu,
- maximálně alokované výše dotační podpory na jeden podnik či
- podílu, kterým se podnik na pořízení aktiva, resp. úhradě nákladů musí podílet.

c) Pokud podnik **k datu ocenění dotaci související s jeho hlavním provozem již přidělenou má, ale nejsou přesvědčivé důvody k očekávání jejího opakování**, pak není vhodné takovou dotaci z ocenění eliminovat, protože svoji hodnotu pro vlastníka podniku má. Bude ale potřeba její minulý vývoj i doběhnutí po datu ocenění důsledně vyčlenit z ostatních položek a po jejím vyčerpání již s obnovou dotace nepočítat.

d) V případě, že podnik **měl dotaci pouze v minulosti**, a to v letech spadajících do období, které bude použito jako východisko pro sestavení prognózy, bude nezbytné:

- v každém případě očistit o vliv dotace minulý výše generátorů hodnoty, tj. korigovaný provozní výsledek hospodaření snížit o ostatní výnosy tvořené dotací, dotovaný dlouhodobý majetek a jeho odpisy vyčíslit v původních nesnížených hodnotách, pracovní kapitál očistit o pohledávky a závazky týkající se dotace;
- případně upravit nebo alespoň okomentovat ukazatele finanční analýzy dotčené dotací.

e) Mohou nastat i případy, kdy má podnik **k datu ocenění o dotaci pouze zažádáno**. Případně může být ocenění zpracováváno až s časovým odstupem, kdy už dokonce může být známo, že podnik nakonec dotaci skutečně obdržel. Pokud nelze opravdu věrohodně prokázat, že podnik už stejný typ dotace v minulosti opakovaně získal a že je mimořádně vysoká pravděpodobnost, že dotaci opět získá, pak **není vhodné s dotací v plánu počítat**. Do ocenění musí přijít jen informace, které k datu ocenění existují. Je přitom potřeba si uvědomit, že žádost o dotaci zdaleka nemusí znamenat, že ji podnik opravdu obdrží. Dokonce právě naopak, jak ukazuje následující tabulka č. 6, úspěšnost žádostí o dotace v průměru vůbec vysoká není. Podnik by tedy měl mít k datu ocenění přinejmenším zaúčtován nezpochybnitelný nárok na dotaci, jak bylo vysvětleno na začátku článku.

Je však potřeba pamatovat na to, že nezapočítání budoucí dotace, se kterou podnik počítá, musí znamenat sestavení plánu pro ocenění skutečně bez této dotace. Pozor tedy v případě, že jedním z podkladů bude plán podniku, který by již zahrnoval i aktivity, které by podnik nemohl bez poskytnutí dotace podniknout.

Tab. 6: Výpočet procentuální úspěšnosti žádosti o dotaci za jednotlivé dotační programy fondu EU v období 2014-2020 (kvantitativní vyjádření na základě dat dostupných k 30. 11. 2018)

Program	Celkově poskytnutá výše dotační podpory (Kč)	Celková požadovaná výše dotační podpory (Kč)	Procentuální úspěšnost žádosti o dotaci (%)
IROP	76 171 705 219	143 847 253 171	53
OP D	74 862 801 831	117 315 711 163	64
OP PIK	53 390 539 736	128 890 571 177	41
OP PPR	2 927 883 550	6 706 413 022	44
OP R	414 285 592	790 175 835	52
OP TP	4 025 370 837	4 824 514 940	83
OP VVV	52 095 083 210	117 784 938 877	44
OP Z	44 689 779 523	62 789 429 345	7
OP ŽP	40 087 389 500	73 280 811 596	55
PRV	31 858 754 337	55 601 689 543	57
Celkem	380 523 593 334	711 831 508 668	53^{*)}

*) Průměr byl kalkulován na základě poměru celkově poskytnuté výše dotační podpory a celkové požadované výše dotační podpory

Zkratky programů: IROP - Integrovaný regionální operační program, OP D - Operační program Doprava, OP PIK - Operační program podnikání a inovace, OP PPR - Operační program Praha – pól růstu, OP R - Operační program rybářství, OP TP - Operační program Technická pomoc, OP VVV - Operační program Výzkum, vývoj a vzdělávání, OP Z - Operační program Zemědělství, OP ŽP - Operační program Životní prostředí, PRV - Program rozvoje venkova

Zdroj: www.dotaceeu.cz; vlastní zpracování

- f) Nakládání s budoucími očekávanými dotacemi ale bude významně ovlivněno i hledanou **bází hodnoty**. Při stanovení investiční hodnoty samozřejmě nebude velký problém počítat do budoucnosti i s méně jistými dotacemi, pokud investor, z jehož pohledu se oceňuje, věří, že je získá. V případě hodnoty tržní, objektivizované a do značné míry i spravedlivé ale bude potřeba se držet střizlivého přístupu podle předchozích doporučení.

Naopak u tržní hodnoty, kdy je již z její definice předpokládán prodej podniku průměrnému investorovi a nejvyšší a nejlepší využití, bude potřeba zvažovat, zda i již existující dotace by za takto hypoteticky změněných předpokladů splňovala podmínky, za kterých byla poskytnuta, a zda tedy opravdu může být kalkulováno s pokračováním jejího čerpání po datu ocenění.

- g) Pokud bude oceňovatel v plánu pro budoucí období počítat s dotací, ať už existující k datu ocenění, nebo očekávanou, je velmi vhodné, aby **upravil účetní podklady i navazující prognózy tak, aby co nejlépe odrážely ekonomickou situaci podniku** z pohledu ocenění. Doručení k těmto úpravám jsou uvedena v předchozí podkapitole. Tyto úpravy jsou vhodné pro práci s generátory hodnoty, sestavení plánu a výnosové ocenění.

- h) U **majetkového ocenění**, tj. při odhadování substanční nebo likvidační hodnoty lze uvést tato hlavní doporučení:

- Oceňovatel musí být velmi obezřetný zejména při oceňování **dlouhodobého majetku**. Je potřeba si uvědomit, jak nespolehlivé může být spoléhat se na účetní

hodnoty. Při majetkovém ocenění by samozřejmě měl daný majetek kompletně přecenit specialista na oceňování nemovitostí, strojů nebo nehmotného majetku včetně osobní prohlídky daného majetku. Nicméně dotací zkreslená účetní hodnota mu může poskytnout zavádějící prvotní informaci k výchozí představě o daném majetku, a když si neuvedomí dané zkreslení, může při přecenění postupovat chybně.

- V případě **krátkodobých pohledávek** z titulu schválené, avšak k datu ocenění neobdržené výše dotační podpory lze v případě ocenění podniku na úrovni **substanční hodnoty** – vzhledem k jistotě inkasa této pohledávky vyplývající z kredibility subjektů poskytujících dotační podporu – doporučit ocenění předmětných pohledávek na úrovni jejich účetní brutto hodnoty. Naprosto odlišná situace pak nastává v případě ocenění takovéto pohledávky v rámci ocenění podniku na úrovni **likvidační hodnoty** – s ohledem na příslib dotace konkrétnímu podnikatelskému subjektu nelze v tomto případě inkaso přislíbené dotační podpory očekávat a předmětná pohledávka by tak měla být oceněna v nulové výši.
- Nejednoznačný přístup k ocenění se pak v případě volby **substanční hodnoty** pojí s **krátkodobými závazky** vykazovanými z titulu evidence k datu ocenění nealokované výše dotační podpory. V těchto případech je záhodno zabývat se analýzou smluvní dokumentace o poskytnuté dotaci, a to se zaměřením na podmínky, za kterých lze obdrženou dotaci v plné výši čerpat. Smluvní dokumentací o čerpání dotační podpory totiž mohou být determinovány podmínky, jejichž nedodržení může pro oceňovaný podnik znamenat nutnost vrácení dotační podpory.

V případě, že možnost čerpání dotační podpory je pro další období smluvně podmíněna, z opatrnostních důvodů lze doporučit ocenění předmětného krátkodobého závazku na úrovni jeho účetní hodnoty. V opačném případě – tj. v případě, kdy podniku v obdobích následujících po datu ocenění nehrozí vrácení prostředků nabytých z titulu dotační podpory, lze doporučit kapitalizaci daného závazku, jelikož tento charakterem odpovídá spíše vlastnímu kapitálu.

Jelikož v případě **likvidace podniku** nelze očekávat alokaci k datu ocenění evidované výše dotační podpory (náklady, které mají být dotační podporou kompenzovány, již nebudou vynaloženy), ocenění předmětného krátkodobého závazku likvidační metodou by mělo být vyčísleno na úrovni jeho účetní hodnoty, čímž bude reflektována skutečnost v podobě povinnosti navrácení nevyužité výše dotační podpory.

8. Závěry

Z předchozího textu můžeme shrnout hlavní myšlenky:

- a) Dotace mohou představovat významnou součást hodnoty podniku a neměly by být z ocenění vyloučeny. Na druhé straně při jejich mechanickém přenesení do plánu pro ocenění mohou způsobit značné chyby ve výsledném ocenění. Podnik by se zejména mohl jevit jako výrazně výnosnější, než odpovídá realitě.
- b) Oceňovatel by si proto měl od oceňovaného podniku vyžádat co nejpodrobnější informace o případných dotacích.
- c) Dále by měl velmi pečlivě zvažovat povahu těchto dotací a jejich vazbu na konkrétní aktivity podniku. Měl by také posoudit významnost těchto dotací v rámci hospodaření oceňovaného podniku.

- d) V případě, že je vliv dotací u daného podniku vyhodnocen jako významný, je nutné o dotace pečlivě korigovat podkladová účetní data, ze kterých bude oceňovatel vycházet. V případě jejich prognózování do budoucnosti je vhodné přistoupit k jejich plánování odděleně od ostatních částí hlavního provozu podniku, aby byl postup a výsledky pro čtenáře ocenění zcela transparentní a nebyly zavádějící.
- e) Je vhodné i při oceňování podniku bez dotací pamatovat na to, že dotace mohly získat některé konkurenční podniky použité pro srovnávací analýzy. Oceňovaný podnik by se pak bez patřičného komentáře mohl neoprávněně jevit jako méně výnosný, resp. více vybavený majetkem. Proto může být vhodné i u významnějších podniků použitých pro srovnání ověřit existenci případných dotací alespoň na webu registru CEDR.

Literatura:

- [1] Děrgel, M. (2011): *Dotace v účetnictví a daních z příjmů*. Wolters Kluwer ČR, a. s. [Online] 2. září 2011. [Citace: 28. září 2018.] <https://www.dauc.cz/dokument/?modul=li&cislo=39145>.
- [2] Hodbod', J. (2017): *Dotace a malé a střední firmy*. TZB-INFO. [Online] 17. listopadu 2017. [Citace: 17. červenec 2018.] <https://www.tzb-info.cz/dotace/16565-dotace-a-male-a-stredni-firmy>.
- [3] 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
- [4] Národní kontrolní úřad (2018): *Kontrolní závěr z kontrolní akce 17/26*. www.nku.cz. [Online] 4. červen 2018. [Citace: 28. září 2018.] <https://www.nku.cz/assets/kon-zavery/K17026.pdf>.
- [5] Ryneš, P. (2019): *Podvojný účetnictví a účetní závěrka*. 19. aktualizované vydání. Praha: ANAG. ISBN 978-80-7554-192-5
- [6] Sýkorová, A. (2019): *Vliv dotací v pojetí českých účetních předpisů na ocenění podniku*. Diplomová práce, vedoucí Maříková P. Vysoká škola ekonomická v Praze, Katedra financí a oceňování podniku
- [7] Šantrůček, J. – Dohányos, M. (2018): *Analýza provozního majetku pro výnosové ocenění podniku – část I.: Majetková podstata podniku*. Oceňování č. 3/2018, ročník 11, str. 51-66. ISSN 1803-0785
- [8] Vyhláška č. 500/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, pro účetní jednotky, které jsou podnikateli účtujícími v soustavě podvojného účetnictví (znění platné od 1. 1. 2018)
- [9] Zákon č. 218/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech (znění platné od 1. 1. 2018)

Vliv dotací v pojetí českých účetních předpisů na ocenění podniku

Pavla Maříková – Andrea Sýkorová

ABSTRAKT

Článek rozebírá způsoby promítání dotací do účetních podkladů a specifikuje místa, která mohou oceňovateli poskytnout zkreslenou informaci a nevhodné východisko pro ocenění podniku. V textu jsou vysvětleny hlavní dopady účetních vlivů dotací na generátory hodnoty a ocenění podniku. Hlavní riziko je nadhodnocení výnosnosti podniku a podhodnocení jeho majetkového vybavení. Výsledkem analýz je návrh úprav účetních dat a jejich převodu na data ekonomická a další doporučení, jak zacházet s dotacemi v rámci ocenění podniku.

Klíčová slova: Hodnota; ocenění podniku; dotace; účetní výkazy.

Influence of subsidies in the concept of Czech accounting rules on the valuation of the company

ABSTRACT

The article analyses the ways in which subsidies are reflected in the accounting data and specifies the locations which may give the valuer distorted information and an inappropriate basis for the valuation of the undertaking. The main implications of the accounting effects of the subsidies on the value drivers and the valuation of the enterprise are explained in the text. The most important risk is overvaluing the company's profitability and undervaluing its assets. The results of the analyses are the proposals for adjustments to the accounting data and their transfer to an economic model and other proposals of recommendation on how to handle subsidies in the valuation of an undertaking.

Key words: Value; business valuation; subsidy; financial statements.

JEL classification: G32

Znalecké ocenění, squeeze-out a Ústavní soud ČR

*Lukáš Křístek **

Úvod

Znalecké ocenění, respektive částka, kterou nabízí hlavní akcionář při nuceném přechodu účastnických cenných papírů ostatním akcionářům je středobodem procesu „vytěsnění“ či „squeeze-out“, neboli nuceném přechodu. O peníze jde až v první řadě, a v rámci squeeze-out to platí dvojnásob. Ocenění v procesu vytěsnění má své zvláštnosti, které nejsou znalcům a někdy ani advokátům známy. Což má za následek neúměrně dlouhé soudní řízení o právu na dorovnání, není-li poskytnuté protiplnění přiměřené hodnotě účastnických cenných papírů ke dni přechodu vlastnického práva na hlavního akcionáře (§ 390, odst. 1 zákona o obchodních korporacích, dále také ZOK).

V nedávné době Nejvyšší soud ČR vydal usnesení (29 Cdo 2025/2016) ve kterém shrnuje dosavadní judikaturu k výkladu přiměřenosti protiplnění při tzv. squeeze out. Následně se k squeeze out obšírně vyjadřuje v nálezu i ústavní soud (III. ÚS 647/15), kde se podrobně věnuje i dílčím otázkám. Článek si klade za cíl shrnout judikaturu při ocenění v rámci squeeze out, a ve světle judikátů upozornit na případné nesrovnalosti v člancích na dané téma v časopise Oceňování 2/2018.

Vymezení squeeze-out

Anglický termín squeeze-out je slangovým výrazem pro nucený přechod účastnických cenných papírů, jak je definován v § 375 ZOK. Do 31. 12. 2013 upravoval tento institut obchodní zákoník v § 183i a následujících. Dalším termínem je vytěsnění. Jedná se v literatuře o synonyma. O tomto institutu pojednává Směrnici Evropského parlamentu a Rady ES 2004/25/ES Úřední věstník EU. Zvláštní vydání 2004. Kap. 17, sv. 002 známá jako Třináctá směrnice. Která byla do našeho právního řádu implementována právě původním § 183i a násl. Obchodního zákoníku. Je otázkou, zdali byla implementována právě tato směrnice, nebo zdali nebyl Akcionář, který vlastní akcie o souhrnné jmenovité hodnotě alespoň 90 % základního kapitálu společnosti se kterými je spojen 90 % podíl na hlasovacích právech, má právo (nikoli povinnost) převzít od ostatních akcionářů jejich akcie. Musí s tím souhlasit valná hromada, na které má ovšem akcionář více než 90 % podíl na hlasovacích právech. Hlavní akcionář na své náklady nechá pořídit znalecký posudek stanovující částku za akcii. Částka musí představovat přiměřené protiplnění. Minoritní akcionáři tak obdrží místo svých akcií peníze. I kdyby obdrželi nepřiměřeně nízké protiplnění, přestávají být akcionáři. Mají právo na dorovnání, není-li poskytnuté protiplnění přiměřené hodnotě účastnických cenných papírů ke dni přechodu vlastnického práva na hlavního akcionáře (§ 390, odst. 1 ZOK).

Majoritní (hlavní) akcionář platí znalce, který znalecky určuje, jakou částku obdrží minoritní akcionáři. Jeho hlasy (více než 90 %) je na valné hromadě schvalován squeeze-out. Je zde značné riziko, že navrhovaná částka nepředstavuje přiměřené protiplnění. Na druhou stranu minoritní akcionáři mohou mít nereálné požadavky či nereálná očekávání ohledně ceny akcií. Výsledkem je velká pravděpodobnost, že bude soudně napadena výše přiměřeného protiplnění. Jak se má tato výše znalecky počítat, je hlavní náplní článku. Protože daná

* JUDr. Ing. Lukáš Křístek, MBA – jednatel znaleckého ústavu Moore Stephens ZNALEX, s. r. o., děkuji tímto Ing. Barboře Jirákové ze společnosti Moore Stephens ZNALEX, s. r. o. za převod článku do formátu vyžadovaného redakcí.

matérie má i své filosofické aspekty (otázka spravedlivosti), nejdříve popíšeme smysl institutu.

Smysl squeeze-out

Squeeze-out lze uskutečnit jen u akciové společnosti, tedy u kapitálové společnosti (nikoli u osobních společností). Zde akcionář není povinen se osobně účastnit na společnosti. Akciové společnosti mají také největší význam pro ekonomiku. Stát má zájem na snižování transakčních nákladů a bezproblémovém fungování ekonomiky i obchodních společností. Předpokládá se, že při velké koncentraci vlastnictví (90 % podíl ve společnosti) hlavním akcionářem, mají minoritní akcionáři jen velmi omezené možnosti aktivní účasti na akciové společnosti a faktickém vykonávání práv. Vlastnictví akcií má význam jen jako investice (tuto větu si zapamatujeme pro další výklad). Majoritní (hlavní) akcionář nese největší měrou náklady typu organizování valných hromad, či informační povinnosti. Tyto náklady mohou do budoucna odpadnout. Důvody squeeze-out jsou mimoprávní – ekonomické. Mají být promítnuty uvedené úspory do ocenění? Základem squeeze-out je ekonomická úvaha „*vykupujícího hlavního akcionáře, zda se mu taková transakce vyplatí. S ohledem na pouze ekonomický rozměr této problematiky, redukováný na investiční aspekt, to však znamená také to, že např. na rozdíl od vyvlastnění rodinného domku nebude přihlížet k citovým aspektům, sociálním vazbám a důsledkům, i když takové aspekty nejsou přímo vyloučeny (penzijní fond jako minoritní akcionář, ochránci životního prostředí v akciové společnosti, která je hrozbou pro životní prostředí).*“ (bod 67 Pl. ÚS 56/05 ze dne 27.3.2008)

Na druhou stranu je pravdou, že institut squeeze-out se velmi blíží vyvlastnění. Akcionář je zbaven akcií, proti své vůli. Má být tento aspekt zohledněn v ocenění?

Plenární nálezy ústavního soudu (Pl. ÚS 56/05 ze dne 27. 3. 2008)

Ústavní soud se zabýval otázkou, zdali je zbavení majetku proti vůli jeho vlastníka v souladu s ústavou. Plenárním nálezem (Pl. ÚS 56/05 ze dne 27.3.2008) konstatoval, že ano, protože minoritní akcionář má právo na přiměřené protiplnění. Toto protiplnění je stanoveno odborníkem (znalcem nezávislým a nepodjatým, jak stanovuje zákon o znalcích a tlumočnících č. 36/1967 Sb.). A je možnost soudního přezkumu. Konkrétně ústavní soud uvedl, že „*Přiměřenost značí požadavek přihlídnout ke všem podstatným okolnostem v souvislosti s nuceným výkupem. To znamená, že je z pohledu zákona vyloučeno, aby byla stanovena subjektivně. Jen to by mohlo vést k rozhodnutí o neústavnosti takové právní úpravy. To, že obchodní zákoník chápe tento pojem jako návod k objektivnímu hodnocení, plyne již z toho, že počítá s jejím soudním přezkumem; cena stanovená nikoli na základě objektivních kritérií by se vymykala soudnímu přezkumu.*“ (bod 66)

Dále ústavní soud sdělil, že „*s ohledem na okolnosti výkupu spojeného se zásahem do vlastnického práva se přiměřenost ceny kótovaných akcií nikdy nemůže pohybovat pod hranicí tržní ceny.*“ (bod 68)

A také dovodil, že „*soud nemůže výši protiplnění napadeného minoritním akcionářem snížit.*“ (bod 68)

Dále v bodě 77 ústavní soud odkazuje na budoucí soudní praxi a judikaturu. Předpokládá, že Nejvyšší soud ČR bude sjednocovat judikaturu. Nakonec ústavní soud uvádí, že není vyloučeno, že se bude situací zabývat i v budoucnu v rámci posuzování konkrétního případu.

Použité metody ocenění

Je na zadavateli nebo na znalci, jakou metodu použije? K této otázce se jasně vyjádřil ústavní soud (III. ÚS 647/15) v bodě 32. „*Ústavní soud přisvědčil názoru Nejvyššího soudu v tom ohledu, že volba oceňovací metody je (v zásadě) záležitostí odbornou, stejně jako to, jakým způsobem bude zvolená oceňovací metoda aplikována (srov. Bod 66 nálezu Ústavního soudu ze dne 27. 3. 2008 sp. Zn. Pl. ÚS 56/05 – je věcí praxe, jaká kritéria hodnocení si vyvine, kdy jde i v zahraničí o věc state of art, z novější odborné literatury souhlasně např. Šuk, P. in Štenglová, I. A kol. Zákon o obchodních korporacích. 2. vydání. Praha: C. H. Beck, 2017, s. 640-641). Soud tedy není povinen rozhodnout, jaká metoda má být pro stanovení hodnoty podniku použita.*“

Je na znalci, aby vybral správnou metodu ocenění. Výběr metody bude odvislý od analýzy společnosti, která je předmětem ocenění.

Báze (kategorie) hodnoty

Znalci se často dožadují, aby zadavatel sdělil, jakou bázi hodnoty mají stanovit. Přičemž volba báze hodnoty předznamenává další postup znalce. Respektive předznamenává, zdali bude v ocenění zohledněna nedobrovolnost transakce. Báze hodnoty je závislá na účelu ocenění a také na subjektu z hlediska, kterého je určována (bod 28 nálezu III. ÚS 647/15).

Ústavní soud vidí podobnost mezi přiměřeným protiplněním v rámci vytěsnění a náhradou při vypořádání podílového spoluvlastnictví. Základem pro stanovení náhrady za vypořádání spoluvlastnictví je cena celé věci, nikoli cena, za kterou by bylo možno spoluvlastnický podíl zpeněžit. Existence spoluvlastnictví není důvodem pro snížení ceny. Skutečnost, že předmětem ocenění je pouze menšinový podíl nehraje roli. Zde se ústavní soud odvolává na spravedlivou hodnotu a literaturu, kdy „*standardem hodnoty není pro soudní řízení „spravedlivá tržní hodnota“, ale „spravedlivá hodnota“. Pro zmíněné účely je pojem spravedlivá hodnota v USA téměř jednomyslně zakotven jako právní pravidlo přímo v právních předpisech; nejde o standard spravedlivé tržní hodnoty, při němž se tradičně používají diskonty za menšinu a za obchodovatelnost.*“ (Zima, 2016, s. 140)

Ústavní soud v bodě 29, 31 a 34 nálezu III. ÚS 647/15 dovedl, že má při ocenění v rámci squeeze-out má být použita spravedlivá hodnota (fair či přesněji equitable value) a nikoli tržní hodnota.

Kdy v bodě 31 uvádí „*Obdobně jako přírážku za minoritu, která zohledňuje stupeň kontroly podniku konkrétního akcionáře a kterou (nejsou-li pro to nějaké mimořádné důvody) v případě vytěsnění menšinových akcionářů uplatnit nelze, neboť výsledkem by nebyla spravedlivá, ale tržní hodnota menšinového podílu, je třeba posuzovat přírážku za obchodovatelnost příslušného účastnického cenného papíru.*“

Při squeeze-outu má znalec oceňovat na bázi spravedlivé hodnoty.

Přirážky snižující ocenění nejsou důvodné

Při ocenění pro squeeze-out **nelze použít přírážku za minoritu**. Ústavní soud toto zdůvodnil podobností náhrady za odejmutí akcií s náhradou při vypořádání podílového spoluvlastnictví. Základem pro vypořádání je v obou případech ocenění celé věci. Existence spoluvlastnictví není důvodem ke snížení takto stanovené ceny – viz odstavec č. 29 nálezu ústavního soudu III. ÚS 647/15. Přirážku by odůvodňovaly jen „mimořádné“ důvody.

Ústavní soud odmítá přírážku za obchodovatelnost v odstavci 31 nálezu ústavního soudu III. ÚS 647/15 slovy: „*V případě vytěsnění menšinových akcionářů jde o nucenou*

transakci, kde osoba prodávajícího a kupujícího je předem známa, a tudíž není třeba vyhledávat toho, kdo by příslušný cenný papír odkoupil (tou je takto kvalifikovaný vlastník, tedy většinový akcionář), a žádné dodatečné náklady tak v souvislosti s prodejem nevznikají. Vzhledem k tomu není důvod hodnotu podílu touto cestou snižovat.“ Pravdou je, že po dalším podrobnějším zdůvodnění uvádí, že „Vzhledem k tomu, že není možné předjímat všechny situace, které by mohly v praxi nastat, nelze ani použití přírážky za (omezenou) obchodovatelnost zcela vyloučit, nicméně takový postup bude spíše výjimečný, přičemž se musí opírat o racionální důvody.“

Judikáty, časová působnost a informace po datu ocenění

V rámci znaleckého oceňování se uplatňuje zásada, že mohou být použity jen informace známé k datu ocenění. To je obecná zásada při rozhodování. Nemohu při rozhodování použít informaci, která bude existovat až v budoucnu. Na tuto zásadu se retrospektivně zapomíná. V literatuře se označuje jako „zkreslení zpětného pohledu“ (Kahneman, 2012, s. 217-218) či „retrospektivní zkreslení“ (Taleb, 2011, s. 28 a s. 320). V oceňování se používá jako zásada komplexnosti. Tuto zásadu přebírá i ústavní soud¹. Zásada má však výjimky, respektive neplatí na řešení otázek právních. Protože téma by vydalo na samostatný článek, dále jen stručně.

Slovní obrat „informace k datu ocenění“ není přesný. Lepším obratem je „skutečnosti známé k datu ocenění“. Skutečnosti znamenají otázky skutkové (questio facti). Informace mohou mít i právní povahu, mohou se týkat otázek právních (questio iuris).

Právní otázky jsou řešeny v soudních rozhodnutích. Například judikát ústavního soudu III. ÚS 647/15 uvádí v odstavci 31, že není možno v rámci přiměřeného protiplnění snižovat ocenění přírážkou za (malou) obchodovatelnost. Ústavní soud sdělil tento názor dne 27. 11. 2018. Má se tento názor uplatňovat i na znalecké ocenění (a částky za 1 akcii tam uvedené) vyhotovené před tímto datem?

Ano, má a musí. Protože pokud by se tak nestalo, soudní případ zase „doputuje“ před ústavní soud, a ten rozhodne v souladu s minulou judikaturou. Takže by se jen prodlužoval soudní případ. Proto už prvoinstanční soud musí zohlednit judikaturu včetně judikatury ústavního soudu.

Vlivem pozdější judikatury může být posudek – respektive ocenění v posudku – nepoužitelný. I když znalec přihlédl ke všem jemu známým okolnostem k datu ocenění.

Pokud soud zjistí, že posudek je v rozporu s nálezem ústavního soudu, měl by zadat jeho přepracování. Respektive by měl určit, jak má znalec v souladu s judikaturou postupovat.

Použití přírážek či srážek za omezenou obchodovatelnost či diskont za minoritu je otázkou právní a nikoli skutkovou, „neboť její řešení závisí na výkladu (právního) pojmu „přiměřené protiplnění“ – odstavec 33 nálezu III. ÚS 647/15.

Judikáty Nejvyššího soudu ČR

Výše uvedené informace vychází z názorů ústavního soudu. Problémem squeeze-outu se v rámci normálního soudnictví zabývá na nejvyšší úrovni Nejvyšší soud ČR, který svou judikaturu shrnul v usnesení 29 Cdo 2025/2016-1513 ze dne 29. 5. 2018. Jedná se o konstantní judikaturu nejvyššího soudu (srovnej rozsudek NS ČR ze dne 26. 4. 2018, sp. Zn. 29 Cdo 3024/2016 a judikaturu v něm citovanou).

¹ Nález Ústavního soudu, III. ÚS 647/15, odst. 39

Pro ocenění jsou důležité tyto body:

- metodu ocenění volí znalec s ohledem na poměry dotčené společnosti
- určení hodnoty podniku společnosti je otázkou skutkovou, kterou řeší znalec
- určení přiměřené výše protiplnění je otázkou právní, kterou řeší soud
- v rámci přiměřeného protiplnění nemůže být uplatněn diskont (srážka) za likviditu či minoritu
- poskytované protiplnění musí odpovídat hodnotě investice minoritního akcionáře
- protiplnění za akcie nesmí být nižší než tržní cena akcií předcházející vytěsnění, zle-li ji objektivně určit.

Převod jmění na společníka

Institut „převzetí jmění hlavním akcionářem“ je upraven v Zákonu o přeměnách obchodních společností a družstev, zákon č. 125/2008 Sb. v § 354 – 359. Ekonomický smysl je stejný jako u squeeze-out. Proto e domnívám, že co platí pro squeeze-out, platí mutatis mutandis i pro převod jmění na společníka.

Články v Oceňování 2/2018 na dané téma

Pro znalce je to téma zajímavé. V časopise Oceňování 2/2018 vyšla hned dva články, které se tématem zabývají. Číslo časopisu vyšlo ještě před publikací judikátu ústavního soudu. Takže autoři nemohli své názory s nálezem konfrontovat. Je vhodné zmínit některé teze článků, aby čtenář (znalec) mohl učinit názor, jak má při ocenění ve squeeze-out postupovat.

Prvním článkem je „Squeeze-out a spravedlivá hodnota“ autorů Pavel Kohoutek, Tomáš Podškubka, Jiří Hlaváč in Oceňování 2/2018, s. 3 a následující. Názory publikované v článku jdou proti nálezu ústavního soudu. Autoři uvádí, že „Podle našeho názoru za současné legislativy a metodických postupů by znalec jakožto ekonomický odborník neměl tzv. spravedlivou hodnotu používat.“ Ústavní soud dovodil opak.

Dále autoři uvádí „*Pojem spravedlivá hodnota a její možné použití jaké báze hodnoty při ocenění je v české praxi podle našeho názoru na počátku diskuse.*“ Vidím to jinak. Diskuse probíhala mnoho let a to v rámci soudních řízení, kdy znalci různých účastníků řízení argumentovali. A soudy podle argumentace rozhodovaly. Až nakonec ústavní soud rozhodl, že má být použita spravedlivá hodnota. Tím diskuse na dané téma končí.

Autoři také nedoporučují, „aby dosažení „spravedlnosti“ bylo řešeno nepoužitím přirážky za velikost společnosti nebo přirážky za likviditu.“ Ústavní soud má jiný názor – jeho zdůvodnění je uvedeno výše.

Druhý článek, který se i daným tématem zabýval je „K vybraným problémům oceňování majetku s důrazem na oceňování podniku“ autorů Miloš Mařík, Pavla Maříková in Oceňování 2/2018, s. 29 a následující.

Zde se autoři zabývají i tématem tržní a spravedlivé hodnoty v případě povinných nabídek převzetí a squeeze-out. Navrhují tři možné varianty. Přičemž jejich Varianta 3 je variantou, kterou nastínil i ústavní soud. Autoři v ní navrhují stanovit spravedlivou hodnotu podniku (bez dalších srážek např. za velikost a obchodovatelnost). Z takto stanovené hodnoty má být vypočten alikvotní podíl (neuplatní se srážka za minoritu). Výsledkem je spravedlivá hodnota. Vidím zde prolnutí právního myšlení (nález ústavního soudu) s myšlením znaleců-oceňovatelů (varianta č. 3).

Závěr

Judikatura ústavního soudu (a obdobná judikatura nejvyššího soudu) nám pro ocenění squeeze-outu sděluje toto:

- je na znalci, jakou metodu ocenění vybere, výběr metody musí být odvislý od analýzy společnosti, která je předmětem ocenění
- znalec má oceňovat na bázi spravedlivé hodnoty
- nelze použít přírážku za minoritu či za obchodovatelnost, výjimka musí být zdůvodněna
- protiplnění musí odpovídat hodnotě investice minoritního akcionáře
- protiplnění nesmí být nižší než tržní cena akcie

Ústavní soud posunul judikaturu v oblasti, která je obvykle považována za velmi odbornou a soudu vzdálenou. Judikatura nepochybně přispěje k zrychlení soudního jednání ve věcech stanovení přiměřené ceny. K obdobným závěrům nezávisle dospěli i znalci z oboru oceňování. Problém typu hodnot a přírážek při squeeze-out je vyřešen.

Literatura:

- [1] Zima, P. (2016): *Oceňování podniků v právní praxi*. Praha: C.H. Beck. ISBN 978-80-7400-623-4.
- [2] Kahneman, D. (2012): *Myšlení: rychlé a pomalé*. Brno: Jan Melvil. ISBN 978-80-87270-42-4.
- [3] Taleb, N. (2011): *Černá labuť: následky vysoce nepravděpodobných událostí*. Praha: Paseka. ISBN 978-80-7432-128-3.

Znalecké ocenění, squeeze-out a Ústavní soud ČR

Lukáš Křístek

ABSTRAKT

Tento článek se zabývá problematikou znaleckého ocenění při squeeze-out neboli vytěsnění. Ocenění v procesu vytěsnění má své zvláštnosti, které nejsou znalcům a někdy ani advokátům známy. Což má za následek neúměrně dlouhé soudní řízení. V článku nejprve uvádím vymezení samotného pojmu squeeze-out a jaký je jeho smysl. Dále se zabývám judikaturou, která byla k této problematice vydaná, bází (kategorií) hodnoty, která by měla být stanovena a přírážkami snižující ocenění. Článek ukazuje přístup Nejvyššího soudu a Ústavního soudu České republiky, který v nedávné době vydaly usnesení shrnující dosavadní judikaturu k výkladu přiměřenosti protiplnění při tzv. squeeze out.

Klíčová slova: Squeeze-out; Ocenění; Judikatura.

Expert valuation, squeeze-out and Constitutional Court

ABSTRACT

This article deals with the issue of expert valuation in squeeze-out or crowding out. The valuation in the squeeze-out process has its peculiarities, which are not known to the experts and sometimes to the lawyers. This results in disproportionately long court proceedings. In the article I first mention the definition of the squeeze-out itself and its meaning. Next, I deal with the case-law that has been issued on this issue, the basis (category) of the value that should be established and the premium that reduce valuation. The article shows the approach of the Supreme Court and Constitutional Court of the Czech Republic, which recently issued a resolution summarizing the existing case law on the interpretation of the adequacy of the consideration in the so-called squeeze out.

Key words: Squeeze-out; Valuation; Case-law.

JEL classification: G30