

Obsah

Rubrika *Stati*

Milan Hrdý: Oceňování finančních institucí ve světle mezinárodních oceňovacích standardů 3

Miloš Mařík – Pavla Maříková: Lze hodnotit pravdivost znaleckých posudků zaměřených na oceňování podniku?15

Miloš Mařík – Pavla Maříková: Strategická analýza jako důležitá součást struktury ocenění podniku33

Jakub Mašek – Radana Šmídová: Specifika oceňování v sektoru vývoje léčiv53

Petr Musílek: Hádanka akciové rizikové premie65

Rubrika *Diskuse*

Lukáš Křístek: Soudy, informace po datu ocenění a znalecký posudek 80

Miloš Mařík: Poznámky k příspěvku „Křístek, L.: Soudy, informace po datu ocenění a znalecký posudek“86

Editorial

Vážení čtenáři,

dostáváte do ruky první dvojčíslo časopisu Oceňování, který vychází již třináctým rokem. Tentokrát jsme pro Vás připravili pět příspěvků v hlavní rubrice Stati a dva příspěvky v rubrice Diskuse, zabývající se vybranými problémy souvisejícími s tématem oceňování majetku.

Příspěvek Milana Hrdého z katedry financí a oceňování podniku VŠE se zabývá oceňováním finančních institucí ve světle mezinárodních oceňovacích standardů s cílem posoudit, zda navržené České oceňovací standardy pro finanční instituce (ČOSFI) jsou v souladu se základními principy a postupy Mezinárodních oceňovacích standardů (IVS).

Miloš Mařík a Pavla Maříková z katedry financí a oceňování podniku VŠE ve svém příspěvku reagují na zařazení kritéria pravdivosti jako požadavku na znalecké posudky v nových právních předpisech upravujících znaleckou činnost. Cílem článku je proto posouzení, do jaké míry lze hodnotit pravdivost znaleckých posudků zaměřených na oceňování podniku.

I následující příspěvek na téma strategické analýzy jakožto důležité součásti struktury ocenění podniku pochází z rukou Miloše Maříka a Pavly Maříkové. Vzhledem k tomu, že znalecká praxe s touto částí ocenění stále nepracuje odpovídajícím způsobem, zdůvodňují autoři ve svém článku potřebu a účel strategické analýzy.

Na specifika oceňování v sektoru vývoje léčiv se zaměřují Radana Šmídová a Jakub Mašek z katedry financí a oceňování podniku VŠE. Článek reaguje na aktuální dění kolem pandemie SARS-CoV-2 a snaží se poskytnout vodítko zejména těm zástupcům odborné obce, kteří příležitosti ve farmaceutickém a biomedicinském sektoru aktivně vyhledávají.

Petr Musílek z katedry bankovníctví a pojišťovnictví VŠE diskutuje problematiku akciové rizikové prémie, která byla zahájena článkem Maříka a Maříkové (2019a, 2019b). Pozornost je věnována prohloubení výkladu modelu CAPM a následně jsou rozebrány alternativní způsoby stanovení akciové rizikové prémie.

Do rubriky Diskuse jsme zařadili článek Lukáše Křístka (znalecký ústav BDO ZNALEX, s. r. o.), který na praktických případech ukazuje, že soudy přihlíží při svém rozhodování k informacím po datu ocenění a s těmito informacemi konfrontují znalecký posudek. Vzhledem k tomu, že otevření diskuse se ukázalo jako velmi přínosné, zařazujeme i reakci Miloše Maříka na tento článek. Postoje soudců jsou totiž, alespoň podle názoru M. Maříka, z velké části v rozporu s odbornými ekonomickými názory a oceňovací teorií.

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

Oceňování finančních institucí ve světle mezinárodních oceňovacích standardů[#]

*Milan Hrdý**

Úvod

Oceňování finančních institucí je speciální oblastí oceňování podnikatelských subjektů. Ve světě se tato oblast začala rozvíjet teprve na konci minulého a na začátku tohoto století, a to zejména v publikacích autorů Hazel (1996), Miller (1995) a Rezaee (2001). Postupně docházelo k dalšímu rozvoji oceňovacích přístupů, přičemž za zmínku stojí zejména publikace autorů Massari, Gianfrate a Zanetti (2014). V České republice dochází k rozvoji problematiky oceňování finančních institucí během prvního desetiletí tohoto století s tím, že nejprve byla analyzována problematika oceňování komerčních bank, poté pojišťoven a dalších finančních institucí. Za zmínku stojí zejména publikace autora Hrdý (2005, 2011, 2012, 2013, 2015), Hrdý-Ducháčková (2011), Králík (2007) a Hejduková (2009, 2010). Postupy oceňování finančních institucí v ČR byly postupně zdokonalovány, což vyústilo v publikování oceňovacích standardů pro komerční banky (Hrdý, 2018), pro komerční pojišťovny (Hrdý-Ducháčková, 2017) i pro další finanční instituce (Hrdý, M. aj., 2017). Tyto oceňovací standardy vycházejí z obecných oceňovacích principů a postupů uplatňovaných pro tradiční podniky, do kterých jsou promítnuta specifika jednotlivých finančních institucí. Tento přístup se opírá o skutečnost, že komerční banky, komerční pojišťovny, penzijní společnosti, investiční společnosti jsou také podnikatelské subjekty, které jsou založeny za účelem dosahování zisku. I z toho důvodu budou u nich použitelné všechny tři základní přístupy k oceňování klasických podniků, tj. výnosové oceňování, oceňování metodou tržního porovnání a oceňování majetkové, přičemž budoucí potenciál oceňované finanční instituce nejlépe postihují metody výnosové, popřípadě metody tržního porovnání. Při sestavování oceňovacích standardů pro finanční instituce je pochopitelně nezbytné respektovat specifika příslušné finanční instituce, která ovlivní nejen preferenci příslušné metody, ale také způsob její aplikace, např. v případě výnosového oceňování využití FCFF nebo FCFE či odnímatelných čistých zisků. Specifika jsou zohledněna také v případě identifikace diskontní úrokové míry pro účely oceňování, kdy je zejména zvažováno, zda použít vážené náklady kapitálu nebo pouze náklady vlastního kapitálu, přičemž ve druhém případě je nutné zvážit způsob identifikace koeficientu beta, kdy se u finančních institucí pracuje velmi často s tzv. magickou jedničkou, která může být uplatněna zejména u stabilních a zralých komerčních bank a komerčních pojišťoven. Mezi základní specifika finančních institucí, která mohou výrazným způsobem ovlivnit jejich oceňování patří práce s peněžními prostředky, vysoká zadluženost, obhospodařování klientských peněz, systém poboček, specifická řízení rizik, náročné finanční plánování apod. Navržené české oceňovací standardy a postupy jsou v omezené míře používány vybranými oceňovacími institucemi v praxi a také se pracuje na jejich schválení příslušným ministerstvem. V platnosti jsou však také Mezinárodní oceňovací standardy (International Valuation Standards IVS), které byly naposledy publikovány ve dvojjazyčné verzi anglicko-české z roku 2017 a které poskytují základní pohled na problematiku oceňování, přičemž za relevantní ocenění se má to, které je v souladu se

[#] Článek byl zpracován s využitím prostředků institucionální podpory na dlouhodobý koncepční rozvoj vědy a výzkumu na FFÚ VŠE IP 100040.

* Doc. JUDr. Ing. Milan Hrdý, Ph.D. – docent na Katedře financí a oceňování podniku Fakulty financí a účetnictví VŠE Praha.

základními principy a postupy těchto standardů včetně zohlednění účelu ocenění. Standardy hodnoty popisují základní premisi, na kterých budou založeny výsledné hodnoty (Mezinárodní oceňovací standardy, 2017). Cílem tohoto příspěvku je proto posoudit, zda navržené České oceňovací standardy pro finanční instituce (ČOSFI) jsou v souladu se základními principy a postupy Mezinárodních oceňovacích standardů (IVS), což by zvýšilo jejich relevantnost, serióznost a vypovídací schopnost. Pro účely naplnění cíle tohoto příspěvku bude využita metodika analýzy IVS i ČOSFI a jejich komparace s následnou syntézou získaných poznatků do příslušných závěrů. Bude posuzováno zejména, zda navrhované postupy oceňování finančních institucí jsou v souladu s relevantními a vhodnými oceňovacími přístupy doporučenými IVS včetně základní premise.

1. Základní teoretická východiska Mezinárodních oceňovacích standardů (IVS) se zaměřením na oceňování podnikatelských subjektů

Mezinárodní oceňovací standardy, dále jen IVS, stanovují obecný rámec pro oceňování. Tento obecný rámec vychází z toho, že při oceňování podle tohoto rámce jsou dodržovány všechny relevantní standardy vydané Radou pro mezinárodní oceňovací standardy, dále jen IVCS. Cílem této činnosti je posilování kvality a veřejné důvěry oceňování. Důležitá je transparentnost oceňování a dodržování konceptů a základních principů oceňování. Z toho důvodu je důležité, aby veškeré oceňovací postupy a standardy oceňování vytvářené pro specializované účely, mezi které patří také i oceňování finančních institucí, byly plně v souladu s IVS, čímž dojde výrazně k posílení důvěryhodnosti oceňování v těchto oblastech. Kromě obecných principů a postupů IVS řeší i problematiku specifických přístupů pro jednotlivá aktiva, kterými jsou „Podniky a obchodní podíly“, „Nehmotná aktiva“, „Budovy a zařízení“, „Práva k nemovitým věcem“, „Developerské projekty“ a „Finanční nástroje“. Z hlediska oceňování finančních institucí bude důležité posoudit především IVS pro „Podniky a obchodní podíly“, protože finanční instituce, jak již bylo dříve uvedeno, jsou specifickými druhy podniků, které jsou také zřízeny na za účelem dosahování zisku. Kromě těchto standardů budou v případě finančních institucí důležitá i IVS „Nehmotná aktiva“, která mají specifickou podobu. Jedná se zejména o licenci, protože většina finančních institucí podléhá regulovanému podnikání, dále pak o jádrová depozita a jádrové komitenty v případě komerčních bank a o pojistný kmen v případě komerčních pojišťoven. Je třeba se také zabývat IVS pro „Finanční nástroje“, protože v rámci rozvahových i podrozvahových položek se u finančních institucí vyskytuje celá řada těchto nástrojů.

Klíčové budou IVS pro „Podniky a obchodní podíly“. Nejprve je důležité určit standard hodnoty a účel ocenění. Poté je možné použít některý z doporučených oceňovacích přístupů, tj. tržní přístup, výnosový přístup a nákladový přístup.

V případě tržního přístupu musí existovat určitá srovnávací základna s jejíž využitím může být ocenění provedeno. Musí existovat podobnost srovnávaného podniku a dostatek použitelných informací. Pro tyto účely by měla být vybírána především veřejně obchodovatelná aktiva. Vhodné je použití více srovnatelných aktiv, pokud jsou k dispozici. Vedle srovnatelných transakcí se pracuje též s metodou kapitálových trhů, která může v případě finančních institucí hojně využívána, pokud finanční instituce bude veřejně obchodovaným aktivem, což nastává zejména v případě komerčních pojišťoven. Klíčový je rovněž výběr oceňovacích metrik, které mohou být i váženým průměrem několika těchto metrik. Významnou roli hraje i spolehlivost údajů srovnávaných podniků a jejich ověřitelnost.

Výnosový přístup pro oceňování podniků by měl vycházet z IVS 105. Vychází se ze schopnosti příslušného aktiva generovat výnosy a zároveň jsou k dispozici přiměřené

projekce těchto budoucích výnosů. Je nutné znát období projekce a také vhodný druh efektu, který bude příslušné aktivum generovat. Tímto efektem mohou být výnosy, peněžní toky, nebo úspory generované příslušným aktivem (IVS, 2017, s. 78). Vzhledem k tomu, že budoucí výnosy či peněžní toky je nutné diskontovat na současnou hodnotu, bude hrát klíčovou roli také určení kapitalizační či diskontní úrokové míry, podle druhu výnosu, který bude použit. Tuto diskontní úrokovou míru je možné určit podle IVS (2017, s. 90) následující metodami:

- model oceňování kapitálových aktiv (CAPM),
- průměrné náklady kapitálu (WACC),
- pozorované nebo odvozené sazby,
- vnitřní výnosové procento (VVP),
- průměrný (vážený výnos aktiv (WARA),
- stavebnicová metoda používaná při absenci tržních hodnot.

Diskontní úroková míra by měla zahrnovat rizika projekce daného aktiva včetně příslušné teritoriality. Zohledněn by měl být i druh peněžního toku. Vedle explicitní projekce by se mělo pracovat i s terminální hodnotou. K identifikaci této terminální hodnoty jsou doporučovány určité postupy včetně Gordonova přístupu, tržního přístupu a zůstatkové hodnoty (IVS, 2017, s. 88). Při identifikaci diskontní úrokové míry by měly být kromě rizika zohledněn také fakt, zda se jedná o movitý majetek, nemovitý majetek nebo podnik, dále pak životnost oceňovaného aktiva, popřípadě jeho geografická alokace.

U výnosu či peněžního toku je pak třeba rozlišovat, zda se jedná o výnos pro celé aktivum nebo jeho část, dále pak zda je výnos peněžní tok před zdaněním nebo po zdanění, zda je reálný nebo nominální a také měnu příslušného výnosu či peněžního toku (IVS, 2017, s. 84).

Nákladový přístup je podle IVS pro oceňování podniků či obchodních podílů méně vhodný, neboť nejsou obvykle splněny požadavky v rámci IVS 105, avšak možnost použití tohoto přístupu je připuštěna za předpokladu, že se jedná o podnik, který je v raném stádiu vývoje a není možné určit zisky či peněžní toky, které budou v budoucnosti generovány, nebo nejsou splněny předpoklady nepřetržitého trvání podniku (IVS, 2017, s. 110). Připuštěna je rovněž metoda sumace, která vychází z principu ocenění každého dílčího aktiva s následným sečtením těchto dílčích hodnot aktiv, která tvoří celé oceňované aktivum, přičemž je vhodná třeba pro použití u investičních společností (IVS, 2017, s. 94). Zde je možné učinit malou poznámku o tom, že IVS měly spíše na mysli investiční či podílové fondy, které jsou tvořeny právě různými druhy především finančního majetku, zatímco investiční společnosti mají spíše roli obhospodařovatele, který získává své výnosy především na bázi provizní z obhospodařování příslušných fondů.

Mezinárodní oceňovací standardy věnují zvláštní pozornost i oceňování nehmotných aktiv, přičemž připouštějí použití všech tří základních oceňovacích přístupů v souladu s IVS 105. Za zmínku stojí rovněž speciální metoda tzv. nadměrných zisků, které mohou být identifikovány po odečtení zisků, které mohou být přiřazeny aktivům nezbytným pro generování peněžních toků (IVS, 2017, s. 128). Podle IVS lze metodu nadměrných zisků použít jen tehdy, pokud nehmotné aktivum funguje v „ustáleném stavu se stabilními mírami růstu/úbytku, konstantními ziskovými maržemi a konzistentními úrovněmi/náklady přispívajících aktiv“ (IVS, 2017, s. 128). Významnou roli hraje i metoda licenční analogie, která vychází z ušetření hypotetických licenčních poplatků, které jsou ušetřeny díky

vlastnictví aktiva, které by jinak muselo být licencováno třetí osobou (IVS, 2017, s.132). Zajímavou metodou je bezesporu i metoda vyjmutí, kdy hodnota nehmotného aktiva by byla vypočítána jako rozdíl mezi dvěma scénáři, kdy je nehmotné aktivum využíváno a kdy nehmotné aktivum využíváno není (IVS, 2017, s. 136).

V případě finančních institucí hrají významnou roli finanční nástroje, jejichž oceňování se zabývá oceňovací standard IVS 500 „Finanční nástroje“. IVS definují, co finančním nástrojem vlastně rozumí a v jakých případech by oceňování finančních nástrojů mělo být používáno. „*Finanční nástroj je smlouva, která mezi určenými stranami vytváří práva nebo závazky obdržet nebo zaplatit hotovost nebo jiné plnění*“ (IVS, 2017, s. 202). Patří sem deriváty, nástroje s pevným i proměnlivým výnosem či různé strukturované produkty. Ocenění může být prováděno pro účely různých forem spojování podniků, pro jejich nákup a prodej, pro účetní výkaznictví nebo pro různé regulatorní požadavky (IVS, 2017, s. 202). IVS připouští všechny tři oceňovací přístupy definované v IVS 105. Doporučují rovněž brát zvláštní zřetel na likviditu a tržní aktivitu, dále pak na vstupní údaje a kontrolní prostředí a v neposlední řadě pak na úvěrové riziko (IVS, 2017, s. 210). Jistě není třeba zdůrazňovat, že v případě oceňování finančních institucí hraje úvěrové riziko a jeho správná identifikace klíčovou roli. IVS mimo jiné doporučují posuzovat nejen historickou či projektovanou finanční výkonnost daného subjektu či protistrany či případně i jeho ručitelů, ale také posouzení výkonnosti a perspektivy odvětví, ve kterém příslušný podnik působí (IVS, 2017, s. 212). Jistě i velmi aktuální v souvislosti se současnou pandemií Covid-19. IVS rovněž doporučují důsledně rozlišovat mezi úvěrovým rizikem nástroje a úvěrovým rizikem emitenta či protistrany a také věnovat významnou pozornost různým typům ochrany před nesplněním závazku. Máme na mysli zejména záruky třetí stran ve formě pojistné smlouvy, swapu úvěrového selhání či podložení nástroje více aktivy, než je nezbytné k úhradě všech plateb (IVS, 2017, s. 214). K posouzení rizika protistrany je možné použít celé spektrum nástrojů, ať již z dostupných databází či s využitím příslušných ratingových agentur, nebo také na základě vlastního posouzení bonity klienta na základě použití vlastních dostupných informací. Při oceňování je také třeba věnovat náležitou pozornost zajištění a s tím související kvalitě zajišťovaného aktiva. IVS mají na mysli především hodnotu a likviditu zastaveného aktiva, přičemž čím vyšší bude hodnota a likvidita zastaveného aktiva, tím bude nižší celkové riziko nástroje (IVS, 2017, s. 216). Zkoumána by měla být také likvidita příslušného nástroje, přičemž se důsledně odlišuje mezi nástrojem, který je běžně obchodovatelný a nástrojem, který je speciálně dohodnutý mezi stranami a není převoditelný na třetí osobu.

2. Stručný přehled přístupů k oceňování finančních institucí na bázi ČOSFI

Pro účely zpracování přehledu přístupů k oceňování finančních institucí budeme vycházet především z postupů komplexně zpracovaných dle Hrdého (2017). Tyto oceňovací přístupy byly zpracovány na základě promítnutí specifik jednotlivých finančních institucí do obecných oceňovacích postupů doporučovaných pro klasické podniky. Mezi tato základní specifika patří především práce s peněžními prostředky, oblast regulovaného podnikání, zhodnocování peněžních prostředků klientů a s tím spojená vysoká zadluženost, různorodost činností a identifikace jednotlivých ziskových kategorií z těchto činností, existence poboček, různé druhy rizik apod. Přes tato jednotlivá specifika je však třeba konstatovat, že pro účely oceňování jsou používány všechny tři základní přístupy k oceňování, tj. výnosový přístup, tržní srovnání i majetkové ocenění, přičemž klíčovou roli má tržní porovnání i výnosové ocenění, přičemž majetkové ocenění se používá pouze ve specifických případech, např. při oceňování komerčních bank metodou obligačního cenového modelu, kde je nutné identifikovat čistou hodnotu aktiv.

Výnosové oceňování je možné použít prakticky u všech finančních institucí. Otázkou pouze je, jaký efekt (výnos, zisk, peněžní tok) použít. Vzhledem k vysoké zadluženosti se používají tyto efekty pro majitele. V případě volných peněžních toků jsou to volné peněžní toky pro majitele neboli FCFE. Tento přístup k oceňování doporučuje i zahraniční literatura, např. Massari, Gianfrate a Zanetti (2014). Hrdý (2017) naopak doporučuje tzv. výnosový potenciál neboli dividendový potenciál neboli čistý odnímatelný zisk. Tento přístup je založen na ziskovém principu, přičemž pro účely oceňování se bere celý tento dosažený zisk bez ohledu na výši vyplácených dividend. Z toho důvodu se používá pojem dividendový potenciál. Naopak již dříve zmíněná zahraniční literatura pracuje s modelem DDM neboli diskontovaný dividendový model, který používá skutečně vyplácené dividendy. Při výnosovém oceňování finančních institucí je třeba identifikovat zisky či peněžní toky z jednotlivých dílčích činností, přičemž mezi klíčové patří zejména úrokové výnosy a výnosy z poplatků a provizí a v případě komerčních pojišťoven pak výsledky technických účtů k životnímu a neživotnímu pojištění. Výnosy z poplatků a provizí jsou pak důležité v případě oceňování penzijních a investičních společností, které vybírají poplatky za obhospodařování příslušných penzijních, investičních či podílových fondů. Jednotlivé ziskové kategorie jsou pak také specifickým způsobem plánovány. Součástí výnosového oceňování finančních institucí je podobně jako v případě klasických podniků finanční analýza. Ta má za účel posoudit finanční zdraví oceňované instituce a připravit podmínky pro sestavení finančního plánu. Oceňovatel má nespornou výhodu v tom, že oblast finančních institucí je regulované podnikání a Českou národní bankou jsou publikovány údaje za celý sektor např. bankovníctví a je možné srovnat finanční výsledky např. oceňované banky s průměrem za odvětví, a to nejen u absolutních ukazatelů, ale také i u mnoha poměrových ukazatelů. Bezproblémové je rovněž mezipodnikové srovnání, neboť většina finančních institucí publikuje poměrně podrobné výroční zprávy, ze kterých je možné vyčíst finanční situace dané instituce. Kromě finanční analýzy se v případě finančních institucí používá také analýza interních a externích faktorů, přičemž součástí analýzy externích faktorů je kromě analýzy konkurence také ekonomická a demografická analýza, neboť složení obyvatelstva hraje v případě finančních institucí velmi důležitou roli. Mladší lidé mají větší úvěrový potenciál s možností čerpání různých druhů služeb, starší lidé naopak mají větší spořicí potenciál. Stejně tak ekonomická situace v příslušných regionech hraje významnou roli z hlediska úvěrové činnosti, pojišťovací činnosti apod.

Při výnosovém oceňování je nutné správně zvolit diskontní úrokovou míru. Ta je v případě finančních institucí stanovována na bázi nákladů vlastního kapitálu, které jsou identifikovány třemi základními způsoby, a to sice metodou dividendového diskontního modelu, na základě linie kapitálového trhu odvozeného z modelu oceňování kapitálových aktiv nebo na základě stavebnicové metody. V případě linie kapitálového trhu je nutné identifikovat bezrizikovou úrokovou míru, tržní rizikovou prémii a koeficient beta. Při identifikaci tohoto koeficientu se hodně diskutuje o možnosti využití magické jedničky, neboť finanční instituce často kopírují tržní portfolio, avšak v poslední době provedené výzkumy (např. Hrdý-Pláničková, 2019) ukazují, že hodnoty koeficientu beta se značně odlišují, a to jak v závislosti na druhu finanční instituce, tak i v závislosti na teritoriu. Rozdílné koeficienty beta mají rovněž i jednotlivé činnosti příslušné finanční instituce. Např. u komerčních bank je třeba brát do úvahy podíl komerční a investiční činnosti, v případě komerčních pojišťoven pak podíl životního a neživotního pojištění na celkovém portfoliu této instituce. Životní pojištění je rizikovější než neživotní a stejně tak investiční činnost vykazuje výrazně vyšší koeficient beta, než je tomu v případě komerční činnosti. V případě použití stavebnicové metody je třeba především identifikovat jednotlivé přírážky za příslušné různé druhy rizik.

Tím se dostáváme k problematice rizika při oceňování finančních institucí. Finanční

instituce podléhají různým druhům rizik, přičemž mezi klíčová rizika patří zejména úvěrové riziko, úrokové riziko, likviditní riziko, tržní riziko a operační či další rizika. Úvěrové riziko je klíčové u finančních institucí, které poskytují různé formy úvěrů, jejichž nesplacení může významným způsobem ohrozit existenci této finanční instituce. Proto je nutné věnovat významnou pozornost tomu, jakým způsobem se oceňovaná finanční instituce dokáže s tímto rizikem vypořádat a především pak, jak je úspěšná s jeho odhadem pro jednotlivé produkty a segmenty. Riziko se do oceňování promítá různými způsoby. V případě výnosového oceňování je to zejména tvorba rezerv či opravných položek, které snižují odnímatelný čistý zisk neboli dividendový potenciál a také ukazatel kapitálové přiměřenosti, kterou musí příslušné finanční instituce, zejména komerční banky, dodržovat, přičemž případný příděl ze zisku na pokrytí tohoto ukazatele opět snižuje odnímatelný čistý zisk neboli dividendový potenciál.

Metoda tržního porovnání se používá v případě finančních institucí stejným způsobem, jako je tomu u klasických podniků, kdy je třeba najít srovnatelný podnik či transakci a vhodné násobitele či jejich kombinaci. Nalezení srovnatelného podniku neboli srovnatelné finanční instituce by však mělo být jednodušší než u klasických podniků. Týká se se to zejména komerčních bank, které jsou si relativně velmi podobné, co se týká struktury aktiv a pasiv i nabízených obchodů. Určitou otázkou k diskusi může být způsob řízení rizika, avšak vzhledem k poměrně přísným regulačním opatřením jak na úrovni Evropské unie, tak na úrovni národní, které musí banky plnit, ani tento problém není zásadní. Pokud banky např. používají vlastní modely na řízení rizik, musí být schváleny národním regulátorem. U srovnatelných transakcí bude situace poněkud komplikovanější, neboť vzhledem k malému trhu v rámci České republiky je těchto transakcí poskrovnu. Násobitelé mohou být jsou nejčastěji voleny na bázi poměru tržní a účetní hodnoty, popřípadě na bázi ukazatele P/E.

V případě majetkového ocenění má oceňovatel značnou výhodu v tom, že poměrně velká část aktiv i pasiv finančních institucí jsou dle postupů účtování pro banky a další finanční instituce již převedena na reálnou hodnotu za použití příslušných doporučených metod. Účetní ocenění aktiv i pasiv má proto relativně vysokou vypovídací schopnost. Tento fakt je důležitý zejména z toho důvodu, že v některých případech je doporučována tzv. metoda postupného zpřesňování (Hrdý, 2005), kdy se nejprve provádí hrubý předběžný odhad hodnoty finanční instituce na bázi relativně rychle dostupných údajů. Souvisí to také se speciální metodou oceňování finančních institucí na bázi tzv. obligačního cenového modelu vycházejícího z principu, že poměr výnosnosti vlastního kapitálu a nákladů vlastního kapitálu bude stejný jako poměr tržní a účetní hodnoty finanční instituce. Pro účely účetní hodnoty finanční instituce se používá tzv. čistá hodnota aktiv jakožto rozdíl mezi hodnotou aktiv a závazků. Pokud jsou účetní hodnoty aktiv i závazků k dispozici a využijeme dosavadní výnosnost vlastního kapitálu a jeho náklady, je možné poměrně rychle stanovit přibližný základ tržní hodnoty oceňované finanční instituce. Tento postup je pak možné zpřesňovat tím, že některé druhy aktiv budeme převádět na tržní hodnoty, což se zejména týká nemovitostí, které hrají při oceňování finančních institucí rovněž významnou roli, a to nejen v podobě různých administrativních budov v jejich vlastnictví, ale také nemovitostí, které jsou v zástavě proti poskytnutým úvěrům a jejich správné ocenění výrazným způsobem ovlivní práci s rizikem.

V rámci oceňování finančních institucí jsou významné také specifické druhy nehmotných aktiv. Patří sem zejména licence nutná k provozování příslušné činnosti, ale také např. jádrová depozita či jádroví komitenti v případě komerčních bank, nebo pojistný kmen u komerčních pojišťoven. Pro oceňování např. jádrových depozit, což jsou v podstatě vklady stálých a dlouhodobých klientů banky, jsou používány všechny tři doporučené metody, tj. nákladový přístup, tržní porovnání i přístup výnosový. Důležitou roli zde mají náklady

nutné na získání těchto jádrových depozit, tj. např. náklady na reklamu apod. Obdobnou roli mají i tzv. jádroví komitenti, což jsou stálí úvěroví zákazníci banky, kteří jsou spolehliví a dlouhodobě čerpají bankovní úvěry, ze kterých plynou bance nemalé stabilní úrokové výnosy. Výnosová hodnota těchto nehmotných aktiv pak bude na úrovni příslušných výnosů, které z nich budou bance plynout. U jádrových depozit potom bude záležet na tom, jakým způsobem budou investovány a zhodnoceny. Svoji hodnotu má rovněž pojistný kmen v případě komerčních pojišťoven, protože se opět jedná o jádrové klienty, kteří se opakovaně pojišťují a vytvářejí pro komerční pojišťovnu stálý příjem. Také jim mohou být nabízeny nové produkty a služby. Nákladový přístup bude opět založen na vyčíslení nákladů na znovu získání těchto klientů včetně příslušné reklamy, provizí pojišťovacím agentům apod. Výnosový přístup pak bude založen na ziskovosti těchto klientů vycházejícího ze škodního poměru těchto klientů, tj. z relace inkasovaného pojistného a vyplacených pojistných událostí.

Ocenění příslušné finanční instituce pak obvykle vychází vždy z kombinace dvou metod, tak jak je obvyklé i v případě oceňování klasických podniků. Při oceňování komerčních bank se dá velmi dobře použít kombinace výnosového ocenění a ocenění na základě již dříve zmíněného obligačního cenového modelu. Výnosové ocenění na základě velmi podrobného finančního plánu skýtá spíše optimističtější výhled, zatímco obligační cenový model je konzervativnější a nebere příliš do úvahy budoucí potenciál oceňované banky. V případě komerční pojišťovny je možné s úspěchem používat metodu tržního porovnání, neboť i v rámci Evropské unie je oceňovací trh relativně rozvinutý. Jako další metodu je možné využít výnosové ocenění nebo obligační cenový model. Hrdý a Ducháčková (2017) navrhli model, který vychází z výnosového ocenění, z ocenění metodou tržního srovnání a z obligačního cenového modelu, přičemž váhu jednotlivým metodám ocenění stanoví sám oceňovatel dle vlastního uvážení. Oceňování penzijních společností probíhá nejčastěji kombinací výnosového ocenění a oceněním metodou tržního srovnání. Určitým problémem je stanovení diskontní úrokové míry u výnosového oceňování, přičemž jednou z možností řešení je použití průměrné výnosnosti penzijních společností. Investiční společnosti budou oceňovány na bázi výnosového oceňování a použitím metody tržního srovnání. Majetkové ocenění zde nehraje významnou roli, protože investiční společnost získává prostředky především na bázi poplatků a provizí, které získává za obhospodařování různých druhů fondů. Naopak investiční fond bude oceněn na bázi kombinace majetkového a výnosového ocenění, přičemž klíčovou roli má ocenění majetku a doplňkovou výnosové ocenění z výnosů majetku.

3. Stručné zhodnocení přístupů k oceňování finančních institucí v kontextu mezinárodních oceňovacích standardů

Jak již bylo uvedeno v předchozím textu, IVS vyžadují transparentnost oceňování a dodržování konceptů a základních principů oceňování, a proto veškeré postupy a standardy včetně ČOSFI vytvářené pro specializované účely musí být s IVS v souladu. Je možné vyslovit určitou hypotézu, že tomu tak skutečně je. Pochopitelně prokazování této hypotézy se nebude opírat o žádné sofistikované metody prokazování, ale pouze o prostou analýzu a jednoduchou komparaci požadavků IVS v určitých oblastech a oceňovacími přístupy u finančních institucí na bázi ČOSFI.

IVS nejprve vyžadují určit standard hodnoty a účel ocenění, což bylo při stanovování ČOSFI vždy bráno do úvahy. Přísně je dodržován rozdíl mezi přístupem k ocenění tržnímu a investičnímu, stejně tak je brán do úvahy i účel ocenění. Zde je vhodné uvést jednu poznámku. U klasických podniků se vyžaduje, aby oceňovatel nepřebíral plán sestavený podnikovými manažery. V případě finančních institucí, zejména pak v případě komerčních bank a komerčních pojišťoven, se reálný plán bez těsné spolupráce oceňovatele

a managementu finanční instituce neobejde. Je však nezbytně nutné, aby právě pro účely odlišení tržního a investičního ocenění oceňovatel velmi přísně posuzoval a odlišoval tržní a subjektivní očekávání managementu oceňované finanční instituce.

Pokud jsou řádně stanoveny standard hodnoty i účel ocenění, umožňují IVS použít některý z doporučených oceňovacích přístupů, tj. tržní přístup, výnosový přístup a nákladový přístup, což se děje i v případě finančních institucí, přičemž princip použití příslušné metody pak závisí mimo jiné i na situaci oceňované finanční instituce a zejména pak i na dostupných datech, podobně jako je tomu při oceňování klasických podniků.

V případě tržního přístupu IVS vyžadují srovnávací základu a podobnost srovnávaného podniku a dostatek použitelných informací a také výběr oceňovacích metrik, které mohou být i váženým průměrem několika těchto metrik. Významnou roli hraje i spolehlivost údajů srovnávaných podniků a jejich ověřitelnost. Všechny tyto požadavky jsou v případě oceňování finančních institucí splněny, ba dokonce i výrazně převýšeny, neboť většina finančních institucí patří do oblasti regulovaného podnikání s dozorem národního regulátora a zároveň s relativně těsným sepětím s kapitálovými trhy.

Výnosový přístup dle IVS vychází se ze schopnosti příslušného aktiva generovat výnosy a zároveň ze schopnosti přiměřené projekce těchto výnosů. Jako druh efektu, který bude příslušné aktivum generovat jsou připuštěny výnosy, peněžní toky, nebo úspory generované příslušným aktivem (IVS, 2017, s. 78). Právě přípustnost různých druhů měřitelných efektů plně vyhovuje podmínkám finančních institucí, které své výnosové ocenění mohou udělat jak na bázi výnosové ve formě odnímatelného čistého zisku, tak na bázi peněžního toku, a to sice pro majitele na úrovni FCFE. IVS rovněž stanoví metody, na základě, kterých je možné stanovit diskontní úrokovou míru pro výnosové oceňování. ČOSFI pracují s CAPM, stavebnicovou metodou či pozorovanými sazbami, které patří mezi IVS vyjmenovanými metodami. Dividendový růstový model (DDM) model nepatří přímo mezi vyjmenované metody, avšak pokud IVS připouští použití WACC, počítá zřejmě také s různými způsoby stanovení nákladů vlastního kapitálu. Při určování pokračující hodnoty finanční instituce je nejčastěji používán IVS schválený Gordonův model. Určitý nedostatek ČOSFI spočívá v ne zcela precizním dodržení požadavku týkající se zohlednění geografické lokace oceňované finanční instituce, stejně tak ČOSFI příliš neřeší realnost či nominálnost či měnu příslušného výnosu či peněžního toku, jak to doporučují IVS.

Pro případ majetkového ocenění je IVS připuštěna metoda sumace, která umožňuje identifikovat majetkové ocenění jako součet hodnoty jednotlivých dílčích aktiv, což ČOSFI zohledňují zejména při stanovení NAV neboli čisté hodnoty aktiv, která je využita při použití metody obligačního cenového modelu.

Zvláštní pozornost věnují IVS oceňování nehmotných aktiv, což je oblast pro finanční instituce velmi významná, kdy připouštějí možnost oceňování na bázi výnosové, tržního srovnání i majetkové, což je v případě ČOSFI splněno, zejména v případě oceňování jádrových depozit. IVS pracují i s metodou vyjmutí, kdy hodnota nehmotného aktiva by byla vypočítána jako rozdíl mezi dvěma scénáři, kdy je nehmotné aktivum využíváno a kdy nehmotné aktivum využíváno není, což je opět svým způsobem aplikováno v případě ČOSFI např. v oblasti příslušného pojistného kmene. Důležitým nehmotným aktivem v případě finančních institucí je licence, kterou je nutné získat pro realizaci podnikatelské činnosti, přičemž IVS pracují s metodou licenční analogie, která vychází z ušetření hypotetických licenčních poplatků, které jsou ušetřeny díky vlastnictví aktiva, které by jinak muselo být licencováno třetí osobou (IVS, 2017, s.132). Je pravdou, že při koupi např. komerční banky získává nový majitel nejen banku jako soubor hmotných, nehmotných, jakožto i osobních prvků podnikání, ale také oprávnění provozovat bankovní činnost, o které by v případě

založení nové banky musel žádat.

IVS věnují samostatnou kapitulu finančním nástrojům, které s oceňováním finančních institucí velmi úzce souvisí. IVS připouštějí všechny tři oceňovací přístupy definované v IVS 105 a doporučují rovněž brát zvláštní zřetel na likviditu (IVS, 2017, s. 210), což jsou parametry, které jsou ČOSFI při oceňování splněny. V rámci finančních nástrojů věnují IVS zvláštní pozornost úvěrovému riziku, kdy k posouzení rizika protistrany je možné použít celé spektrum nástrojů, ať již z dostupných databází či s využitím příslušných ratingových agentur, nebo také na základě vlastního posouzení bonity klienta na základě použití vlastních dostupných informací. ČOSFI tyto požadavky více než splňují, neboť prezentují celou škálu nástrojů, jakým způsobem kreditní riziko měřit a identifikovat (viz např. Hrdý, 2005). Využity mohou být jak externí ratingy, tak i interní modely dané finanční instituce. Oceňovatel by pak měl ověřit jejich spolehlivost. Stejně ČOSFI věnují pozornost zajištění a kvalitě zajišťovaného aktiva, tak jak je IVS požadováno.

Výše uvedené skutečnosti potvrzují, že ČOSFI jsou v zásadních aspektech v souladu s IVS a respektují jejich základní principy a požadavky. Oblast, na kterou by se měly ČOSFI ještě více zaměřit se týká teritoriálních specifik, konkrétně České republiky, a dále pak i zakomponování vlivu inflace a důslednějšího odlišení reálných a nominálních hodnot při procesu oceňování finančních institucí. Dříve uvedené poznatky je možné shrnout stručně do následující tabulky:

Tabulka č. 1 – Srovnání ČOSFU a IVS

Oblast	IVS	ČOSFI
Standard hodnoty a účel ocenění	Identifikováno	identifikováno
Základní oceňovací přístupy	výnosový, tržního porovnání, majetkový	Výnosový, tržního porovnání, majetkový
Výběr vhodných srovnávacích základů a metrik u tržního porovnání	Splněno	splněno
Druh efektu u výnosového ocenění	výnosy, peněžní toky, úspory generované příslušným aktivem	Odnímatelný čistý zisk (dividendový potenciál), FCFE
Metody stanovení diskontní úrokové míry	DDM, CAPM, VVP, stavebnicová metoda, pozorované sazby, WACC	CAPM, stavebnicová metoda, odvětvový průměr
Určování pokračující hodnoty	Gordonův a parametrický vzorec	Gordonův vzorec
Majetkové ocenění	připouštěna metoda sumace	Sumace u NAV – obligační cen. model

Metody oceňování nehmotných aktiv	výnosová, tržní, majetková, licenční analogie	výnosová, tržní, majetková, licenční analogie
Finanční nástroje	výnosový, tržní i majetkový přístup, zohlednění likvidity i úvěrového rizika	výnosový, tržní i majetkový přístup, zohlednění likvidity i úvěrového rizika

Zdroj: vlastní zpracován

Závěr

Cílem tohoto příspěvku bylo posoudit, zda navržené České oceňovací standardy pro finanční instituce (ČOSFI) jsou v souladu se základními principy a postupy Mezinárodních oceňovacích standardů (IVS) za účelem zvýšení relevantnosti, serióznosti a vypovídací schopnosti ČOSFI. Tento cíl byl splněn a stručnou analýzou a následnou komparací získaných poznatků bylo zjištěno, že ČOSFI plně odpovídají koncepci a záměrům IVS a jsou s nimi plně kompatibilní, jak v oblasti účelu ocenění, tak i použitých metod výnosového oceňování, oceňování tržním porovnáním, majetkovým oceňováním i oceňováním nehmotného a finančního majetku, což jen potvrzuje jejich adekvátnost a využitelnost. Jedinou oblastí, na které je nutné ještě zapracovat, je posílení teritoriálních vlivů na území České republiky, což by však neměl být zásadnější problém, právě naopak, neboť např. bankovní sektor v České republice je velmi stabilní a úspěšný, mnohdy více než u vyspělých západních zemí. Stejně tak by bylo možné doporučit zakomponování vlivu inflace do ČOSFI, a to zejména s posilujícími inflačními vlivy v posledním období. Teritoriální vliv by se měl projevit především ve výnosovém oceňování při promítání rizika do oceňovacího procesu a také při identifikaci diskontní úrokové míry. Ve výnosovém oceňování by se měl rovněž projevit vliv inflace, a to při projekci odnímatelného čistého zisku neboli dividendového potenciálu a rovněž při identifikaci diskontní úrokové míry. Svůj vliv bude mít inflace rovněž při majetkovém oceňování na bázi reprodukčního ocenění a s tím související identifikací čisté hodnoty aktiv pro účely obligačního cenového modelu.

Literatura:

- [1] HAZEL, John J. *The Bank Valuation Handbook*. Irwin Publications, USA, 1996, 329 s.
- [2] HEJDUKOVÁ, Markéta. Specifika komerčních pojišťoven jako předmětu ocenění s důrazem na finanční analýzu. *Oceňování*, 2009, roč.2, č. 4, s. 14-28
- [3] HEJDUKOVÁ, Markéta. Výnosové metody oceňování komerčních pojišťoven. *Oceňování*, 2010, roč. 3, č. 3, s. 16-26
- [4] HRDÝ, Milan – PLÁNIČKOVÁ, Markéta. Meaning and Problems of Identification of Beta Coefficient When Valuing Financial Institutions. *Prague economic papers : quarterly journal of economic theory and policy*. 2019. sv. 28, č. 4, s. 479--495. ISSN 1210-0455. URL: <https://www.vse.cz/pep/704>
- [5] HRDÝ, Milan. Spolehlivost výnosového oceňování bank na bázi regresní analýzy. *Oceňování: čtvrtletník*. 2018. sv. 11, č. 1, s. 18-32. ISSN 1803-0785.
- [6] HRDÝ, Milan. Valuation Standards for Commercial Banks in the Financial Theory and Their Analysis. *Prague economic papers: quarterly journal of economic theory and policy*. 2018. sv. 27, č. 5, s. 541-553. ISSN 1210-0455. URL: <https://www.vse.cz/pep/661>
- [7] HRDÝ, Milan – Ducháčková, Eva. Valuation Standards for Insurance Companies in the Financial Theory. *Prague economic papers: quarterly journal of economic theory and policy*. 2017. sv. 26, č. 2, s. 227-239. ISSN 1210-0455. URL: <https://www.vse.cz/pep/606>
- [8] HRDÝ, Milan. (2017). *Oceňování bank, pojišťoven a dalších finančních institucí*. 1. vydání, Praha: Wolters Kluwer ČR, 2017, 292 s., ISBN 978-80-7552-829-2
- [9] HRDÝ, Milan. Oceňování investičních fondů a investičních společností v kontextu nové zákonné úpravy. *Oceňování*, ročník 8, č. 2/2016, s. 47-57
- [10] HRDÝ, Milan. Úvod do oceňovacích standardů pro investiční společnosti, investiční fondy a penzijní společnosti. *Oceňování*, ročník 6, č. 2 /2013, s. 14 – 26
- [11] HRDÝ, Milan. Problematika diskontní úrokové míry při oceňování bank a dalších finančních institucí. *Oceňování*, ročník 5., č. 3/2012, s. 14 – 26
- [12] HRDÝ, Milan. Oceňovací standardy pro banky a další finanční instituce. *Oceňování*, ročník 4., č. 3/2011, s. 21-36
- [13] HRDÝ, Milan. *Oceňování finančních institucí*. Praha: Grada Publishing, 2005, 216 s.
- [14] HRDÝ, Milan – DUCHÁČKOVÁ, Eva. Úvod do oceňovacích standardů pojišťoven. *Oceňování*, roč. 4, č.4/2011
- [15] KRÁLÍK, Jiří. *Specifika zpracování finanční analýzy, její možné modifikace a vlastní aplikace při procesu oceňování pojišťovny*. Doktorská disertační práce. Liberec: Technická universita Liberec, Ekonomická fakulta, 2007
- [16] MASSARI, Mario - GIANFRATE Gianfranco - ZANETTI Laura. *The Valuation of Financial Companies. Tools and Techniques to Value Banks, Insurance Companies, and Other Financial Institutions*. United Kingdom, 2014, John Wiley and Sons, 246 pp.
- [17] Mezinárodní oceňovací standardy 2017. International Valuation Standards 2017. ASA Europe. Praha: Ekopress, s.r.o., 2018, 238 s., ISBN 978-80-87865-44-6.
- [18] MILLER, William D. *Commercial Banks Valuation*. John and Sons, Inc., USA, 1995, 263 s.
- [19] REZAEE, Zabihollah. *Financial Institutions, Valuations, Mergers and Acquisition*. Wiley John and Sons, USA, 2001, 434 s.

Oceňování finančních institucí ve světle mezinárodních oceňovacích standardů

Milan Hrdý

ABSTRAKT

Cílem příspěvku je proto posoudit, zda navržené České oceňovací standardy pro finanční instituce (ČOSFI) jsou v souladu se základními principy a postupy Mezinárodních oceňovacích standardů (IVS), což by zvýšilo jejich relevantnost, serióznost a vypovídací schopnost. Pro účely naplnění cíle tohoto příspěvku je využita metodika analýzy IVS i ČOSFI a jejich komparace s následnou syntézou získaných poznatků do příslušných závěrů. Tento cíl byl splněn a stručnou analýzou a následnou komparací získaných poznatků bylo zjištěno, že ČOSFI plně odpovídají koncepci a záměrům IVS a jsou s nimi plně kompatibilní, jak v oblasti účelu ocenění, tak i použitých metod výnosového oceňování, oceňování tržním porovnáním, majetkovým oceňováním i oceňováním nehmotného a finančního majetku což jen potvrzuje jejich adekvátnost a využitelnost. Jedinou oblastí, na které je nutné ještě zapracovat, je posílení teritoriálních vlivů na území České republiky a také promítnutí vlivu inflace ve vybraných oblastech.

Klíčová slova: Oceňování; Finanční instituce; Mezinárodní oceňovací standardy; České oceňovací standardy.

The Methodology of the Prognosis of the Bank's Incomes on the Basis of the Regression Analysis for the Purposes of Valuation

ABSTRACT

The aim of the paper is therefore to assess whether the proposed Czech Valuation Standards for Financial Institutions (CVSFI) are in line with the basic principles and procedures of the International Valuation Standards (IVS), which would increase their relevance, seriousness and explanatory power. For the purposes of fulfilling the goal of this paper, the methodology of IVS and ČOSFI analysis and their comparison with the subsequent synthesis of the acquired knowledge into the relevant conclusions will be used. This target was met and a brief analysis and subsequent comparison of the findings revealed that CVSFI fully complies with the concept and intentions of IVS and are fully compatible with them, both in terms of valuation purpose and used valuation methods, market comparison, property valuation and valuation of intangible and financial assets, which only confirms their adequacy and usability. The only area that still needs to be worked on is the strengthening of territorial influences in the Czech Republic and also the reflection of the influence of inflation in the selected areas.

Key words: Valuation; Financial Institutions; International Valuation standards; Czech Valuation Standards;

JEL classification: G20

Lze hodnotit pravdivost znaleckých posudků zaměřených na oceňování podniku?#

Miloš Mařík* – Pavla Maříková**

Úvod

Téměř každý, kdo přišel do styku se znaleckými posudky týkajícími se oceňování majetku, se střetává s otázkou, zda posudek, který byl zpracován, je pravdivý. Již dnes v usneseních, kterými soudy zadávají vypracování znaleckého posudku, bývá často v rámci poučení znalce uvedena formulace ve znění „*podá-li znalec nepravdivý, hrubě zkreslený nebo neúplný znalecký posudek spáchá tím trestný čin*“ s odkazem na § 346 zákona č. 40/2009 Sb., trestního zákoníku. V této formulaci některé soudy dokonce ani nepodotknou, že by mělo jít o vědomě nepravdivý znalecký posudek. V § 13, odst. 2 trestního zákoníku je ovšem uvedeno, že „*k trestní odpovědnosti za trestný čin je třeba úmyslného zavinění, nestanoví-li trestní zákon výslovně, že postačí zavinění z nedbalosti*“.

Dá se očekávat, že pravdivost jako kritérium hodnocení posudků pak nabyde ještě většího významu od roku 2021, na jehož začátku začne platit nový zákon č. 254/2019 Sb. o znalcích, znaleckých kancelářích a znaleckých ústavech. Tento zákon uvádí v rámci náležitostí znaleckého posudku v § 28, odst. 1, že „*Podaný znalecký posudek musí být úplný, pravdivý a přezkoumatelný*“. S těmito třemi požadavky na posudek bude pracovat i připravovaná navazující vyhláška k zákonu o znalcích.

Již tento úvod ukazuje, jaká váha se v právních disciplínách přikládá pravdivosti znaleckého posudku, a pokud je nepravdivý, zda se jedná o vědomou nepravdivost. Zde je na místě nejprve uvést několik zásadních tezí:

- a) Podobně jako v jiných aspektech i zde platí, že znalecké posudky se odlišují podle povahy znaleckých oborů a že asi v jiné poloze je posuzování hodnoty obrazu a oproti tomu například analýza příčin dopravní nehody. Z toho plyne, že by požadavky na hodnocení znaleckých posudků v různých oborech neměly být úplně stejné.
- b) Při hodnocení pravdivosti znaleckých posudků by mělo být primární vycházet z názoru disciplín, na kterých znalecké posudky v daném oboru stojí, a posuzování právních aspektů by mělo být spíše doplňkové.

V této stati se chceme zaměřit v dosavadním členění znalecké činnosti pouze na obor Ekonomika, odvětví Ceny a odhady a specializaci Oceňování podniku (obchodního závodu). **Cílem této stati je posouzení, do jaké míry lze hodnotit pravdivost znaleckých posudků zaměřených na oceňování podniku.**

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

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

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

Cíl bude naplňován podle následující osnovy:

- Nejprve zhodnotíme možnosti posuzování kritéria pravdivosti u jednotlivých hlavních částí ocenění podniku:
 1. popis oceňovaného objektu (podniku) z pohledu pravdivosti,
 2. finanční analýza posuzovaná podle pravdivosti,
 3. strategická analýza nahlížená z hlediska pravdivosti,
 4. generátory hodnoty a finanční plán z pohledu pravdivosti
 5. výsledná hodnota nahlížená optikou pravdivosti.

Tato osnova navazuje na zatím nejpropracovanější osnovu ocenění podniku (znaleckého posudku na ocenění podniku; srov. např. Mařík a kol., 2018).

- Následně připomeneme kritéria, která podle našeho názoru mnohem lépe odpovídají požadavku na zhodnocení kvality znaleckého posudku na ocenění podniku.

2. Zhodnocení kritéria pravdivosti u jednotlivých částí ocenění podniku

2.1 Popis oceňovaného podniku z pohledu pravdivosti

Tato první část by měla poskytnout uživateli ocenění základní a velmi stručnou informaci o podniku, který je předmětem ocenění. Vychází se z dostupných materiálů poskytujících informace o podniku, které mohou být ověřovány, protože by u všech informací měly být uvedeny zdroje, ze kterých oceňovatel čerpal.

Dílčí závěry k pravdivosti u popisu oceňovaného podniku:

Podle našeho názoru si v této části sice lze představit uvedení nepravdivé informace (např. chybné datum založení podniku, chybná informace o dceřiných společnostech apod.), ale velký prostor pro uvádění nepravdivých informací zde není, protože půjde obvykle o základní informace, které lze snadno ověřit. Navíc pro vlastní ocenění nemají tyto informace obvykle zásadní přímý význam a slouží spíše pro uvedení čtenáře posudku do kontextu daného případu.

2.2 Finanční analýza posuzovaná podle pravdivosti

Finanční analýza je v rozhodující části postavena na účetních výkazech podniku, tzn. především na rozvaze, výsledovce a výkazu peněžních toků. Tyto výkazy by měly být analyzovány alespoň za pět let do minulosti od data ocenění a měly by umožnit, aby byl posouzen základní finanční stav podniku. U významnějších podniků by data měla být auditována. U podniků, které nejsou auditovány, je vhodné, aby si oceňovatel vyžádal prohlášení poskytovatelů účetních výkazů, že účetní data o podniku jsou pravdivým a věrným obrazem hospodaření podniku. Zde je třeba však upozornit, že i finanční účetnictví není zdaleka exaktní disciplínou a že stav podniku může být popsán odlišným způsobem. K tomu uvádí prof. Dana Kovanicová, klasik českého účetnictví, že i při dodržení platných pravidel může podnik vykázat hospodářský výsledek se značným rozpětím (Kovanicová, 2004, kap. 14).

Zdůrazněme: rovněž účetnictví se snaží být pravdivým (tj. snaží se „*podávat věrný a poctivý obraz o skutečnosti*“, Kovanicová, 2009, s. 3), ale pravdivost zde má, na rozdíl od přírodních věd, volnější základ. Čísla a postupy by v jistém rámci měla být volena tak, aby podle, do jisté míry subjektivního, názoru účetních manažerů co nejlépe vystihovala situaci daného podniku. Není však asi překvapením, že subjektivní názor na to, co je věrný a pravdivý obraz, může být u jednotlivých zpracovatelů někdy dost odlišný. Znamená to, že i v případě účetnictví, které by mělo popisovat současný stav a minulý vývoj, je třeba používat pojem pravdivosti dost opatrně a obezřetně.

Samotná finanční analýza pak vychází z doporučených a relativně obecně uznávaných postupů a pravidel. Je však třeba upozornit, že i zde by nebylo zcela správné trvat na nějaké exaktní pravdivosti v běžném slova smyslu.

Hlavní problém však nespočívá ve výpočtu jednotlivých ukazatelů, spíše je jej třeba hledat v závěrech finanční analýzy. Praxe ukazuje, že málokdy mohou být závěry finanční analýzy jednoznačné. Obvykle je tomu tak, že podnik vykazuje některé pozitivní a některé méně pozitivní tendence. Problém je v tom, že nestačí tyto tendence jen konstatovat. Je nutné formulovat celkový závěr o pravděpodobné životnosti podniku, protože tento závěr může výrazně ovlivnit výsledky ocenění, zejména pak ocenění výnosového. Jde o to, jestli můžeme s rozumnou pravděpodobností očekávat neomezené trvání podniku, či nikoliv. Je zřejmé, že takovýto závěr bude pravděpodobně velmi subjektivní a bude velmi záležet na zkušenostech oceňovatele s daným oborem podnikání. Závěr však musí být postaven na určitých faktech.

Dílčí závěry k pravdivosti u finanční analýzy:

- a) V této části může být požadavek na pravdivost skutečně porušen, pokud budou z nějakého důvodu chybné či zkreslené podkladové výkazy a údaje, které znalec obdrží. Ve většině případů ale nebude v možnostech znalce na oceňování podniku tyto podklady přezkoumat. Zdůrazněme také, že znalec se znaleckou specializací na oceňování podniku nebude obvykle zároveň znalcem na účetní evidenci (a už vůbec ne například na písmonalectví), takže podrobnějším přezkoumáváním obdržených podkladů by přímo překračoval své znalecké oprávnění a tím riskoval možný postih. Je také nutné zmínit, že obsahem znaleckého úkolu bude obvykle pouze ocenit daný podnik, a nikoliv posuzovat účetnictví nebo zkoumat validitu podpisů na účetních dokladech – znalec se tedy s ohledem zejména na efektivitu a hospodárnost své činnosti těmito oblastmi zabývat nebude.
- b) V části se samotnými propočty ukazatelů a jejich vyhodnocením už je mnohem problematičtější hovořit o nepravdivosti, jak bylo naznačeno výše. K porušení kritéria pravdivosti by mohlo dojít, pokud by oceňovatel například:
 - použil zcela nesmyslně konstruovaný ukazatel; vzhledem ke značnému rozšíření poměrně široké sady běžných ukazatelů finanční analýzy tato situace asi není příliš pravděpodobná,
 - k vyhodnocení, například k prostorovému porovnání ukazatelů použil prokazatelně chybnou srovnávací hodnotu; i takováto chyba ale nastane spíše výjimečně,
 - z výsledků provedených analýz vyvodil prokazatelně nesprávný jednoznačný závěr, což se ale také obvykle nestává,

- bylo by ale skutečně možné konstatovat, že pravdivost byla porušena, pokud by oceňovatel do finanční analýzy zahrnul jen některé stránky finančního zdraví podniku (výnosnost, likvidita, zadluženost atd.), zatímco jiné stránky, které by významným způsobem vedly k opačnému závěru ohledně finančního zdraví podniku, by z analýzy zcela vynechal.

Nicméně v části se samotnými analýzami a jejich vyhodnocením půjde o porušení „pravdivosti“ jen velmi výjimečně. Mnohem častěji půjde spíše o „menší vhodnost“ některých postupů, případně nedostatečnou transparentnost.

- c) Pokud by přece jen některé zejména poskytnuté podkladové údaje, případně propočty a závěry oceňovatele byly nepravdivé, tak stejně jako u popisu podniku ani zde to nemusí hned znamenat chybu ve výsledném ocenění, i když toto riziko zde už bude o něco vyšší. K vlivu na další části ocenění by došlo jen v případě, že by:
- buď zkreslení údaje bylo tak velké, že by ovlivnilo výrok o předpokladu neomezené doby trvání podniku,
 - nebo by ke zkreslení došlo u některé veličiny, se kterou přímo pracují další části ocenění (například výše některých položek tvořících generátory hodnoty, výše úročeného cizího kapitálu apod.).
- d) Prověřování podkladů by vyžadovalo audit, který se normálně provádí jen u větších společností a obvykle navíc pouze výběrovým způsobem, případně forenzní audit, který se provádí pouze ve specifických situacích. Ani tyto audity nejsou vždy spolehlivé a vyžadují obvykle velké náklady a značný čas. Takže je třeba uvažovat, co je pro znalecký posudek pro podnik ještě racionální, když se jedná jen o prognózu k určitému datu.

2.3 Strategická analýza nahlížená z hlediska pravdivosti

Strategická analýza nebývala vždy obvyklým prvkem ocenění podniku. Díky dlouhodobé publikační a vzdělávací činnosti se nám ji podařilo postupně prosadit do praxe, ale podle analýz, které byly provedeny v minulém desetiletí, stále asi polovina ocenění žádnou strategickou analýzu neobsahuje (např. Havlíková, 2017). Smysl strategické analýzy je v obecné poloze poměrně jednoduchý a bude mu rozumět každý, kdo se podnikáním zabývá. Je třeba totiž zjistit jednak, jak atraktivní je trh, případně trhy, na kterém se podnik pohybuje, a jednak jaké je postavení podniku na tomto trhu. Samozřejmě nestačí jen posuzovat aktuální stav trhu a postavení podniku na tomto trhu, ale zejména perspektivnost tohoto trhu a jeho stabilitu a šance podniku se na tomto trhu dlouhodobě udržet.

Běžní podnikatelé to většinou chápou a o určité podnikání se zajímají tehdy, když věří, že dané podnikání je zajímavé a perspektivní. Je s podivem, že oceňovatelé včetně znalců se tímto problémem mnohdy explicitně nezabývají a spoléhají se pouze na plánované údaje od oceňovaného podniku, ačkoli obvykle hledají tržní hodnotu, a tedy ve svých oceněních by měli reprezentovat názor trhu nebo alespoň pravděpodobný názor účastníků trhu.

Česká republika není zdaleka vždy zrovna rájem pro ty, kteří potřebují podrobnější informace o trhu, a ještě méně často jsou k dispozici nějaké věrohodné názory na budoucnost trhu. Znovu zdůrazněme, že by zde mělo jít při hledání tržní hodnoty o odhady účastníků trhu a nikoli pouze o subjektivní názor oceňovatele. Samozřejmě zde narážíme na omezenost

informačních zdrojů o trhu a jeho vývoji, které zdaleka vždy nemusí být dostupné oceňovateli. Podstatná bariéra vyplývá i z toho, že v České republice zdaleka vždy není zvykem, aby se znalci či odhadci alespoň specializovali na určité trhy, což je částečně zaviněno tím, že by se v rámci naší relativně malé ekonomiky obtížněji užívali. Budoucí vývoj by ale pokud možno měl směřovat k určitým alespoň širším specializacím. Pokud je totiž znalec ochoten vzít zakázku na ocenění jakéhokoli podniku, je znalcem, který zná všechno a pak hrozí, že pořádně do hloubky nezná nic, což může velmi podstatně snižovat věrohodnost ocenění a znaleckých posudků.

Strategickou analýzu považujeme za klíčovou část ocenění podniku a hlavním výsledkem strategické analýzy by měla být prognóza vývoje trhu a vývoje tržeb podniku na nejbližší období a v případě předpokladu going concern v pojetí oceňovatelů i výhled na velmi dlouhé období. Strategickou analýzu je možno postavit buď na údajích různých databází, které jsou ovšem zpravidla placené, nebo údajích profesních společenství, rovněž pak na prognózách státních orgánů (ministerstev a statistických úřadů) apod. Oceňovatel by se měl vždy vyjádřit k věrohodnosti různých zdrojů. Je ale zřejmé, že v těchto souvislostech je velmi těžké mluvit o nějaké pravdivosti. Pokud jsou různá data přejímána, je třeba vždy jasně vyznačit zdroje a umožnit tak čtenáři, aby v jistém rozsahu sám posoudil, zda jsou takové zdroje použitelné. Na druhou stranu není možno zatajovat, že i mnozí znalci se nechají svést představou, že dlouhodobé prognózování do budoucnosti nikdo nekontroluje, takže prognózy udělají tak, aby vyhověli představám klienta.

Dílčí závěry k pravdivosti u strategické analýzy:

V této fázi ocenění podniku si lze porušení požadavku pravdivosti představit například v těchto situacích:

- a) Prokázala by se jednoznačná nepravdivost některého externího vstupního údaje, například ohledně velikosti trhu v minulém období. Ohledně možností a zároveň oprávněnosti znalce přezkoumávat vstupní údaje pro strategickou analýzu ale platí totéž, co bylo řešeno u přezkoumávání vstupních účetních podkladů. Pokud jsou podkladové údaje přebírány z relativně renomovaných zdrojů, tak by jejich pravdivost obecně neměla být zpochybňována, pokud by někdo nepředložil zcela prokazatelný a jednoznačný důkaz. Problematictější mohou být podklady (např. o velikosti trhu, o prognóze trhu apod.) čerpané od běžně neznámých soukromých subjektů. Nicméně vzhledem k již zmíněnému značnému nedostatku vhodných podkladů pro získání prognóz trhu a tržeb podniku není možné odmítat předem ani takového prameny, protože mohou být stále lepším vodítkem než pouhý subjektivní odhad budoucího vývoje, který by znalec udělal sám bez jakéhokoli podkladu. Problémy v této části ocenění tak budou častěji v tom, že zdroje dat nebudou v posudku dostatečně přesně uvedeny, případně nebude dostatečně dobře zdůvodněno a rozebráno, proč byl použit právě daný zdroj dat v situacích, kdy by bylo možné uvažovat i o jiném zdroji, než že by bylo možné některý vstup oprávněně označit za nepravdivý.
- b) Kromě toho je potřeba si uvědomit, že například při hledání tržní hodnoty, co je dnes stále silně převažující báze hodnoty ve znaleckých posudcích, by měla být použita taková představa o budoucím vývoji dané branže i podniku, kterou by mohl udělat průměrný informovaný investor. Pokud by tedy i teoreticky byla chyba v některých běžných dostupných datech o trhu, kterou ale není možné použitelnými prostředky prověřit, pracoval by se stejnými daty i hypotetický investor. Pokud tedy není možné předložit nějaký konkrétní přesvědčivý důkaz o chybovosti některého externího údaje, nedává

smysl zpochybňovat pravdivost těchto vstupů také z tohoto důvodu. Je také složité a poměrně subjektivní hodnotit, zda zdroj externích údajů A je lepší nebo horší než zdroj externích údajů B.

- c) Spíše by tak bylo možné namítat nepravdivost v případě, kdyby znalec například prognózu trhu založil na statisticko-matematickém modelu, ve kterém by udělal zcela prokazatelnou chybu nebo ho používal jako nástroj manipulace, nebo by při sestavování prognózy trhu nebo tržního podílu podniku zcela pominul některý faktor, který by mohl v budoucnosti daný trh nebo tržní podíl výrazně ovlivnit.

Celkově je možno tuto partii uzavřít tak, že strategická analýza je především věc prognózy a, jak se před časem vyjádřil jeden zkušený právník, těžko lze posuzovat pravdivost prognózy. Jinak řečeno, tento klíčový prvek ocenění podniku bude těžko posuzován na základě kritéria pravdivosti. Pokud zde budou nedostatky, tak opět mnohem častěji budou spočívat v nedostatečné propracovanosti analýz a nedostatečném zdůvodnění odhadů provedených znalcem. Nedostatečně přesvědčivě zdůvodněný odhad zejména ve strategické analýze je jistě značná závada znaleckého posudku, ale není možné takovýto odhad rovnou označit jako nepravdivý.

2.4 Generátory hodnoty a finanční plán z pohledu pravdivosti

Je třeba připomenout, že z americké literatury týkající se podnikových financí jsme převzali koncept generátorů hodnoty (viz Rappaport, 1999; podrobněji Mařík a kol., 2018). Koncept generátorů hodnoty umožňuje modifikovat základní pohled na finanční plánování pro oceňování podniků. Výnosové oceňování je totiž postaveno na tom, že i relativně silné podniky nemusí mít neomezenou životnost, a je tedy potřeba zpracovat pro výnosové ocenění dlouhodobé odhady, které by na první pohled nebyly nevěrohodné. Běžný podnik je schopen plánovat svou činnost pouze na nejbližší období. Podrobnější finanční plán na delší období je do značné míry fikcí. Věc se trochu zjednoduší, pokud finanční plán, a tím pak celé výnosové ocenění, postavíme na projekci několika základních veličin, které mají rozhodující význam pro výnosovou hodnotu podniku. Tyto veličiny literatura nazývá generátory hodnoty. Mohou být pojaty různým způsobem. Základní představa však je, že jako generátory hodnoty postačí zvolit:

- a) dlouhodobý růst tržeb,
- b) podíl zisku z těchto tržeb,
- c) investice do pracovního kapitálu (tj. investice do zásob, pohledávek a provozně nutných peněz snížené o změny neúročených závazků),
- d) investice do provozně nutného dlouhodobého majetku,
- e) předpokládanou dobu životnosti podniku.

Životnost podniku by měla být chápána nikoli jako předpokládaná doba existence podniku, nýbrž jako předpokládaná doba, kdy je podnik schopen dlouhodobě vytvářet novou hodnotu, tedy zvyšovat nebo alespoň udržovat hodnotu svého vlastního kapitálu.

Propočet prvních čtyř okruhů generátorů hodnoty samozřejmě vychází z jejich minulého vývoje a ten by měl odpovídat skutečnosti, i když skutečnosti nazírané systémem účetnictví podniku včetně výhrad, které jsme k účetním hodnotám vznesli. Tyto výchozí

hodnoty jsou pak použity jako základna pro prognózu do budoucnosti, jejíž rozsah je dán předpokládanou ekonomickou životností podniku. Oceňovatel přitom nevychází pouze z minulých hodnot, ale i z předpokládaných záměrů podniku, velmi důležitý je předpokládaný vývoj trhu a možných tržeb podniku, neobejdeme se také bez srovnání s podobnými podniky, zejména těmi, které jsou konkurenty daného podniku. Již na první pohled je zřejmé, že základem celého přístupu je prognóza postavená především na odhadech, a to jak odhadech různých institucí, které se zabývají dlouhodobými prognózami majícími vztah k hospodaření oceňovaného podniku, tak prognózami, které zpracuje sám oceňovatel, případně jeho spolupracovníci. Že je všechno toto snažení do značné míry subjektivní a že je zde obtížné používat kritérium pravdivosti, by mělo být nabíledni.

Je třeba zdůraznit, že projekce generátorů hodnoty, která pak tvoří i jádro, tedy hlavní kostru finančního plánu, je jedním ze základních stavebních kamenů celého ocenění. Jistá objektivizace celého procesu je možná jen dostatečným zdůvodněním všech základních prvků finančního plánu. Je možno komplexně zdůvodnit prognózu trhu i tím, že takové prognózy existují v databázích specializovaných firem a prognóza byla z těchto databází převzata. Tyto prognózy však budou vždy jen na omezený počet let a je v podstatě vyloučené, aby byly zkoumány co do pravdivosti. Jedinou přezkoumatelnou okolností by byla skutečnost, kdy by se prognózy přejaté od různých společností evidentně výrazně odchylovaly od toho, co se dá rozumně předpokládat.

Dílčí závěry k pravdivosti u generátorů hodnoty a finančního plánu:

Opět platí podobná zjištění, jako u předchozích částí. Tj. nepravdivost by mohla být namítána spíše ve výjimečných případech, například, když znalec:

- a) použije evidentně prokazatelně chybný vstupní údaj,
- b) zcela pomine faktor, u kterého lze očekávat velmi výrazný vliv na budoucí vývoj některého generátoru hodnoty,
- c) použil by prokazatelně chybný postup při výpočtu některého generátoru hodnoty (jednoznačná chyba ve vzorci nebo jeho dosazení).

Nedostatky i v této části ocenění tak budou mnohem častěji spočívat v nedostatečné argumentaci a transparentnosti prognóz, zařazení neúplného finančního plánu obsahujícího jen některé výkazy, případně přebírání finančního plánu od podniku bez jeho důkladného prověření. Nic z toho ale nelze dost dobře označit jako nepravdivost. Diskuse se určitě často povedou i ohledně toho, zda by růst jednotlivých generátorů měl být rychlejší nebo pomalejší. Ani toto však není záležitost pravdivosti či nepravdivosti dané prognózy, ale záležitost toho, aby v posudku bylo uvedeno dostatečné vysvětlení postupu a podrobný popis a argumentace důvodů, které znalce vedly k dané prognóze. Jedině tak je pak možné v rámci diskusí zvažovat, která strana sporu má důvody přesvědčivější.

2.5 Výsledná hodnota podniku nahlížená optikou pravdivosti

Odhad výsledné hodnoty je vyvrcholením oceňovacích prací a měl by vycházet z výsledků předchozích kapitol, především tedy z finančního plánu podniku, ze kterého vyvodíme dlouhodobou prognózu volných peněžních toků (či jinak pojímaných výnosů podniku). Tyto naplánované peněžní toky je třeba převést na současnou hodnotu pomocí vhodně odhadnuté diskontní míry. Vlastní ocenění je možno považovat za nejvíce

propracovanou část celého oceňovacího postupu. Oceňovatel má samozřejmě určitou volnost při volbě diskontní míry a jejích složek, a to zejména tehdy, když neexistují žádné standardy pro oceňování podniku a každý volí postup podle svého uvážení a zkušeností. Zejména pro tuto závěrečnou část ocenění má existence dohodnutých postupů zásadní význam, protože odborná literatura zde nabízí značnou plejádu možností, jejichž uplatnění pak může vést k velmi rozdílným výsledkům. Zde je namísto připomenout, že ocenění by se mělo opírat téměř vždy o použití více oceňovacích postupů a že například ocenění výnosovými metodami je třeba doplnit ještě přístupem tržně porovnávacím, byť za použití dat ze zahraničí, nebo v určitých specifických situacích přístupem majetkovým za použití odhadu likvidační hodnoty.

Zde je nutno považovat za poněkud nešťastné, že poslední verze Mezinárodních oceňovacích standardů uvádějí, že oceňovatel není povinen použít více než jednu metodu, pokud je vysoce přesvědčen o její přesnosti a spolehlivosti (IVSC, 2017 a 2019, kap. IVS 105 Oceňovací přístupy a metody, odst. 10.4). Je zde sice zároveň uvedeno, že oceňovatel by měl použít více oceňovacích metod a přístupů, pokud by závěry jedné metody nebyly zcela spolehlivé, ale přesto mohou znalci tendovat k používání jen jedné metody. Podle našeho názoru je dané pravidlo silně závislé na typu oceňovaného majetku a pro výraznou většinu majetkových okruhů jedna samotná oceňovací metoda zcela spolehlivý výsledek nepřinese. Právě pro podnik to pak platí asi v největší míře.

Při hodnocení výsledku ocenění podniku, ale i ocenění většiny jiných typů majetku, je třeba připomenout jednu rozhodující okolnost. Obvykle hledáme tržní hodnotu. Jen pro úplnost připomeňme její mezinárodní definici podle Mezinárodních oceňovacích standardů:

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek nebo závazek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku“ (IVSC 2019, kap. IVS 104 Báze hodnoty, odst. 30.1).

Z této definice tedy jasně vyplývá, že se jedná o odhad. V případě oceňování podniku, které je předmětem našeho zájmu, si dovoluujeme tvrdit, že ve většině případů jedna metoda pravděpodobně stačit nebude, protože jak metody výnosové, tak metody tržního porovnání zpravidla příliš přesné a jednoznačně spolehlivé výsledky neposkytují.

Dílčí závěry k pravdivosti u výsledné hodnoty podniku:

O nepravdivosti bychom zde mohli mluvit například:

- a) u prokazatelně chybného postupu při odhadu diskontní míry (jednoznačná chyba ve vzorci, použití průměrných nákladů kapitálu pro výnosovou metodu typu equity apod.),
- b) při jednoznačné chybě ve vzorci u některé oceňovací metody,
- c) při vynechání důležité relevantní oceňovací metody, která by významným způsobem ovlivnila výsledné ocenění.
- d) Jen na okraj a spíše pro zajímavost poznamenejme, že o nepravdivosti bychom klidně mohli mluvit i v případě bodového odhadu výsledné hodnoty podniku ve formě jedné částky, protože pravděpodobnost, že podnik má právě tuto konkrétní hodnotu, se blíží nule. Faktem ale zůstává, že řada právních předpisů bodový odhad od znalce požaduje nebo ho alespoň předpokládá.

3. Kritéria vhodná pro posuzování kvality znaleckého posudku na ocenění podniku

Předchozí text ukazuje, že alespoň v rámci oceňování podniku není příliš prostoru pro posuzování pravdivosti z pohledu běžných účastníků řízení, pro která jsou tyto posudky zpracovávány. Ocenění je postaveno zejména na prognózách a jak jsme již napsali, hodnocení pravdivosti prognóz v okamžiku jejich přípravy nemá příliš velký smysl. Posuzování pravdivosti takového znaleckého posudku a ocenění není zcela vyloučeno, ale pokud nemá postrádat logický smysl, tak je možné jej provádět pouze u zcela jednoznačných a objektivních prvků posudku. Takovéto prvky však tvoří jen malou část celého posudku na ocenění podniku a z nich ještě významnou část představují vstupní veličiny, jejichž pravdivost má znalec specializovaný na oceňování podniku jen minimální možnost zjistit a natož ovlivnit.

Skutečnost, že o velké části posudku na ocenění podniku těžko můžeme mluvit v kategoriích pravdivé – nepravdivé, ale vůbec neznamená, že tyto části nemohou vykazovat i velmi závažné nedostatky. Pouze pro jejich zhodnocení potřebujeme jinak postavená kritéria.

Takováto sada vhodných kritérií pro oceňovací posudky, zejména posudky na ocenění podniku, je již poměrně dlouho k dispozici. Jde o sadu kritérií, která vycházejí z principů různých zahraničních oceňovacích standardů a která byla poprvé formulována ve známém metodickém pokynu ZNAL Komise pro cenné papíry (2003) a později byla přebírána do dalších verzí této metodiky. Vzhledem k tomu, že tuto sadu kritérií jsme od začátku považovali z principu za velmi zdařilou, postupně jsme ji mírně upravovali, konkretizovali a doporučovali v našich publikačních výstupech i pro ostatní ocenění podniku než jen pro účely, pro které sloužila metodika ZNAL, obdobně kritéria uváděli a doporučovali i jiní autoři (viz např. Mařík 2011, Mařík a kol. 2018, Mařík – Maříková 2016, Majduchová 2014). Vhodnost těchto kritérií pro hodnocení kvality znaleckého posudku na ocenění podniku je patrná i v tom, že řada znalců je již skutečně začala s úspěchem používat ve své vlastní praxi při tvorbě revizních znaleckých posudků, jejichž úkolem je přezkoumání jiného znaleckého posudku.

V souvislosti s otázkou požadavků kladených na znalecké posudky, která se znovu otevřela při schvalování nového zákona o znalcích a připravované navazující vyhlášky, proto považujeme za účelné tato kritéria opět připomenout jako protiváhu k ne zcela vhodnému kritériu pravdivosti. Poukážeme také na některé vztahy mezi těmito kritérii, protože tato kritéria jsou často spolu velmi úzce propojena. Nejprve připomeňme jejich přehled, který uspořádáme do pořadí, které je podle našeho názoru vhodné pro vysvětlení a pochopení logiky těchto kritérií a jejich vztahů:

- komplexnost,
- úplnost,
- důvodnost,
- odůvodněnost,
- opakovatelnost,
- vnitřní konzistence,
- vzájemná kontrola,

- nezávislost a nestrannost,
- transparentnost.

3.1 Komplexnost a úplnost

Tato kritéria vypadají na první pohled podobně a někteří autoři mají tendenci je spojovat. Přesto podle našeho názoru každé z nich hodnotí trochu jinou stránku daného ocenění. Proto se vyplatí pracovat s oběma kritérii, nebo si být alespoň plně vědom obou stránek dané věci.

Komplexnost požaduje, aby znalec **přihlédl** nestranně ke všem relevantním skutečnostem, ke kterým přihlédnout měl a mohl. V rámci oceňování podniku souvisí toto kritérium například s těmito konkrétními aspekty:

- Pro dodržení zásady komplexnosti bude v první řadě klíčové, jakou bázi hodnoty znalec hledá, protože báze hodnoty do značné míry určuje, co budou a co nebudou relevantní skutečnosti, ke kterým je při ocenění nutno přihlédnout. Je-li hledána tržní hodnota, budou relevantní všechny skutečnosti, ke kterým by přihlížel průměrný účastník trhu, zatímco stejné skutečnosti u investiční hodnoty vůbec být relevantní nemusí. Při hledání spravedlivé hodnoty budou relevantní skutečnosti týkající se konkrétní situace dvou subjektů, pro které má výsledné ocenění platit, zatímco pro tržní hodnotu tyto skutečnosti vázané na konkrétní subjekty naopak nesmějí být brány jako relevantní. Opět upozorňujeme, že například u tržní hodnoty by podnikové ocenění mělo vycházet z nezávisle sestaveného finančního plánu, nikoliv pouze z plánu podniku sestaveného a předloženého managementem.
- Komplexnost vyžaduje, aby znalec například v rámci strategické analýzy a v rámci práce s generátory hodnoty přihlédl jak k minulému a současnému vývoji, tak k očekáváním do budoucna. Vyžaduje také, aby přihlédl ke všem významným faktorům, které mohou ovlivňovat vývoj tržeb nebo dalších generátorů hodnoty.
- V rámci finanční analýzy je potřeba přihlédnout ke všem důležitým stránkám finančního zdraví podniku, a ne pouze k některé atd.

Úplnost oproti tomu vyžaduje, aby znalecký posudek **obsahoval** všechny náležitosti a části, které obsahovat má, a to nejen předepsané formální náležitosti, ale zejména všechny obsahové náležitosti a informace potřebné pro pochopení daného ocenění.

Zde je třeba zdůraznit, že nový zákon o znalcích i připravovaná vyhláška obsahují vedle pravdivosti také požadavek na úplnost znaleckého posudku. V těchto předpisech je však tato zásada chápána převážně jako úplnost předepsaných formálních náležitostí, případně jen jako velmi obecně a neurčitě pojatá obsahová úplnost. Pro kvalitní ocenění podniku je však tuto zásadu potřeba chápat podstatně širěji.

Zásada úplnosti tedy na rozdíl od komplexnosti neříká, zda znalec k dané věci přihlédl či nepřihlédl, ale zda v posudku něco důležitého chybí, tj. není tam vůbec uvedeno. V posudku tedy zejména:

- **Nesmí chybět některá důležitá informace**, bez které nelze další postup dostatečně pochopit a tím i přezkoumat. Problém nastane například, pokud

v posudku není jasně vymezená hledaná báze hodnoty, chybí jednoznačné datum ocenění, není uveden použitý vzorec, není uveden propočet (alespoň v příloze), není uveden zdroj dat, u diskontní míry není uvedena některá složka použitá k jejímu odhadu atd.

- **Nesmí chybět některá důležitá část** nebo dokonce kapitola ocenění, např. by nebyla provedena ani základní finanční analýza, chybí některá podstatná část strategické analýzy, finanční plán neobsahuje všechny tři výkazy (rozvahu, výsledovku i výkaz peněžních toků), chybí zdůvodnění volby oceňovací metody apod.

3.2 Důvodnost a odůvodněnost

Opět jde o příbuznou dvojici kritérií, která se vzájemně doplňují, podobně jako předchozí dvojice.

Důvodnost vyžaduje, aby pro použití údajů, postupů a metod v ocenění existovaly důvody. Tedy například:

- báze hodnoty je sama o sobě důvodem, proč znalec dále použije určité vstupy a metody, například tržní hodnota je důvodem, proč musí vzít v úvahu obecná očekávání ohledně vývoje ekonomiky (např. veřejně dostupné prognózy HDP),
- závěry strategické a finanční analýzy, případně prognózy generátorů hodnoty jsou důvodem pro volbu výnosové oceňovací metody s předpokladem neomezené doby trvání, nebo naopak pro volbu ocenění na úrovni likvidační hodnoty,
- v rámci pokračující hodnoty u výnosového ocenění musejí existovat důvody pro volbu konkrétní úrovně klíčových ekonomických veličin pro období druhé fáze (což je důvod, proč dlouhodobě doporučujeme používání parametrického vzorce, v rámci kterého jsou tyto klíčové veličiny dobře patrné), apod.

Je také dobré si uvědomit, že důvodnost má ještě druhou stránku věci. Nejen, že pro vše, co v posudku znalec udělá a použije, musí existovat důvod, ale také vše, co se v posudku nalézá, by mělo mít nějaký důvod, tedy účel. Není správné, když jsou v posudku delší pasáže, u kterých musí být již předem evidentně jasné, že pro daný konkrétní úkol a konkrétní situaci daného podniku nejsou relevantní (často jde například o mechanicky kopírované pasáže k výhledům národního hospodářství včetně aspektů, které se dané branže a podniku nijak netýkají). Tyto pasáže sice neovlivní výsledek ocenění, ale jsou pro čtenáře zbytečně matoucí. Tím ovšem rozhodně nemáme na mysli zařazení například analýz, které se nakonec neukázaly jako nosné a do dalšího postupu a ocenění se nepromítly, ale prokazují, že znalec se danou záležitostí zabýval a prozkoumal ji. Takovéto části by podle našeho názoru naopak v posudku být měly, ale bude často vhodné zařadit je ve formě přílohy.

Odůvodněnost pak vyžaduje, aby důvody pro použití údajů, postupů a metod byly v posudku dobře a srozumitelně popsány. Nepovažujeme za správné, aby znalec již předem počítal s tím, že důvody sdělí až ústně například při projednávání posudku před soudem. Znalecký posudek by měl v sobě obsahovat vysvětlení všech podstatných důvodů.

V posudku by mělo být vysvětleno vše, ale ve vztahu k zásadě odůvodněnosti je potřeba dbát zejména na to, aby posudek obsahoval dostatečné vysvětlení důvodů (argumentů):

- u všech veličin, pro které musí znalec udělat **vlastní odhad hodnoty** (týká se to v podstatě všech prognózovaných hodnot generátorů hodnoty, dlouhodobě udržitelných hodnot parametrů v pokračující hodnotě, zvolených hodnot tržních násobitelů apod.; tyto veličiny nelze vypočítat nějakým vzorcem, je nutné provést odhad, ale o to důležitější je, aby znalec pečlivě uvedl argumenty, které ho k danému odhadu vedly),
- u všech rozhodnutí, kde znalec může nebo musí **volit z více možností** (např. zdůvodnění použitého zdroje dat, pokud je zdrojů k dispozici více, zdůvodnění volby oceňovací metody, zdůvodnění volby konkrétního postupu pro odhad diskontní míry, vyvození výsledného ocenění z výsledků jednotlivých oceňovacích metody apod.)

3.3 Opakovatelnost (přezkoumatelnost)

Zásada opakovatelnosti vyžaduje, aby posudek, resp. ocenění mělo takovou formu a obsah, které umožní jeho kontrolu, tj. že nestranný odborník může zopakovat postup oceňovatele a dosáhnout podobného výsledku. Splnění kritéria opakovatelnosti tak zároveň znamená i umožnění přezkoumatelnosti posudku. Pokud je naopak v posudku někde „mezera“, která čtenáři znemožní hladké sledování postupu znalce, není možné daný posudek v této části ani přezkoumat.

Zásada opakovatelnosti velmi úzce souvisí s předchozími kritérii. Je dobré si uvědomit, že opakovatelnost je zajištěna, pouze pokud je splněna zejména:

- **úplnost** – tj. nechybí žádná podstatná část nebo informace včetně použitých vzorců a pramenů dat (tím lze i přezkoumat, zda znalec přihlédl ke všemu, k čemu měl, a tím splnil kritérium komplexnosti),
- **odůvodněnost** – tj. znalec vysvětlil a zdůvodnil všechna svá rozhodnutí a své odhady veličin (tím lze zároveň přezkoumat, zda k použitému postupu a odhadům existují důvody a posoudit, zda jsou tyto důvody rozumné).

Připomeňme, že požadavek na přezkoumatelnost je obsažen spolu s požadavkem na pravdivost a úplnost v § 28 nového zákona o znalcích, což je dobře. Jde ale již o poměrně syntetické kritérium, proto považujeme za vhodné ho opřít o konkrétní dílčí kritéria, jak jsme to udělali výše, aby diskuse o tom, zda je určitý znalecký posudek přezkoumatelný či nikoli nebyla vedena na příliš obecné a neurčité úrovni.

3.4 Vnitřní konzistence

Požadavek na dodržení vnitřní konzistence znamená, že předpoklady (obecné i konkrétní přijaté oceňovatelem), metody a postupy, použité vstupy apod. si v rámci celého znaleckého posudku nesmějí vzájemně odporovat.

Splnění tohoto kritéria představuje jakousi „podmínku nutnou“ pro správnost posudku a jeho vážnější porušení může signalizovat i významnější neznalosti znalce. U hrubších

a jednoznačnějších porušení zásady vnitřní konzistence bychom pak skutečně mohli mluvit zároveň i o nepravdivosti znaleckého posudku. Mezi příklady takovéto nezbytné konzistence u ocenění podniku patří například:

- soulad zvolené oceňovací metody se závěry strategické a finanční analýzy a prognózy generátorů hodnoty ohledně budoucí perspektivy podniku,
- soulad mezi postupem při odhadu diskontní míry a hledanouází hodnoty podniku,
- konzistence mezi diskontní mírou a výnosy (např. volnými peněžními toky) v rámci výnosového ocenění, pokud jde o investory (vlastníci vs. věřitelé), daně, inflaci (stálé vs. běžné ceny), riziko atd.,
- předpoklady obsažené v pokračující hodnotě (třeba i skrytě, je-li použit Gordonův a nikoli parametrický vzorec) musejí být v souladu se současnou i očekávanou situací podniku (tj. v pokračující hodnotě například nesmí být zabudována dlouhodobá rentabilita, která by byla příliš vysoká nebo příliš nízká oproti ostatním zjištěním v rámci znaleckého posudku),
- struktura kapitálu použitá v diskontní míře musí odpovídat úročenému cizímu kapitálu předpokládanému ve finančním plánu a výnosovému ocenění vlastního kapitálu podniku,
- v rámci metody tržního porovnání je potřeba dodržovat symetrii u tržních násobitelů, kdy jak čitatel, tak jmenovatel musí být vymezen vždy z pohledu stejných investorů (tj. obvykle buď pouze vlastníků, nebo vlastníků a úročených věřitelů) apod.

3.5. Vzájemná kontrola

Jak již bylo uvedeno, oceňování není exaktní disciplínou. Je založeno na řadě předpokladů a na odhadech a prognózách, které jsou vždy zatíženy určitou mírou nejistoty. Proto by se oceňovatel neměl spolehnout na jedinou metodu, ale měl by používat alternativní metody a postupy, které by výsledek vzájemně ověřily a podpořily. Mezi cesty, jak naplnit tuto zásadu, patří zejména:

- použití více oceňovacích přístupů (výnosového, tržně-porovnávacího, majetkového) v rámci znaleckého posudku na ocenění podniku,
- výnosové ocenění je vhodné ověřit metodou tržního porovnání,
- srovnání výnosového ocenění se substanční nebo likvidační hodnotou ověří předpoklady perspektivnosti podniku (goodwill) a přiměřenost jeho vybavení majetkem,
- alespoň orientační rychlou kontrolu poskytne i účetní hodnota vlastního kapitálu, případně cena akcií na trhu, jde-li o obchodovanou akciovou společnost.

3.6 Nezávislost a nestrannost

Požadavek na **nezávislost** znalce je asi všem srozumitelný. Měl by dostatečně vyplývat už ze samotného zákona o znalcích, který vyžaduje, aby znalec prováděl svoji činnost nezávisle a nestranně (§ 1 zákona č. 254/2019 Sb.), nesmí provést znalecký úkon, jestliže lze mít důvodnou pochybnost o jeho nepodjatosti (§ 18 zákona č. 254/2019 Sb.). U oceňovacích posudků bychom mohli ještě dodat, že například odměna za posudek nesmí být sjednána v závislosti na výši odhadnuté hodnoty, ale jinak jde spíše o samozřejmosti, které jsou právními předpisy upraveny dostatečně a není nutné je nějak více rozebírat.

Jiná situace ale je u kritéria **nestrannosti**, které sice na první pohled vypadá téměř stejně jako kritérium nezávislosti, ale není tomu tak. Dodržení tohoto kritéria vyžaduje, aby se znalec nesnažil posudek ovlivnit ve prospěch některé ze zainteresovaných stran. Porušení kritéria nestrannosti se tak mnohem více může projevit nikoli ve formálních a snadno zjištělných skutečnostech, ale skrytě v samotném odborném obsahu znaleckého posudku. Právě ocenění podniku k tomu přitom poskytuje poměrně široký prostor. U této zásady bychom chtěli upozornit alespoň na dva problémové okruhy ohrožující nestrannost ocenění podniku:

- Prvním je požadavek, aby znalec při hledání tržní hodnoty **mechanicky nepřebíral finanční plán** od oceňovaného podniku, ale aby si sestavil vlastní nezávislou představu o budoucím vývoji z pohledu průměrného investora na trhu. Tento požadavek soudící se strany dnes již poměrně dobře znají a často se sami zajímají o to, zda nedošlo k mechanickému převzetí plánu. Pro úplnost tedy jen podotkneme, že by znalec ovšem neměl mechanicky bez nezávislého ověření převzít plán nejen od vedení podniku nebo většinového vlastníka, ale od žádné strany sporu, tedy například ani představy menšinového vlastníka, aniž by je znalec sám analyzoval a prověřil.
- Druhý velký okruh možností, jak nenápadně ovlivnit výsledek ve prospěch jedné strany, souvisí s tím, že u řady veličin bývá přípustné určité **rozpětí hodnot**, ať už jde o přímé odhady oceňovatele, nebo možnost volby mezi více alternativními postupy. Je třeba si uvědomit, že nestranné ocenění by mělo být uděláno jako **střední scénář nebo jako rozpětí**. Pokud vidíme, že ve většině případů, kdy měl znalec možnost volit veličiny v rámci nějakého přijatelného rozpětí, volí hodnoty v blízkosti jednoho a stále stejného kraje tohoto rozpětí, je patrné, že zřejmě byla porušena zásada nestrannosti. Prokazovat tuto vadu posudků může být velmi problematické, protože obvykle nejde přímo o metodické chyby a použité hodnoty jednotlivě nejsou samy o sobě nepřijatelné, ale ve svém souhrnu konečný výsledek není v pořádku. Toto nebezpečí považujeme za velmi vážné.

3.7 Transparentnost

Toto kritérium vyžaduje, aby byl posudek pro čtenáře zcela „průhledný“. Je to velmi syntetické kritérium a bude splněno, pokud budou splněna výše popsaná dílčí kritéria, zejména:

- úplnost, tj. v posudku nechybí žádná podstatná informace nebo dílčí část,
- odůvodněnost, tj. jsou popsány a vysvětleny důvody pro rozhodnutí oceňovatele (odhady hodnot nebo volba postupů či zdrojů dat),

- je dostatečně popsán i samotný postup znalce v jednotlivých částech ocenění a jsou uvedeny použité vzorce,
- zároveň všechny popisy musí být srozumitelné a logicky uspořádané.

Je patrné, že netransparentní posudek nemůžeme rovnou označit jako nepravdivý posudek, a přesto jde o značnou vadu tohoto posudku. Zároveň je dobré, aby například při zpracování revizních znaleckých posudků nebo jiných posouzení ocenění podniku nebylo jen obecně konstatováno, že je netransparentní (nebo nepřezkoumatelný), ale aby se posuzovatel mohl opírat i o dílčí konkrétní kritéria, kterými vysvětlí, proč je netransparentní, tj. zda například chybí nějaká informace (není úplný), nebo chybí argumenty pro určitý odhad (je porušena odůvodněnost) apod.

Závěry

Z předchozího textu bychom chtěli zdůraznit zejména tyto hlavní myšlenky:

- a) Rozumíme tomu, že byl v zákoně o znalcích vznesen požadavek na pravdivost znaleckého posudku. Skutečnost, že nepravdivý znalecký posudek není možné použít jako důkaz a dále s ním pracovat například v rámci soudního sporu, zní na první pohled logicky. Článek však ukazuje, že s dodržováním a posuzováním tohoto požadavku budou u některých znaleckých oborů velké problémy. Právě posudky na ocenění podniku jsou toho typickým příkladem. Závěry ale budou do značné míry platit i při oceňování jiných typů majetku.
- b) V první řadě pravdivost či nepravdivost by mělo být možno posoudit nějakými objektivními důkazy. Oceňování je však ve vysoké míře postaveno na odhadech a prognózách, tedy na subjektivních prvcích, byť podložených argumenty. Připomeňme pro jistotu, že veškeré odhady je přitom nutné provádět z pohledu data ocenění. To znamená nutnost používat jen ty údaje a očekávání, která by k tomuto datu měl investor, z jehož pohledu je ocenění prováděno. Ze zásady tak v žádném případě není možné pravdivost posuzovat ex-post, tedy podle toho, jak se s odstupem let skutečný vývoj lišil od prognózy. Opravdové posuzování pravdivosti tak bude možné jen u malé části z celého posudku na ocenění podniku.
- c) Velké nebezpečí vidíme v tom, že také může snadno docházet ke zneužívání kritéria pravdivosti. Ve skutečnosti již nyní strany sporu, kterým se nelíbí výsledek znaleckého posudku, řeší věc tak, že znalce obviní z podání nepravdivého znaleckého posudku. Až začne být účinný nový zákon o znalcích, lze očekávat, že se tato praktika rozšíří ještě více. Takovýmto způsobem by ale neměly být řešeny jakékoli námitky proto znaleckému posudku. Doporučujeme proto, aby alespoň k prokázání nepravdivosti znaleckého posudku bylo nutné předložit konkrétní a objektivní důkazy, co přesně v posudku je opravdu nepravdivé, a nikoli jen trochu jiné, než by odpovídalo představě stěžovatele (například očekávaný růst v budoucnosti nikoli 2 %, ale 3 %).
- d) Pokud se u nějakého údaje v posudku skutečně prokáže nepravdivost, doporučujeme zabývat se otázkou, do jaké míry nepravdivý údaj skutečně ovlivnil výsledek a závěr posudku. Jak jsme v textu naznačili, v některých případech by se například chybný podkladový údaj nemusel ve výsledku nijak zásadně projevit a nebylo by dobré zneužívat

požadavek na pravdivost k vyřazení nepohodlného znaleckého posudku z čistě formálních důvodů.

- e) Další nebezpečí vidíme v tom, že mluví-li se o tom, že znalec podal nepravdivý posudek, je s tím často již automaticky spojena představa pochybení, nebo dokonce trestného činu znalce. V článku jsme ale zdůraznili, že z toho mála, u čeho lze v rámci ocenění podniku objektivně posuzovat pravdivost či nepravdivost, velkou část tvoří vstupní podkladové veličiny, které znalec dostává od jiných subjektů a které nemá možnost ovlivnit. Znamená to tedy, že bude velmi nutné výrazně oddělit nepravdivost znaleckého posudku od pochybení znalce a tyto dvě věci spolu automaticky nespojovat.
- f) Na druhou stranu posudek na ocenění podniku může vykazovat celou řadu jiných, a to i velmi závažných vad a pochybení znalce, které však není možné posuzovat prostřednictvím kategorie pravdivosti. Proto v článku vysvětlujeme další kritéria, která se k posouzení kvality ocenění a tím i celého znaleckého posudku hodí mnohem lépe než kritérium pravdivosti.

Literatura:

- [1] Havlíková, Z. (2017): *Analýza úrovně znaleckých posudků pro výnosové ocenění podniku*. Diplomová práce VŠE Praha, KFOP, vedoucí M. Mařík.
- [2] IVSC (2017): *International valuation standards 2017*. London: International Valuation Standards Committee. ISBN 978-0-9931513-0-9
- [3] IVSC (2019): *International valuation standards - Effective 31 January 2020*. London: International Valuation Standards Committee. ISBN 978-0-9931513-3-3-0
- [4] Komise pro cenné papíry (2003): *Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů* (metodika ZNAL, verze 1.0)
- [5] Kovanicová, D. (2004): *Jak porozumět světovým, evropským, českým účetním výkazům*. Praha: BOVA POLYGON. ISBN 80-7273-095-9
- [6] Kovanicová, D. (2009): *Abeceda účetních znalostí pro každého*. XIX aktualizované vydání. Praha: BOVA POLYGON. ISBN 978-80-7273-156-5
- [7] Majduchová, H. (2014): *Kritériá hodnotenia znaleckého posudku*. Sborník vědeckých statí z mezinárodní konference Znalecká činnosť a perspektivy jej ďalšieho rozvoja. Ekonomická univerzita v Bratislave, 18.9.2014 Bratislava. ISBN 978-80-225-3928-9
- [8] Mařík, M. (2011): *Návrh českého standardu pro oceňování podniku*. Odhadce a oceňování podniku č. 3-4/2011, ročník XVII, str. 4-24. ISSN 1213-8223
- [9] 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
- [10] Mařík, M. - Maříková, P. (2016): *K obecným zásadám oceňování majetku a zejména podniku s důrazem na podmínky České republiky*. Odhadce a oceňování podniku č. 1/2016, ročník 22, str. 3-16. ISSN 1213-8223
- [11] Rappaport, A. (1999): *Shareholder Value*. 2. Auflage. Stuttgart: Schäffer Poeschel. ISBN 3-7910-1374-2
- [12] Zákon č. 40/2009 Sb., trestní zákoník
- [13] Zákon č. 254/2019 Sb., o znalcích, znaleckých kancelářích a znaleckých ústavech

Lze hodnotit pravdivost znaleckých posudků zaměřených na oceňování podniku?

Miloš Mařík – Pavla Maříková

ABSTRAKT

Článek reaguje na zařazení kritéria pravdivosti jako požadavku na znalecké posudky v nových právních předpisech upravujících znaleckou činnost. Cílem článku je proto posouzení, do jaké míry lze hodnotit pravdivost znaleckých posudků zaměřených na oceňování podniku. V první části textu jsou rozebrány možnosti posuzování pravdivosti v jednotlivých krocích ocenění podniku. Článek ukazuje, že pravdivost je možné u tohoto typu znaleckých posudků hodnotit jen velmi omezeně, protože ocenění je z větší části postaveno na odhadech a prognózách. Hodnotit pravdivost prognózy z pohledu data ocenění je téměř nemožné. Ve druhé části článku jsou pak vysvětlena a rozebrána jiná kritéria kvality, která jsou pro znalecké posudky na ocenění podniku mnohem vhodnější než kritérium pravdivosti.

Klíčová slova: Hodnota; ocenění podniku; znalecký posudek; pravdivost; kvalita.

Is it possible to assess the truth of expert opinions focused on business valuation?

ABSTRACT

The article responds to the inclusion of the criterion of truthfulness as a requirement for expert opinions in the new legal regulations governing expert activity. The aim of the article is therefore to discuss the extent to which the truth of expert opinions aimed at valuing the company can be assessed. The first part of the text discusses the possibilities of assessing the truth in the individual steps of valuing the company. The article shows that the veracity of this type of expert opinion can be assessed only to a very limited extent, because the valuation is largely based on estimates and forecasts. It is almost impossible to assess the veracity of the forecast from the point of view of the valuation date. In the second part of the article, other quality criteria are explained and analyzed, which are much more suitable for expert opinions on the business valuation than the criterion of truthfulness.

Key words: Value; business valuation; expert opinion; truthfulness; quality.

JEL classification: G32

Strategická analýza jako důležitá součást struktury ocenění podniku[#]

Miloš Mařík – Pavla Maříková***

Úvod

V současné době je patrná snaha státních orgánů, především Ministerstva spravedlnosti, ale i Ministerstva financí trochu více regulovat znalecké posudky a jejich strukturu. Nový zákon č. 254/2019 Sb., o znalcích, znaleckých kancelářích a znaleckých ústavech obsahuje mimo jiné i jednoznačný požadavek na strukturu znaleckého posudku, a tím v podstatě i na strukturu ocenění, pokud by mělo sloužit jako znalecký posudek. V § 28, odst. (2) zákon č. 254/2019 Sb. uvádí:

„(2) Znalecký posudek musí obsahovat tyto náležitosti:

- a) titulní stranu,*
- b) zadání,*
- c) výčet podkladů,*
- d) nález,*
- e) posudek,*
- f) odůvodnění v rozsahu umožňujícím přezkoumatelnost znaleckého posudku,*
- g) závěr,*
- h) je-li to možné, přílohy potřebné k zajištění přezkoumatelnosti znaleckého posudku,*
- i) znaleckou doložku a*
- j) otisk znalecké pečeti.“*

Tato struktura by měla být použita pro všechny znalecké posudky, což nepovažujeme za úplně správné. Šikovný znalec je samozřejmě léty vycvičen, takže se vtěsná do jakékoli osnovy, bylo by však zřejmě rozumnější, kdyby osnova mohla být odlišná podle jednotlivých znaleckých odvětví. Je zřejmé, že například pro písmoznalectví je vhodná jiná osnova než pro oceňování podniku.

Jen na okraj poznamenejme, že podle našeho názoru u ocenění podniku je zejména téměř nemožné smysluplně oddělit část „nález“ a část „posudek“. Pokud by znalec skutečně důsledně sepsal nejprve všechna zjištěná data pro celé ocenění a pak teprve všechny analýzy a interpretace, ztratila by se do značné míry logická návaznost jednotlivých dílčích kroků ocenění a celý posudek by se stal pro čtenáře velice nepřehledným. Jde například o to, že

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

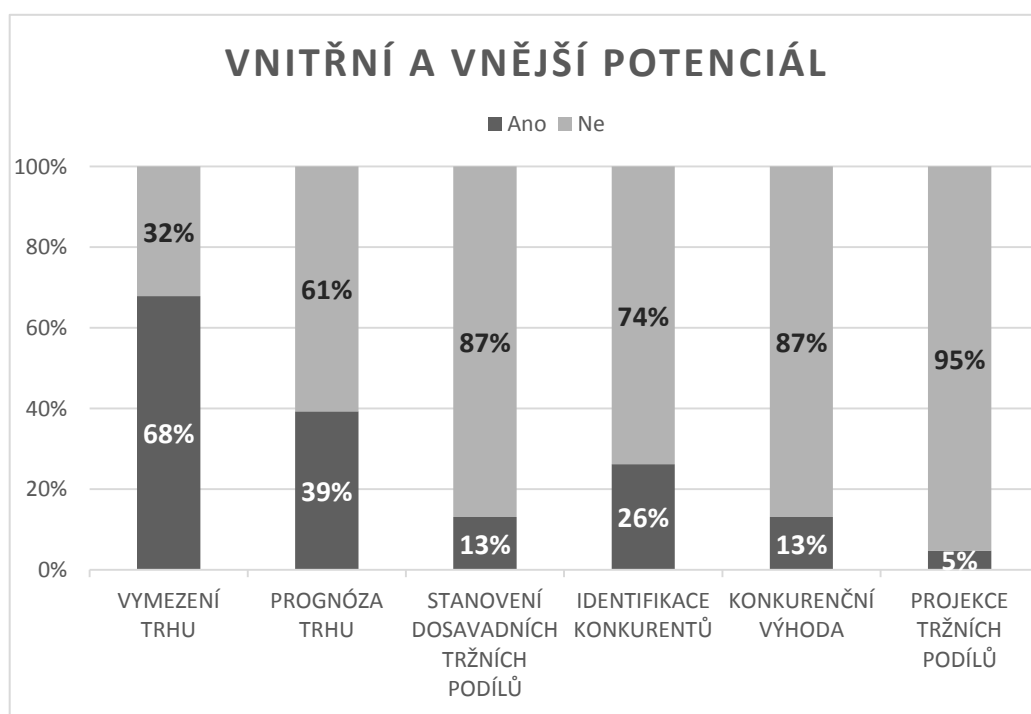
^{*} Prof. Ing. Miloš Mařík, CSc., Katedra financí a oceňování podniku VŠE Praha, ředitel Institutu oceňování majetku VŠE Praha.

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

u ocenění podniku velmi často výsledky analýz v určitém kroku implikují, jaká data budou potřebná v krocích následujících. Kromě toho potřebných vstupních dat pro celé ocenění je mnoho, a pro čtenáře je proto obvykle přehlednější, když vidí vstupní data přímo u té části, pro kterou jsou potřebná. Je tedy lepší, když například vstupy pro odhad diskontní míry jsou uvedeny v kapitole s diskontní mírou, vstupy pro metodu tržního porovnání v kapitole s tržním porovnáním atd., a ne všechny najednou na začátku celého posudku, kdy čtenář ještě ani neví, které oceňovací metody znalec použije. Pro zajištění kvality a srozumitelnosti znaleckého posudku na ocenění podniku bychom tak osobně dávali přednost spíše pečlivému zachování a vysvětlení logické návaznosti jednotlivých kroků vedoucích postupně k výslednému ocenění.

Pro oceňování podniku je v rámci těchto kroků jednou z nejspornějších součástí strategická analýza. Sice nám není známa žádná literatura, která by dokazovala, že je tato část zbytečná, nicméně podle našich výzkumů obsahuje strategickou analýzu při ocenění podniku pouze 50 % až 60 % posudků. Pro ilustraci můžeme například uvést výsledky analýzy znaleckých posudků na ocenění podniku z roku 2015 umístěných ve sbírce listin na webu Ministerstva spravedlnosti (www.justice.cz), kterou zpracovala ve své diplomové práci Ing. Havlíková (2017). Tato autorka se sice zaměřila na posudky jen z jednoho roku, ale jejím cílem bylo získat pro analýzu z dostupných zdrojů co největší počet posudků. Obrázek č. 1 ukazuje, jaké procento ze zkoumaného vzorku znaleckých posudků obsahuje či neobsahuje danou dílčí složku strategické analýzy.

Obr. 1: Uvedení jednotlivých částí strategické analýzy ve vzorku znaleckých posudků z roku 2015 (84 posudků obsahujících metodu diskontovaných peněžních toků)



Zdroj: Havlíková, 2017, str. 53

Z grafu je patrné, že situace opravdu není dobrá. A to ani nerozvádíme, že značná část těchto strategických analýz je dělána tak, aby nedala moc práce, ale je sestavena způsobem, který silně omezuje její použitelnost. Zastáváme totiž jednoduchou zásadu, že vše, co je ve znaleckém posudku, by mělo být důvodné. Důvodnost ve znaleckém posudku také znamená,

že znalec je schopen vysvětlit, jak příslušnou část znaleckého posudku využil pro závěrečné ocenění.

Téma strategické analýzy tedy zdaleka není nové, ale z řady signálů je patrné, že tato klíčová část ocenění podniku stále nehraje ve znaleckých posudcích tu roli, kterou by mít měla. Je tedy nezbytné se této záležitosti dále věnovat. V tomto textu se proto chceme rozebrat otázku, **k čemu slouží strategická analýza, v čem je možno hledat příčiny jejího omezeného používání a uvést klíčové postupy, které je vhodné použít v rámci strategické analýzy** (zejména při práci s relevantním trhem).

Text jsme rozdělili do následujících částí:

- obecné zdůvodnění strategické analýzy,
- časté způsoby, jak nepřímo zdůvodnit absenci strategické analýzy,
- klíčové postupy pro zpracování strategické analýzy.

2. Obecné zdůvodnění strategické analýzy

Žijeme v zemi, kde velké části obyvatelstva stačí, když nějaké pravidlo je zdůvodněno odpovídajícím předpisem. Takže leckdo mluví a píše o potřebě strategické analýzy, na Vysoké škole ekonomické v Praze toto téma učíme asi 25 let jak na denním studiu, tak v kurzech pro znalce, takže je asi vhodné, když znalec do posudku vloží něco jako strategickou analýzu. Lze ale snadno ukázat, že to, co nazýváme strategickou analýzou, by mělo být nezbytnou složkou každého znaleckého posudku, byť asi v různém rozsahu.

Když navštívíme lékaře, tak platí nepsané pravidlo, že nám sdělí, jak na tom zhruba jsme. Od konstatování, že nám celkem nic není, nebo máme drobné potíže, až po varování, že situace není úplně dobrá a je nezbytné se naším zdravím dále podrobněji zabývat i formou speciálních vyšetření.

Každý člověk, který se chce věnovat podnikání, nemusí nutně dobře rozumět finančnímu účetnictví, ale potřebuje být přesvědčen, že pokud má koupit nějaký podnik či podíly na společnosti, která podnik vlastní, musí věřit, že se jedná o dobrý obchod.

Zde bychom rádi poukázali na jeden výzkum jisté americké univerzity, která hrála se studenty střední školy investiční hru. Studenti dostali fiktivní peníze a měli kupovat a prodávat akcie s cílem postupně zvyšovat hodnotu svého balíku akcií. K překvapení autorů hry dosáhli studenti mnohdy lepších výsledků než specializovaní profesionálové, kteří hledali pravdu především ve finančních výkazech. Když se tázali těchto studentů, podle čeho se rozhodovali, tak odpověděli jednoduše – investovali jsme do firem, které osobně, nebo někdo z našeho okolí, známe, protože s jejími výrobky jsou lidé obecně velmi spokojeni. Pokud je známo, studenti moc nehledali ve finančních výkazech, protože v účetnictví neměli žádné vzdělání (pramen se nám již po dlouhých letech nepodařilo znovu najít, nicméně se domníváme, že úvaha je natolik srozumitelná a věrohodná, že ji můžeme uvést i bez odvolávky na konkrétní pramen).

Uvedená zmínka rozhodně nechce tvrdit, že se znalec může obejít bez odborných analýz. V těchto analýzách by však nemělo chybět to, co může být pro hodnotu podniku nejdůležitější, a to je **odpověď na otázku, zda má podnik dobré postavení na trhu, zda má**

případně nějakou konkurenční výhodu, která je základní podmínkou pro schopnost tvořit hodnotu, a jestli je celá branže perspektivní, což je důležité zejména v dnešním velmi rychle se měnícím světě.

Je proto pozoruhodné, že nezanedbatelná část znaleckých posudků se touto záležitostí, jako je postavení na trhu, perspektivnost trhu a konkurenční postavení firmy, vůbec nezabývá (viz. např. Havlíková, 2017). Znalci se většinou spokojí jen s kusými informacemi od vedení podniku, což by asi neudělali, pokud by měli sami podnik za velké peníze koupit.

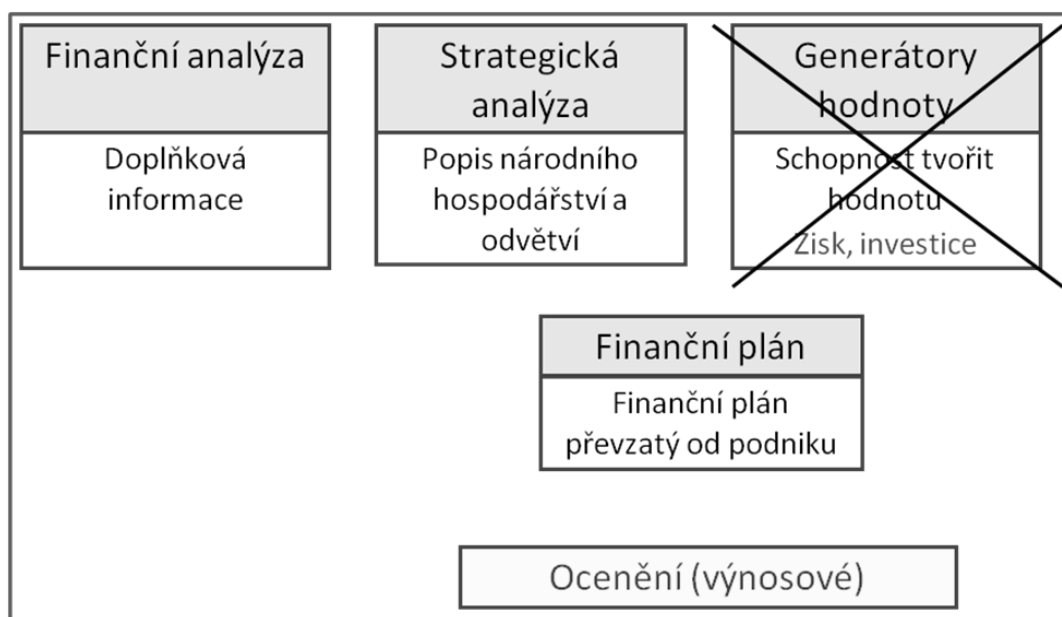
Zastáváme proto názor, že znalec by měl mít alespoň základní představy o situaci a perspektivách v odvětvích, ve kterých se podnik pohybuje. Pokud tuto představu nemá, měl by použít nezávislé konzultanty, kteří mohou podpořit jeho posudek dostatečnými argumenty. Problém je ovšem v tom, že odpovědnost za rady konzultantů samozřejmě přebírá znalec, podobně jako je znalec v zásadě odpovědný za informace, které mu v tomto smyslu poskytne vedení podniku. Proto je žádoucí, aby znalci působili, pokud možno, jen ve vybraných odvětvích, kde mají alespoň určité zkušenosti, a neřídili se zásadou, že pokud znají diskontování a myslí si, že umí odhadovat diskontní míru, tak že rozumí oceňování a ostatní je pouze nezbytný doplněk.

Vyslovujeme zde zásadu, která asi mezi našimi znalci nenajde příliš velkou podporu, ale podle našeho názoru je tato zásada správná: znalec musí mít znalosti o předmětu ocenění a pouhé znalosti o oceňovacích metodách vůbec nemusí stačit. Zejména ne pro to, aby vytvořil znalecký posudek, který může sloužit u soudu jako důkaz.

V případě oceňování podniku to znamená, že **znalecký posudek musí obsahovat:**

- **podložený názor znalce na perspektivu trhu či trhů, na kterých se podnik pohybuje, a**
- **podložený názor znalce na to, zda a do jaké míry je podnik schopen na těchto trzích dlouhodobě obstát.**

Výsledkem takového postupu, kdy se znalec vyhýbá strategické analýze, a tím obvykle i navazujícím generátorům hodnoty, je pak možno znázornit schématem na obrázku č. 2.

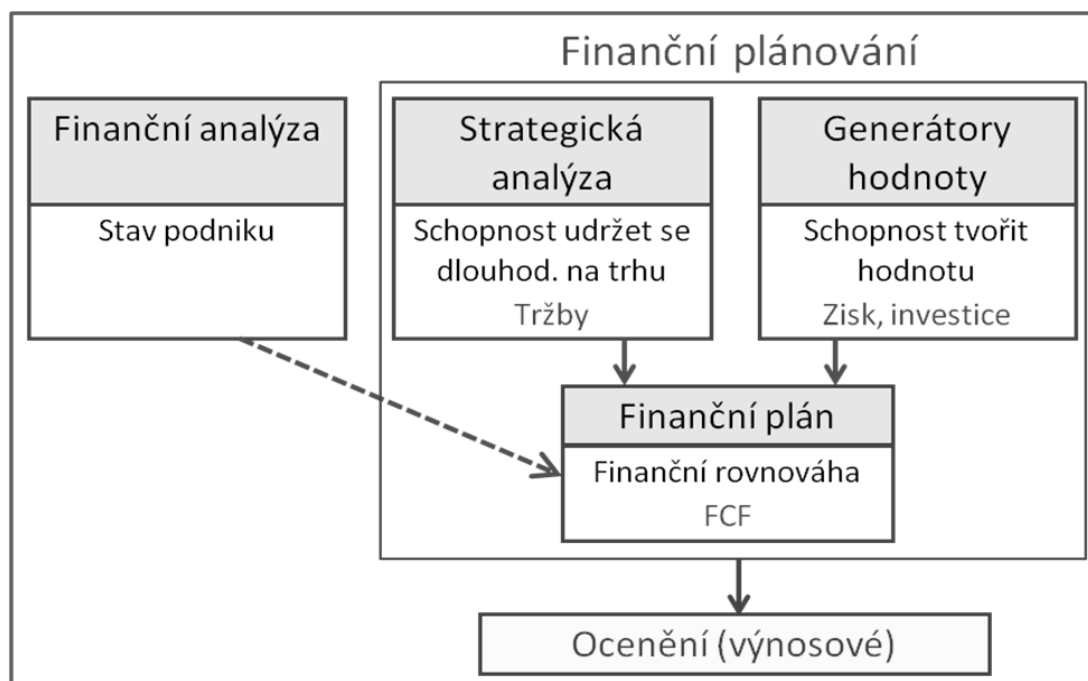
Obr. 2: Častá, ale chybná praxe pojetí výnosového ocenění podniku

Zdroj: Vlastní konstrukce, srov. též Mařík, 2012

Abychom věc přiblížili i čtenářům, kteří se běžně oceňováním podniku nezabývají, připomeňme základní logiku, na které by podle našeho názoru ocenění podniku mělo stát:

1. Je třeba zodpovědět otázku, jak si podnik stojí v období ocenění, zda tedy není bezprostředně ohrožena jeho existence. K tomu podle našeho názoru slouží především finanční analýza. Měla by odpovědět na otázku, jestli podnik udržuje dlouhodobou finanční rovnováhu a zda tato finanční rovnováha není ohrožena ani k datu ocenění. Jak jsme již zmínili, tato finanční rovnováha by měla obsahovat mimo běžná finanční hlediska i odpověď na otázku, zda je podnik schopen vydělat alespoň na náklady kapitálu.
2. Jak již bylo naznačeno, měla by být zpracována strategická analýza, která posoudí perspektivnost trhu či trhů, na kterých se podnik pohybuje, a konkurenční pozici podniku, tzn. zodpovědět otázku, zda podnik je schopen na tomto trhu obstát.
3. Je třeba vyhodnotit v rámci hospodaření podniku schopnost podniku dlouhodobě tvořit hodnotu. Tato analýza by měla být založena na analýze růstu prodeje, ziskové marže, rentability investovaného kapitálu a schopnosti uskutečnit potřebné investice do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu.
4. Posledním krokem pak je odhad výnosového ocenění založený na prognóze generátorů hodnoty a na odhadu nákladů kapitálu.
5. Pro ocenění by mělo být použito více metod. U fungujících podniků by tedy výnosové ocenění mělo být doplněno minimálně o vhodné formy tržního porovnání.

Všechny části ocenění by měly tvořit funkční celek, přičemž vše, co je v textu uvedeno, by mělo být potřebné pro výsledek ocenění. Pro úplnost přidáváme ještě schématické vyjádření.

Obr. 3: Doporučená koncepce výnosového ocenění

Zdroj: Vlastní konstrukce, srov. též Mařík, 2012

3. Časté způsoby, jak nepřímou zdůvodnit absenci strategické analýzy

Námi navrhovanou strukturu ocenění a znaleckých posudků na ocenění podniku publikujeme a postupně rozvíjíme již od konce 90. let. Zároveň ji prosazujeme ve výuce na Institutu oceňování majetku Vysoké školy ekonomické v Praze a v rámci studijního programu Finance a oceňování podniku na denním studiu VŠE v Praze. Zatím nevíme o tom, že by byly vzneseny nějaké systematizované námitky. Přesto, jak jsme již uvedli, obsahuje strategickou analýzu jen něco přes polovinu znaleckých posudků na ocenění podniku.

Základní důvod se nám zdá být jasný. Spočívá v používání mnohem méně pracných postupů, které obvykle znalci přinášejí více méně stejné odměny, protože klienty zpravidla zajímá především závěrečné číslo. Problém zřejmě spočívá v tom, že připravit alespoň částečně odůvodněnou prognózu trhu a od této prognózy se odvíjející prognózu tržeb oceňovaného podniku je zpravidla obtížné a pracnost tohoto bodu často tvoří rozhodující část pracnosti celého posudku. Pracnost by nebyla tak velká, kdyby se znalci pohybovali dlouhá léta na více méně stejných nebo podobných trzích. Tak tomu však evidentně není, nebo jen ve výjimečných případech.

Na druhé straně existuje mnohem jednodušší řešení, a to použít finanční plány daného podniku. Pokud tedy jsou takové plány k dispozici, znalec je použije, a protože většinou nepokrývají logicky požadovatelnou délku první fáze (plány podniky mívají obvykle do tří let), tak znalec protáhne tříletý plán na pět nebo šest let. Je to mnohem méně pracné a objednatel, kterým často bývá vedení podniku, nebude mít žádné námitky. Plány podniku zpravidla nejsou schopni příliš napadat ani zástupci názoru, že ocenění podniku nebylo provedeno na přijatelné úrovni. S dlouhodobým odhadem pro tzv. druhou fázi si také oceňovatelé nedělají příliš velké násilí. V ocenění jednoznačně prohlásí, že pro dlouhodobou prognózu, kterou potřebují pro pokračující hodnotu, postačí předpokládat růst jen na úrovni

inlace, bez ohledu na to, o jaké odvětví a obor se jedná. Proti takovému závěru se obvykle nikdo nebouří, ačkoliv někdy může být až absurdní. Představme si konkrétní situaci, že oceňujeme k současnému datu, máme plán na pět let, tj. cca do roku 2025, a od té doby budeme předpokládat, že všechny podniky, které podléhají oceňování, a těch může být poměrně velké množství, porostou jen s inflací, takže už žádný reálný růst nebude.

Je zřejmé, že pro takovéto ocenění nepotřebujeme být příliš velkými odborníky, nebude ani nijak zvlášť pracné, a podle našeho názoru nebude ani příliš věrohodné.

Přesto při projednávání znaleckých posudků na ocenění podniku dochází k dlouhým jednáním a dohadováním o jednotlivých znaleckých posudcích. Jedním z hlavních témat nebývá ani tak předpokládaný vývoj podniku, ale obsah tzv. diskontní míry, to znamená úrokové míry, která slouží k odhadu současné hodnoty budoucích finančních částek. Znalci se dlouhé hodiny dohadují, jaké položky do odhadu diskontní míry započítat nebo nezapočítat, ti kvalifikovanější mávají různými vědeckými studiemi. Kdo se ovšem delší dobu pohybuje ve sférách ekonomických disciplín, tak ví, že většina názorů, třeba velmi rozmanitých, se dá podložit tzv. studiemi a že tato cesta v podstatě nikam nevede, protože soudce zpravidla v této oblasti není kvalifikován a těžko může posuzovat, které názory či studie jsou kvalifikovanější než jiné. Věc řeší zdánlivě jednoduše. Objednají se další znalecké posudky u, pokud možno, slovných firem a věc se může táhnout do nekonečna.

Snaha rozhodnout věci tak, že pravdu bude mít zřejmě ten znalecký ústav, který je věhlasnější, není mnohdy cestou, která někam vede. Jako odstrašující případ může sloužit nekonečný soudní proces okolo ocenění akcií jedné významné české společnosti, který se vleče dlouhou řadu let a občas se uvádí informace, že v této kauze už bylo zpracováno 50 posudků. Dobrat se touto cestou ke správnému znaleckému posudku se zřejmě nepodařilo a podle našeho názoru se ani nepodaří. Zde by měla být uplatněna svrchovanost soudu, tj. že soud rozhodne, který posudek mu připadá nejpřesvědčivější, a podle toho uzavře spor. Představa, že bude někdy vypočtena „správná“ hodnota akcií, neodpovídá reálným možnostem.

Znalci si ovšem uvědomují problematičnost cesty, která vede k nekonečným sporům, a proto se mnohdy snaží hledat jednoduchá řešení, která zpravidla spočívají v trivializaci oceňovacích metod. Pro představu velmi zjednodušený příklad. Znalec vezme zisky oceňovaného podniku za posledních např. 5 let, spočítá z nich průměr, tento průměr kapitalizuje a vyhlásí jej za hledanou výnosovou, a třeba i tržní hodnotu. Tento postup dává jednoznačnější výsledky. Jeho problém však spočívá v tom, že nebere v úvahu odhadnutelnou budoucnost podniku.

Jindy znalec rezignuje na posuzování budoucnosti podniku, ale nechce vycházet jen z minulých výsledků. Proto bude vycházet pouze z finančního plánu podniku, byť mírně upraveného. Tak dospívá k řešení, které sice není podle našeho názoru zcela nepřijatelné, ale výsledkem je pouze tzv. investiční hodnota. V případě použití finančního plánu podniku by to tedy bylo ocenění podniku založené v převážné míře na představách samotného podniku či jeho vedení. Znalec přispěje mnohdy za statisícové částky pouze tím, že odhadne diskontní míru, tzn. úrokovou míru, s kterou z hodnot obsažených v plánu vypočte současnou hodnotu předpokládaných či podnikem plánovaných volných peněžních toků. Je ale velmi nepravděpodobné, že takovéto ocenění bude vhodné pro řešení soudních sporů mezi dvěma nebo více zainteresovanými stranami.

Zde je na místě zdůraznit, že není jedno obecně platné a správné ocenění podniku, že není jedna správná hodnota, ale že již po desítky let Mezinárodní oceňovací standardy rozlišují celou škálu možných hodnot. Těmto hodnotám by měly být přiřazeny i odpovídající postupy. Takže ocenění z pohledu podniku či podnikového vedení může vycházet z jeho představ o budoucím vývoji podniku. Pokud však hledáme tzv. tržní hodnotu, je třeba simulovat alespoň přibližně názory trhu a nelze se opírat pouze o finanční plán podniku. Výnosové ocenění založené na finančním plánu podniku může být sice snazší a zejména mnohem méně pracnou cestou k dosažení žádaného výsledku, ve většině případů by však nemělo být označováno za tržní hodnotu. Tím zdaleka nechceme říci, že podnikové plány nemohou být použity při výnosovém ocenění. Mohou, pokud strategická analýza zpracovaná znalcem může verifikovat představy podniku obsažené ve finančním plánu.

Můžeme tedy shrnout, že **častými důvody, kterými znalci nepřímou zdůvodňují absenci strategické analýzy** je zejména:

- existence finančního plánu podniku a jeho převzetí do znaleckého posudku,
- výnosové ocenění provedené na základě průměru minulých zisků.

4. Klíčové postupy pro zpracování strategické analýzy (se zaměřením vnější potenciál)

Jak jsme již naznačili v předchozím textu, může být strategická analýza jednou z nejnáročnějších částí pro ocenění podniku. Strategická analýza je pak postavena na dvou základních pilířích:

- a) posouzení perspektivnosti trhu nebo trhů, na kterých se podnik pohybuje (tj. vnějšího potenciálu),
- b) posouzení postavení podniku na tomto trhu (tj. vnitřního potenciálu) a z toho plynoucí odhad dlouhodobého tempa růstu tržeb oceňovaného podniku.

Strategickou analýzu budeme tedy posuzovat z pohledu tržní hodnoty. Tržní hodnota by měla být vyjádřením pravděpodobného názoru trhu, a tedy i klíčovým pohledem na strategickou analýzu by měl být názor trhu. Zastavme se především u hodnocení budoucnosti trhu a pravděpodobného tempa růstu. Dále rozebereme **hlavní postupy, které se nabízejí pro analýzu a prognózu trhu, které mají být zpracovány z nezávislého pohledu průměrného investora.**

1) Analytické materiály a prognózy zpracované profesionálními analytiky

Domníváme se, že nejlepším a alespoň občas dostupným vyjádřením perspektivnosti trhu mohou být analýzy a prognózy vybraných institucí a agentur, které se tímto problémem zabývají. Tyto analytické firmy sice nemusí mít vždy pravdu, ale jsou asi tím nejlepším, co je, obvykle samozřejmě za finanční odměnu, dostupné.

Je však potřeba upozornit na jeden velký problém, který je společný v podstatě pro všechny produkty tohoto typu. Tyto specializované společnosti prognózy periodicky aktualizují (obvykle v ročním intervalu) a poskytují vždy v danou chvíli poslední verze prognóz. Znalecká obec je ovšem odlišná oproti jiným obvyklým uživatelům těchto produktů

především v tom, že by potřebovala i historické prognózy odpovídající datu ocenění, které znalec zpracovává. Zatím jsou tedy tyto produkty použitelné při zpracování ocenění k aktuálnímu datu, ale problém vzniká při ocenění ke starším datům v minulosti, což je typické pro ocenění v rámci soudních sporů. Nicméně i přesto vidíme v těchto nástrojích velmi nadějnou cestu a věříme, že by nemuselo být časem vyloučené vyřešit i problém dostupnosti historických prognóz.

Uvedme pro lepší představu stručně příklady alespoň dvou takových analytických firem a jejich produktů.

a) Euromonitor International (www.euromonitor.com): databáze Passport

Jde o databázi zaměřenou na data a trendy na trzích se spotřebním zbožím v řadě zemí včetně České republiky. Databáze Passport má formu on-line databáze, do které je možné zakoupit časově předplacený přístup. V databázi je pak možné jak vyhledávat konkrétní ukazatele v časových řadách v požadovaném odvětví a regionu, tak stahovat ucelené analytické zprávy pro požadované trhy. Alternativní možností, která by mohla být výhodná při menším rozsahu znalecké činnosti, je zakoupit pouze konkrétní vybranou analýzu za zvolený trh a region.

Z našeho hlediska má tento produkt zejména tyto **výhody**:

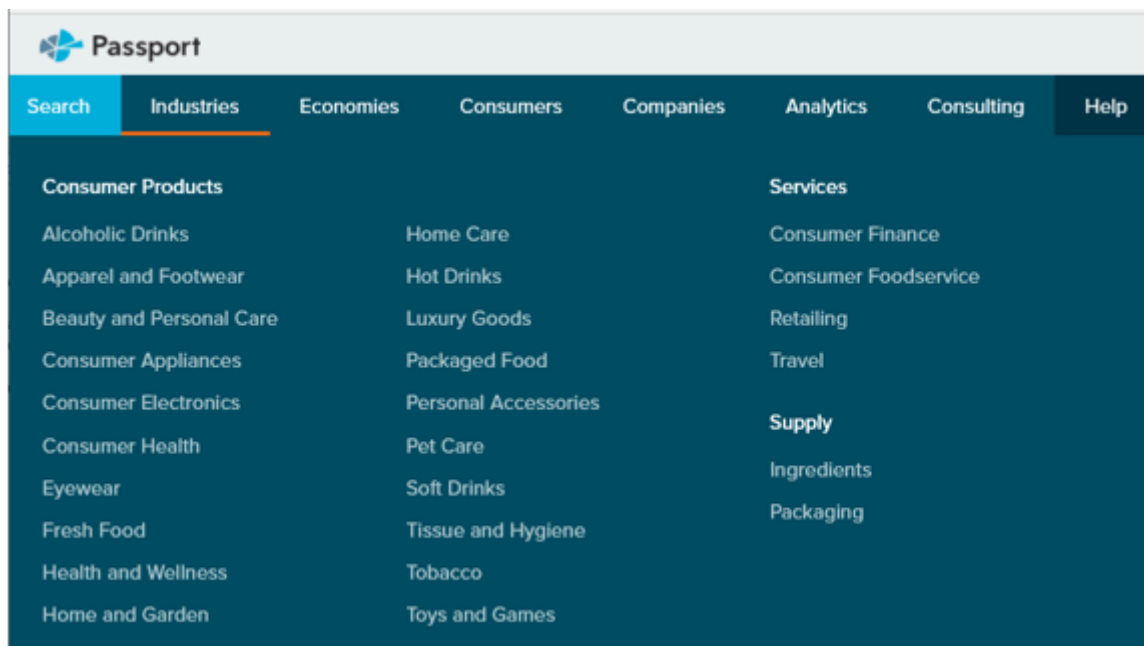
- obsahuje údaje o velikosti trhu v Kč i ve hmotných jednotkách,
- údaje lze získat za řadu jednotlivých zemí včetně České republiky,
- má poměrně dlouhé časové řady, a to 15 let historie a 5 let prognózy,
- data jsou uspořádána jak v podobě tabulek, tak grafů,
- data bývají k dispozici i pro poměrně podrobné členění trhu z hlediska druhu zboží (např. horké nápoje v členění na kávu, čaj a ostatní, oděvy v členění na pánské, dámské a dětské apod.),
- data jsou v podobě spotřeby nebo prodeje v daném regionu, takže se hodí pro vymezení velikosti relevantního trhu mnohem lépe než obvyklejší statistiky zjišťované jako součet tržeb firem z daného odvětví.
- kromě samotných číselných dat databáze obsahuje i stručnou charakteristiku situace na trhu a očekávané trendy i stručné informace o vedoucích firmách na daném trhu,
- uživatelské prostředí databáze a forma výstupů jsou poměrně příjemné.

Databáze má ale i určité **nevýhody**:

- z pohledu oceňování je asi hlavní nevýhodou omezení pouze na vybrané trhy spotřebního zboží, při oceňování výrobních podniků tak není přímo pro vymezení velikosti relevantního trhu použitelná vůbec, nebo spíše jako indikace vývoje spotřeby daného produktu konečnými spotřebiteli,

- údaje nemusí být k dispozici v plném rozsahu vždy u všech druhů zboží pro všechny jednotlivé země,
- někdy se ozývají určité námitky z řad uživatelů ohledně odlišností minulých čísel pro dané trhy oproti jiným pramenům a ohledně důvěryhodnosti samotných prognóz; oprávněnost těchto námitk by ale bylo třeba podrobněji analyzovat, sama agentura deklaruje, že její prognózy jsou spolehlivé a nejsou zkreslené ani v optimistickém, ani v pesimistickém směru.

Obr. 4: Passport – přehled trhů se spotřebním zbožím obsažených v databázi



Zdroj: Euromonitor International: Passport [online]

Obr. 5: Passport – ukázka výstupu z databáze ve formě časové řady

Trh Fresh Food v členění na skupiny Sweet Biscuits, Snack Bars and Fruit Snacks, minulá časová řada dostupná za roky 2006 až 2020, prognóza za roky 2021 až 2025

Stats Type	Geography	Category	Data Type	Unit	Current Constant	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	Czech Republic	Sweet Biscuits, Snack Bars and Fruit Snacks	Retail Value RSP	CZK million	Current Prices	7 249,3	7 481,3	7 570,2	7 726,5	7 892,9	8 083,9	8 289,0
	Poland	Sweet Biscuits, Snack Bars and Fruit Snacks	Retail Value RSP	PLN million	Current Prices	3 814,6	4 098,5	4 253,3	4 469,5	4 716,0	4 989,5	5 277,1
	Germany	Sweet Biscuits, Snack Bars and Fruit Snacks	Retail Value RSP	EUR million	Current Prices	2 220,4	2 239,8	2 100,7	2 154,8	2 224,6	2 299,3	2 376,8

Zdroj: Euromonitor International: Passport [online, 4. 9. 2020]

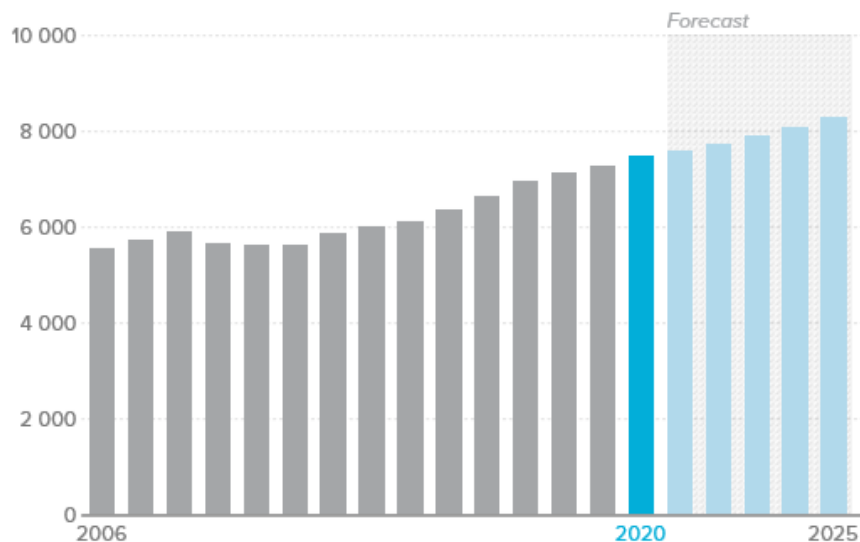
Obr. 6: Passport – ukázka analytického výstupu s minulou a prognózovanou velikostí a růstem trhu pro tržní segment Sweet biscuits, snack bars and fruit snacks

Market Sizes

Sales of Sweet Biscuits, Snack Bars and Fruit Snacks

Retail Value RSP - CZK million - Current - 2006-2025

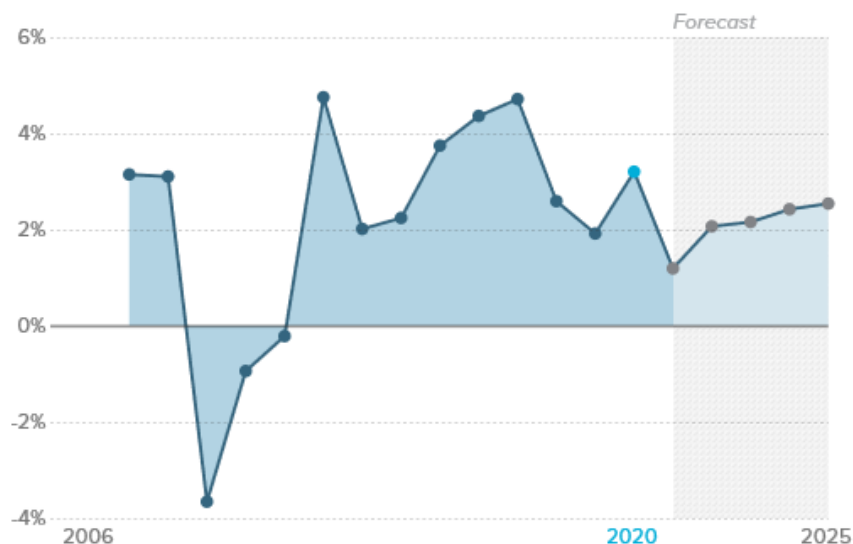
7 481



Sales Performance of Sweet Biscuits, Snack Bars and Fruit Snacks

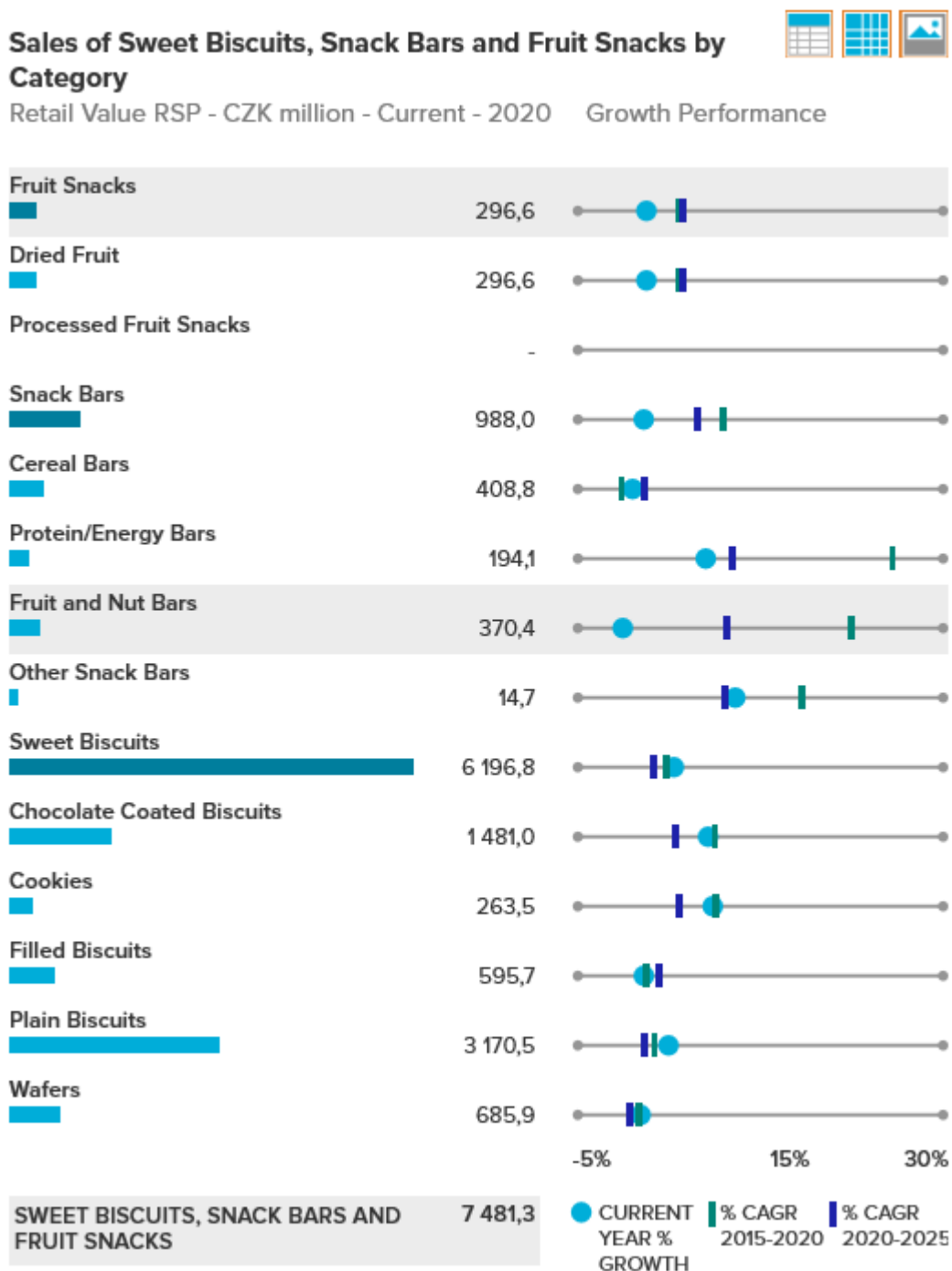
% Y-O-Y Retail Value RSP Growth 2006-2025

3.2%



Zdroj: Euromonitor International: Passport [online, 4. 9. 2020]

Obr. 7: Passport – ukázka analytického výstupu s podrobnější analýzou růstu jednotlivých hlavních produktů v rámci tržního segmentu Sweet biscuits, snack bars and fruit snacks



Zdroj: Euromonitor International: Passport [online, 4. 9. 2020]

b) IBISWorld (www.ibisworld.com)

Agentura IBISW se zaměřuje na výzkum, analýzy a prognózy odvětví ve velkých zemích. Výstupy je možné zakoupit ve formě jednotlivých analytických zpráv.

Mezi hlavní **výhody** materiálů této společnosti patří:

- Jde o poměrně podrobné analytické zprávy vždy pro konkrétní odvětví a zemi v rozsahu cca 30 stran.
- Škála dostupných odvětví je podstatně širší než v případě Passportu.
- Časové řady obsahují 10 let minulosti a 5 let prognózy.
- Analytické zprávy obsahují nejen číselné a grafické údaje o velikosti odvětví, ale i charakteristicky odvětví a situace v nich a řadu dalších speciálních analytických informací významných i z hlediska oceňování. Komentáře jsou poměrně podrobné, doplněné názornými schématy. Pro oceňování mohou být užitečné například tyto informace:
 - popis hlavních faktorů a jejich působení na odvětví,
 - popis konkurenční situace v odvětví včetně bariér vstupu do odvětví,
 - analýza životního cyklu odvětví,
 - vyznačení odvětví, která dodávají do analyzovaného odvětví vstupy a která odebírají výstupy,
 - faktory, které jsou pro firmy v daném odvětví klíčové k úspěšnému fungování,
 - informace o volatilitě tržeb v daném odvětví,
 - jako většina obdobných analýz pak obsahují i informace o hlavních firmách v odvětví.

Analytické materiály mají z našeho hlediska i určité **nevýhody**:

- Hlavní nevýhoda je regionální omezení. Analýzy jsou zpracovávány pouze pro vybrané země, a to: Austrálie, Kanada, Čína, Německo, Irsko, Mexiko, Nový Zéland, Velká Británie, USA a globální zprávy. Pro naše potřeby by tak většinou nejvíce vyhovovaly analýzy pro Německo.
- Velikost trhu je zde vyjadřována pomocí tržeb a nikoli spotřeby.

Obr. 8: Odvětvová studie IBISWorld – ukázka souhrnného pohledu na hlavní charakteristiky trhu (velikost a růst trhu včetně prognózy, struktura hlavních produktů v rámci trhu, firmy s nejvyšším podílem na trhu, klíčové faktory trhu)

Industry at a Glance

Pet Stores in 2019

Key Statistics Snapshot

Revenue

\$19.4bn

Annual Growth 14–19

2.6%

Annual Growth 19–24

1.6%

Profit

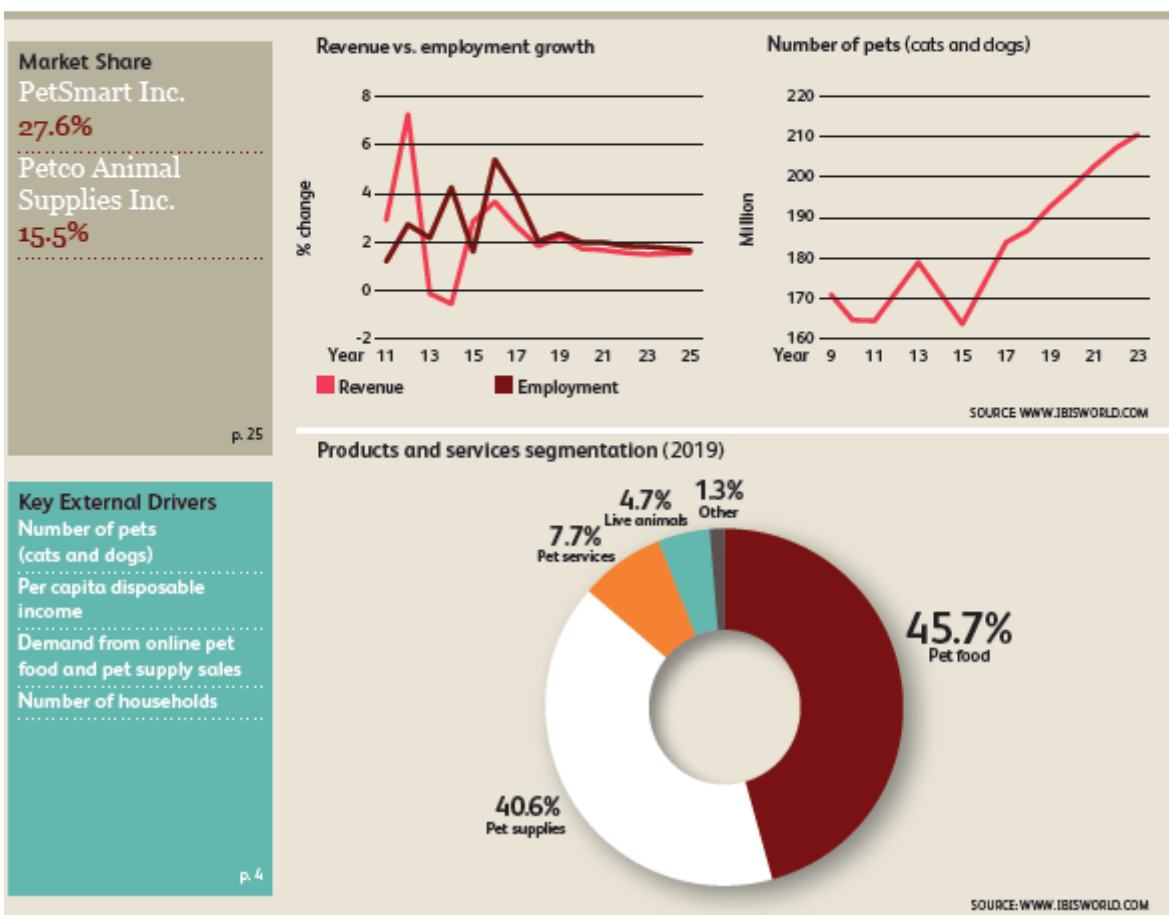
\$832.1m

Wages

\$2.9bn

Businesses

13,962



Zdroj: IBISWorld, 2019

Obr. 9: Odvětvová studie IBISWorld – ukázka zachycení dodavatelského a odběratelského řetězce navazujícího na dané odvětví

Supply Chain

KEY BUYING INDUSTRIES

99

Consumers In the US

The Pet Stores industry relies on consumers to purchase pet products and to use industry services.

KEY SELLING INDUSTRIES

31111

Animal Food Production In the US

This industry supplies pet stores with a vast array of pet food.

33993

Toy, Doll & Game Manufacturing In the US

This industry supplies pet toys and accessories to industry operators.

54194

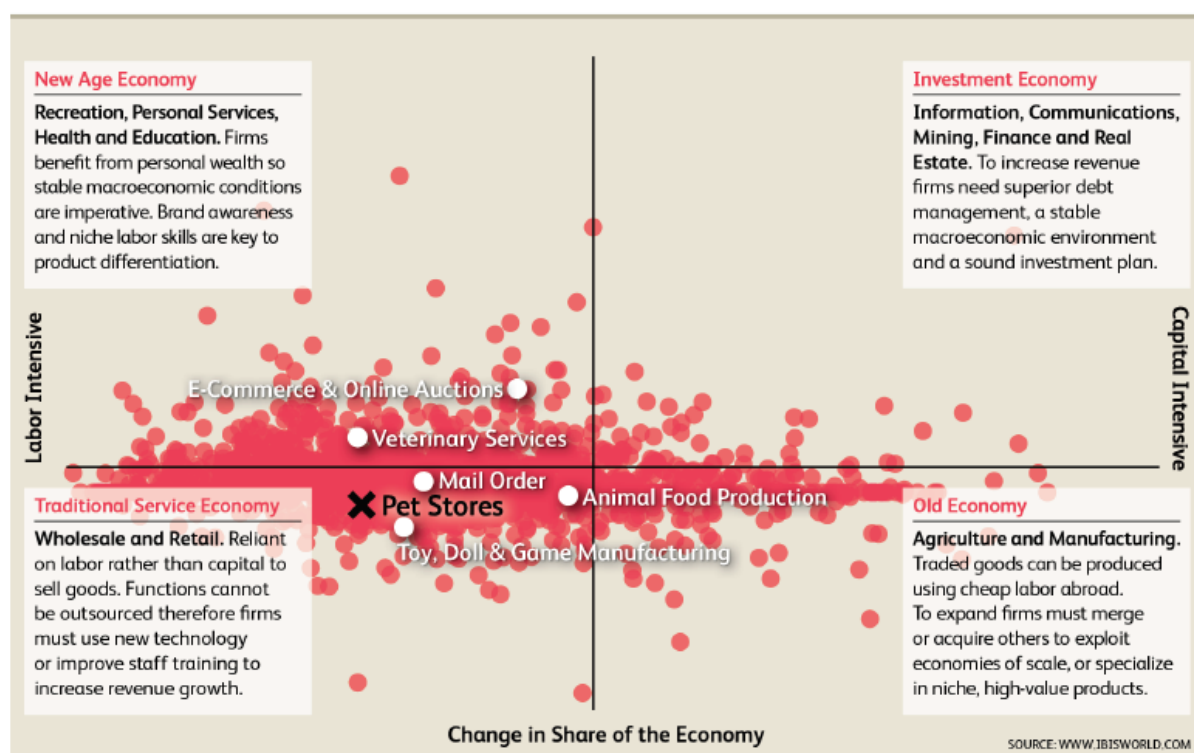
Veterinary Services In the US

This industry provides veterinary care services such as vaccinations to industry operators.

Zdroj: IBISWorld, 2019

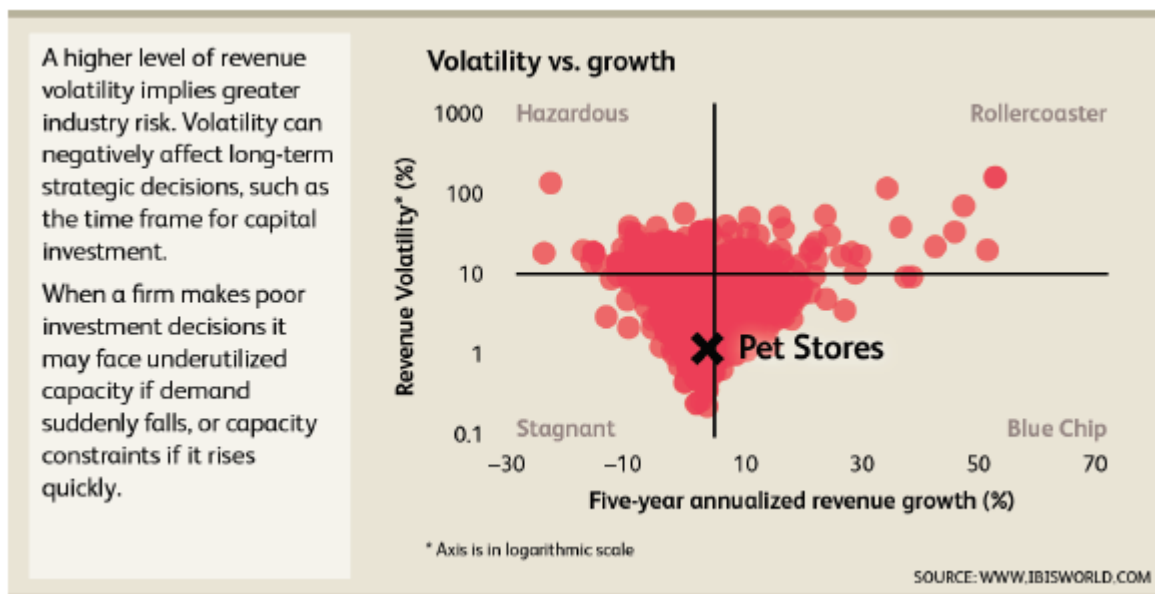
Obr. 10: Odvětvová studie IBISWorld – ukázka vyznačení pozice analyzovaného odvětví (Pet Stores) z pohledu pracovní versus kapitálové intenzity a vývoje podílu na ekonomice

Tools of the Trade: Growth Strategies for Success



Zdroj: IBISWorld, 2019

Obr. 11: Odvětvová studie IBISWorld – ukázka analýzy postavení analyzovaného trhu podle relace růstu a volatility



Zdroj: IBISWorld, 2019

Z uvedených příkladů je patrné, že existují dostupné, i když placené informační zdroje, které mohou napomoci znalcům a oceňovatelům zpracovávat podloženější znalecké posudky, zejména ty, které jsou zaměřeny na tržní hodnotu, případně objektivizovanou hodnotu. Charakteristiky vybraných databází jsou sice stručné. Je však patrné, že i přes jejich nesporné výhody pouze s nimi úplně nevystačíme, pokud bychom vycházeli z konceptu strategické analýzy, který je obsažen v našich publikacích (např. Mařík, 2018). Proto doporučujeme souběžně využívat pro projekci trhu a tržeb ještě další postupy, které velmi stručně nastíníme v dalších odstavcích.

2) Další dílčí informace o odvětví nebo trhu

Poněvadž v našich oblastech se neprosadila zásada specializace znalců a odhadců jen na určité obory, je žádoucí, aby oceňovatelé vždy prohledali dostupné prameny týkající se daného oboru a trhu a zjistili, zda tam nejsou naznačeny určité projekce do budoucna. Máme na mysli například předpovědi obsažené v materiálech různých oborových sdružení, informacích z tisku apod. Bohatší podniky, které mají zájem na skutečně seriózním ocenění, mohou znalci také předložit marketingové analýzy, které používají při zpracování finančních plánů. Vyhledávání analýz z různých zdrojů může být časově náročné a je otázkou, zda je znalci někdo zaplatí, nicméně je musíme jednoznačně doporučit.

V tomto případě obvykle půjde jen o dílčí informaci, například o očekávaném vývoji dané oblasti v určitém časovém horizontu, nebo vývoje faktoru významného pro daný trh. Přesto i takovéto dílčí informace mohou pomoci odhady znalce podpořit a zarámovat.

3) Regresní analýza zpracovaná znalcem

Vzhledem k tomu, že v našich krajích vládne v naznačených směrech poměrně velká informační nouze, navrhli jsme již dříve v našich publikacích jednoduchý způsob prognózy, které zpracuje sám oceňovatel (viz např. Mařík a kol. 2018). Východiskem by měl být výběr základních faktorů, které ovlivňují podstatným způsobem vývoj trhu, a pokud jsou tyto faktory samy prognózovány, mohou posloužit při dostatečné délce časových řad za minulost k použití regresní analýzy ke střednědobým odhadům dalšího vývoje.

Regresní analýzu je také vhodné doplnit prognózou založenou na vhodně zvoleném časovém trendu odvětví. Časový trend může pomoci zachytit vliv faktorů trhu, které nebylo možné z důvodu neexistence vhodných číselných údajů vložit přímo do regresní analýzy. Podmínkou ovšem je, že takovýto faktor působil již po určitou část minulosti a stejným způsobem se bude vyvíjet ještě alespoň několik let v budoucnosti. Zdůrazňujeme ale, že zejména časový trend pracující pouze s velikostí samotného odvětví nebo trhu nikdy nemůže být jediným nástrojem pro sestavení prognózy trhu. Znalec vždy musí posuzovat situaci na trhu a vývoj faktorů, které ovlivňují trh, a ne čistě mechanicky prodlužovat časovou řadu velikosti trhu.

Je však třeba zdůraznit, že tyto statistické modely, ať už ve zjednodušené, nebo v sofistikovanější podobě, by měl znalec chápat jako jednu z pomůcek, jak se dopracovat k podloženější prognóze, pokud ji musí zpracovávat sám. Výsledky nejen časového trendu, ale ani regresních modelů by neměly být dosazeny za prognózu trhu mechanicky, jen podle statistických pravidel. Znalec by měl prognózu rozumně posoudit, podložit dalšími ekonomickými argumenty a vyslovit se i k vlivu dalších faktorů, které na daném trhu působí a které ve statistických modelech zachyceny nejsou. V případě potřeby by měl udělat i úpravu výsledků statistického modelu na základě expertního odhadu, ovšem samozřejmě opět dobře zdůvodněnou vlivy, které nebylo možné statistického modelu promítnout.

Hlavním problémem pak zůstávají odhady dlouhodobého vývoje, pro které podle našeho názoru ve většině případů již nelze použít regresní analýzu.

4) Podnikové plány jako dílčí podklad

Jedním z dílčích zdrojů samozřejmě zůstávají i podnikové plány, které by však v případě tržní hodnoty neměly být ve většině případů základním zdrojem budoucích prognóz. Pokud je někdy znalci chtějí použít, měly by být doloženy patřičnými analýzami.

Samozřejmě v některých, i když spíše výjimečných situacích může mít podnik svůj plán sestaven na základně kvalitní strategické analýzy zpracované managementem, který disponuje mnohaletou detailní zkušeností z daného oboru, má velký přehled jak o minulém vývoji, tak i trendech do budoucna a vyhodnocení situace na relevantním trhu může být z jeho strany kvalitní. V takovýchto, byť vzácných, případech může být nakonec plán zpracovaný podnikem použit přímo i pro ocenění, ale opět by v posudku mělo být dostatečně prokázáno, z jakých analýz plán vychází, tyto analýzy by měly být znalcem posouzeny a ověřeny dalšími prameny a nástroji, aby bylo možné v posudku skutečně doložit, že plán je sestaven kvalitně a zároveň nestranně. Stále však platí, že odpovědnost za plán a za prognózy dlouhodobé budoucnosti nese znalec. Proto by oceňování významnějších podniků mělo být svěřeno personálně dobře vybaveným znaleckým ústavům.

5) Souběžné použití více nástrojů nebo pramenů pro prognózu první fáze

Podle našeho názoru by ideálním případem byla situace, kdy znalec má k dispozici spolehlivou prognózu zpracovanou profesionálními analytiky, která přesně odpovídá zadanému znaleckému úkolu jak z hlediska vymezení relevantního trhu oceňovaného podniku, tak z hlediska data, ke kterému se má oceňovat. V takovém případě by bylo možné tuto prognózu přímo převzít a ocenění na ní založit.

Tento ideální případ ale nastane jen vzácně. Proto je obvykle vhodné kombinovat větší počet výše naznačených postupů současně. Záleží samozřejmě vždy na konkrétní situaci a na spolehlivosti a kvalitě každého postupu nebo zdroje dat pro daný postup v daném konkrétním případě. Každopádně oceňovatel má pak obecně tyto možnosti, jak vhodně s alternativními podklady nebo celými prognózami naložit:

- některý z výše uvedených postupů zvolit jako hlavní a prognózu z něj plynoucí ostatními postupy podpořit,
- výsledky alternativních postupů použít ke korekci získaných výsledků a do výsledné prognózy tak citlivě a zdůvodněně promítnout hlediska, která alternativní postupy zachytily odlišně,
- využít prognózy plynoucí z jednotlivých postupů jako alternativní scénáře a s jejich pomocí pak zpracovat ocenění jako intervalový odhad (tento postup je, alespoň podle našeho názoru, velmi vhodný).

6) Odhad dlouhodobého růstu trhu pro druhou fázi

Rozhodujícím problémem bývá odhad dlouhodobého tempa růstu g , tzn. růstu od konce tzv. první fáze (od konce explicitně plánovaného období) do nekonečna, pokud se jedná o podnik, kde k datu ocenění nepředpokládáme omezenou dobu trvání. Tento odhad by se měl pohybovat mezi výší dlouhodobě předpokládané inflace a dlouhodobě předpokládaným tempem růstu nominálního HDP. Protože toto rozpětí může být poměrně vysoké, a růst na základě inflace by pravděpodobně podceňoval hodnotu podniku (nemusí tomu ovšem tak být vždy), je potřeba zvolit vhodný odhad dlouhodobého tempa růstu v rámci naznačeného rozpětí podložený nějakou rozumnou a obecněji přijatelnou úvahou.

V této souvislosti bychom chtěli upozornit na jednu poměrně rozšířenou slabinu ocenění. I v kvalitnějších znaleckých posudcích, ve kterých je zpracovaná prognóza relevantního trhu, bývá mnohdy pro druhou fázi automaticky použito stejné tempo růstu, jaké vyšlo pro poslední rok prognózy. Je samozřejmě dobře, když růst ve druhé fázi navazuje plynule na fázi první. Ale posloupnost uvažování by neměla být taková, že naprognózuji několik příštích let a když to vypadá, že se ke konci mé budoucí časové řady tempo růstu ustálí na nějaké hodnotě, tak ho zvolím jako růstu pro druhou fázi do nekonečna.

Úvaha by měla, pokud možno, vypadat tak, že znalec bude uvažovat o dlouhodobě udržitelném tempu růstu daného relevantního trhu nezávisle na sestavené prognóze první fáze a uvede pro svoji volbu dlouhodobého růstu nějaké konkrétní rozumně vypadající argumenty. Teprve pak je možné posoudit, zda první fáze skončila růstem blízkým zvolenému dlouhodobému tempu či nikoli. Pokud nikoli, tak je třeba buď prodloužit první fázi, nebo zařadit mezifázi a použít třífázovou metodu.

Závěry

Hlavní myšlenky z přechodného textu můžeme shrnout následující způsobem:

1. S přihlédnutím k normálnímu myšlení podnikatelů se domníváme, že základem ocenění je představa o předpokládaném vývoji trhu a návazně i podniku.
2. Klíčovým prvkem každého ocenění pak je strategická analýza, jejímž výsledkem by mimo jiné měla být perspektiva vývoje podnikových tržeb.
3. Strategická analýza by měla být nedílnou součástí dalších analýz podniku a měla by tvořit jednu z klíčových částí podnikového plánu.
4. Analýza zveřejňovaných posudků, která byla zpracována v rámci několika diplomových prací, ukázala, že velká část znaleckých posudků na ocenění podniku strategickou analýzu vůbec nemá, a pokud ji mají, není sestavena tak, aby byla skutečnou oporou pro daný posudek. Zdá se, že zde platí zásada „ono se to chce, tak tam něco napíšeme“.
5. Pro prognózu trhu a potažmo tržeb podniku je možno použít několik placených databází. Problém je, že žádná ze zkoumaných databází zcela nesplňuje kritéria pro použitelnost v české znalecké praxi. Hlavní problém vidíme v tom, že zatím se dá usuzovat, že databáze neposkytují starší prognózy, které by byly potřeba pro ocenění k dřívějším datům. Proto by bylo žádoucí, kdyby například Ministerstvo spravedlnosti podpořilo řešení tohoto problému, který považujeme za dost zásadní. Zatím je tedy vhodné alespoň podpořit prognózu trhu ve strategické analýze použitím a kombinací více alternativních postupů.

Literatura:

- [1] Euromonitor International: *Passport* [online]. [vid. 2020-09-04]. Dostupné z: <https://www.portal.euromonitor.com>
- [2] Havlíková, Z. (2017): *Analýza úrovně znaleckých posudků pro výnosové ocenění podniku*. Diplomová práce VŠE Praha, KFOP, vedoucí M. Mařík
- [3] IBISWorld (2019): *Industry Report 45391 – Pet Stores in the US*. April 2019. Dostupné z <https://www.ibisworld.com>
- [4] Mařík, M. (2012): *Dvě koncepce oceňování podniku*. Oceňování č. 1/2012, ročník V, str. 3-9. ISSN 1803-0785
- [5] 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
- [6] Zákon č. 254/2019 Sb., o znalcích, znaleckých kancelářích a znaleckých ústavech

Strategická analýza jako důležitá součást struktury ocenění podniku

Miloš Mařík – Pavla Maříková

ABSTRAKT

Strategická analýza je klíčové východisko ocenění podniku, ale znalecká praxe s touto částí ocenění stále nepracuje odpovídajícím způsobem. Článek proto zdůvodňuje potřebu a účel strategické analýzy. Dále ukazuje, že častými způsoby pro zdůvodnění absence strategické analýzy je použití paušální výnosové metody nebo přebírání finančního plánu od oceňovaného podniku. Ve třetí části pak text rozebírá hlavní postupy, které by měly být využívány při dobře zpracované strategické analýze. Významný prostor je přitom věnován využití profesionálních analýz a prognóz zpracovaných specializovanými institucemi, které by mělo postupně získat větší zastoupení v české znalecké praxi, než je tomu dosud.

Klíčová slova: Hodnota; ocenění podniku; strategická analýza; relevantní trh; prognóza.

Strategic analysis as an important part of the company's valuation structure

ABSTRACT

Strategic analysis is a key starting point for company valuation, but expert practice with this part of valuation still does not work adequately. The article therefore justifies the need and purpose of strategic analysis. It further shows that frequent ways to justify the absence of a strategic analysis are to use the flat-rate income method or to take over a financial plan from the valued company. In the third part, the text discusses the main procedures that should be used in a well-designed strategic analysis. Significant space is devoted to the use of professional analyzes and forecasts prepared by specialized institutions, which should gradually gain greater representation in Czech expert practice than has been the case so far.

Key words: Value; business valuation; strategic analysis; relevant market; forecast.

JEL classification: G32

Specifika oceňování v sektoru vývoje léčiv [#]

Jakub Mašek ^{} – Radana Šmídová ^{**}*

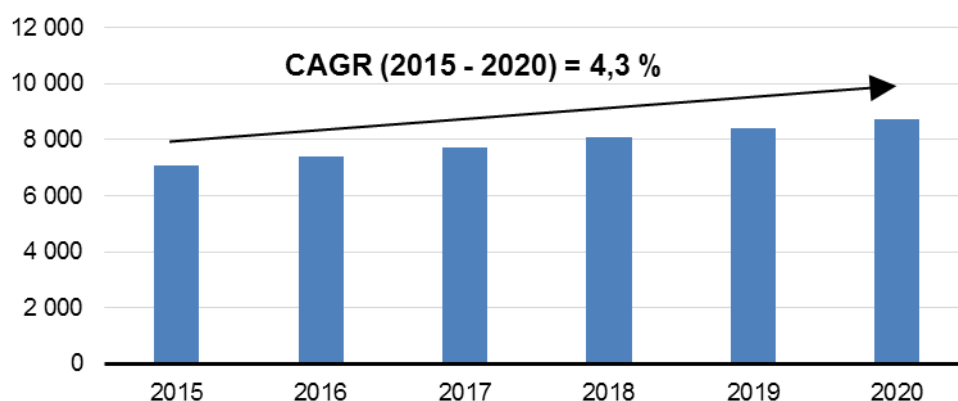
Úvod

S ohledem na pandemii SARS-CoV-2 a její vliv nejen na finanční trhy, ale celé globální hospodářství, je oceňování farmaceutických a biomedicínských společností v odborných kruzích aktuálně frekventovaně diskutovaným tématem. Analytici investičního sektoru neustále vyhledávají společnosti, které by očekávaný lék mohly vyvinout a umožnily současnou krizi ukončit. Proto jsme se v rámci tohoto článku rozhodli na aktuální problematiku reagovat s cílem metodologicky zanalyzovat specifické aspekty oceňování v tomto sektoru.

Aktuální trendy v sektoru zdravotnictví

Zdravotní systémy jsou dlouhodobě charakteristické zejména plošně rostoucími výdaji a přibývajícím množstvím pacientů, což je dáno zejména rostoucím množstvím obyvatel spojeným se stárnutím populace a expanzí chronických nemocí. Pro zvrácení těchto trendů je nutné zvýšení produktivity v celém sektoru a zlepšení jeho funkčnosti tak, aby se tyto nákladové tlaky v budoucnu zmírnily. Je nicméně nutné konstatovat, že nákladová inflace roste stále rychlejším tempem než růst HDP.¹

Obr. 1: Predikce globálních ročních výdajů ve zdravotnictví 2015 – 2020 (v mld. USD)



Zdroj: Vlastní zpracování, data Deiloitte 2018 Global health care outlook

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

^{*} Ing. Jakub Mašek – doktorand; Katedra financí a oceňování podniku, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze.

^{**} Ing. Radana Šmídová, Ph.D. – odborný asistent; Katedra financí a oceňování podniku, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze.

¹ SINGHAL, Shubham a COE Erica: The next imperatives for US healthcare. *McKinsey & Company* [online]. 2016 [cit. 2020-07-18]. Dostupné z: https://healthcare.mckinsey.com/sites/default/files/MCK_NextImperatives.pdf

To znamená, že zdravotnictví má jako celek v komparaci s ostatními sektory stále větší ekonomický význam a jeho velikost kontinuálně roste. To však mimo jiné implikuje i to, že v jiných sektorech jako infrastruktura, školství nebo obrana bude docházet k deficitům nebo poklesu výdajů.²

Sektor zdravotnictví je navíc známý několika negativními charakteristikami, jako je nízká úroveň transparentnosti v cenotvorbě či slabá korelace mezi náklady a kvalitou. Dalším důležitým prvkem je pak vysoká míra státní regulace, která mnohdy zbrzdí potřebné inovační procesy.³

To vše vytváří silné inflační tlaky, na které musí reagovat zejména plátcí zdravotní péče, kteří svým zákazníkům následně zvyšují platby za zdravotní pojištění. Výdaje na zdravotnictví se jako procento příjmu domácností v posledních 30 letech totiž zvýšily o 60 %.⁴

Aby tedy bylo dosaženo finanční udržitelnosti, je potřeba, aby systém doznal následujících změn. Mělo by dojít zejména k dramatickému nárůstu produktivity, ke zlepšení funkčnosti celého sektoru a v neposlední řadě ke zvýšení míry zdraví v populaci.

Snahy implementovat tato opatření se někdy označují jako tzv. New Health Economics a jsou nezbytným předpokladem pro to, aby se růst výdajů ve zdravotnictví stal opět udržitelný a výdaje nedosahovaly dvojciferného tempa růstu.

S ohledem na propuknutí pandemie SARS-CoV-2 bude vliv na zdravotní systémy dvojího druhu.

V první řadě dojde k značnému prohloubení fyzického i psychického vyčerpání zdravotních pracovníků spolu s opotřebením nemocniční infrastruktury. V další řadě pak k odkládání plánovaných zdravotních procedur a značnému snížení ochoty pacientů konzultovat chronické zdravotní potíže a podrobovat se běžným vyšetřením, což v budoucnu způsobí zvýšenou míru zdravotních komplikací.

Zajímavé je to, že vzhledem k odsouvání či úplnému rušení neakutní zdravotní péče, celkové výdaje na zdravotnictví v některých zemích paradoxně klesaly.⁵ Nicméně zdravotní systémy budou muset projít komplexní reformou tak, aby byly dimenzovány na nečekané globální zdravotní krize jako v případě pandemie SARS-CoV-2.

Specifické rozdíly ve zdravotních systémech

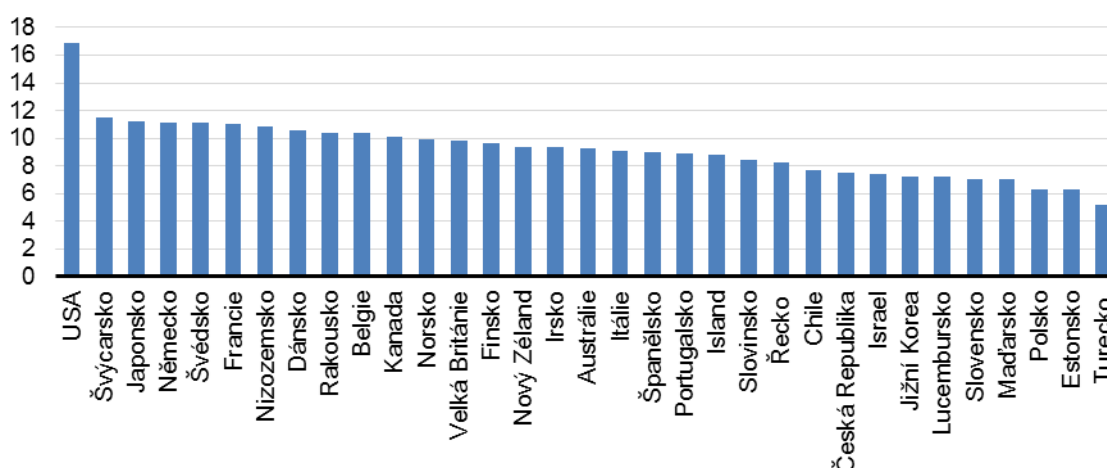
V rámci článku se budeme zabývat primárně západními zdravotními systémy, reprezentovanými americkým a evropským. Jak je vidět z grafu, zdravotní sektor v USA je charakteristický zejména vysokou angažovaností soukromého sektoru. Nicméně již z letmého pohledu na výši výdajů lze pozorovat, že USA každoročně vydává na zdravotnictví více než kterákoliv jiná země na světě.

² SINGHAL, Shubham a COE Erica: The next imperatives for US healthcare. *McKinsey & Company* [online]. 2016 [cit. 2020-07-18]. Dostupné z: https://healthcare.mckinsey.com/sites/default/files/MCK_NextImperatives.pdf

³ 2018 Global health care outlook: The evolution of smart health care. *Deloitte* [online]. 2018 [cit. 2020-07-18]. Dostupné z: <https://www2.deloitte.com/global/en/pages/life-sciences-and-healthcare/articles/global-health-care-sector-outlook.html>

⁴ SINGHAL, Shubham a COE Erica: The next imperatives for US healthcare. *McKinsey & Company* [online]. 2016 [cit. 2020-07-18]. Dostupné z: https://healthcare.mckinsey.com/sites/default/files/MCK_NextImperatives.pdf

⁵ Covid-19: the impact on healthcare expenditure. *The Economist Intelligence Unit* [online]. 2020 [cit. 2020-07-18]. Dostupné z: <https://www.eiu.com/n/campaigns/covid-19-the-impact-on-healthcare-expenditure/>

Obr. 2: Výdaje na zdravotnictví jako % HDP jednotlivých zemí

Zdroj: Vlastní zpracování, data Deiloitte 2018 Global health care outlook

Snahou americké vlády je tento poměr co nejvíce snížit, ovšem i tak se dá v následujících letech předpokládat, že bude nárůst výdajů v americkém zdravotnictví rychlejší než tempo růstu americké ekonomiky, na základě čehož by měl tento podíl do budoucna dále narůstat.⁶

Důvodem je, že se bude USA, potýkat se stárnoucí populací a pacienti budou vyžadovat kvalitnější péči, což bude působit jako další nákladový stimul. To je dáno zejména rozvojem nových vyšetření a zákroků pro infekční a chronické choroby.⁷

Poskytovatelé zdravotní péče, kteří čelí rostoucím nákladům a tím pádem i klesajícím maržím implementují nové strategie, jak snižovat náklady na léčení pacientů. Jednou z takových strategií je léčení pacientů mimo nemocniční zařízení. To podle dat společnosti Deiloitte zapříčinilo, že poměr poskytování péče v nemocnicích vůči poskytování péče mimo nemocnice klesl od roku 2004 o 10 %.⁸

Kromě toho se poskytovatelé zdravotní péče snaží zvýšit efektivitu pracovníků a zapojit do sektoru nové technologie, které mají přispět k dodatečným úsporám.

Dalším obecným trendem je to, že veřejnost i politická reprezentace silně tlačí na snižování nákladů ve zdravotnictví, což vede k tendenci snižovat ceny léků. Projevy těchto tendencí jsou např. konsolidace nemocnic nebo změny v platebních modelech.

V tomto procesu by měly hrát významnou roli i pojišťovny, které by se měly snažit přesvědčovat pacienty k tomu, aby využívali nejefektivnější metody a pomáhat poskytovatelům s akcelеровanou implementací opatření vedoucích k vyšší cenové transparentnosti.⁹

⁶ V souvislosti s pandemií SARS-CoV-2 pravděpodobně dojde k razantnímu prohloubení tohoto trendu.

⁷ 2018 Global health care outlook: The evolution of smart health care. *Deiloitte* [online]. 2018 [cit. 2020-07-18]. Dostupné z: <https://www2.deloitte.com/global/en/pages/life-sciences-and-healthcare/articles/global-health-care-sector-outlook.html>

⁸ 2018 Global health care outlook: The evolution of smart health care. *Deiloitte* [online]. 2018 [cit. 2020-07-18]. Dostupné z: <https://www2.deloitte.com/global/en/pages/life-sciences-and-healthcare/articles/global-health-care-sector-outlook.html>

⁹ Pharma 2020: Challenging business models. *PWC | Global* [online]. 2009 [cit. 2020-07-18]. Dostupné z: <https://www.pwc.com/gx/en/pharma-life-sciences/pdf/challenge.pdf>

Stejně jako v USA ani růst výdajů v Evropě nelze do budoucna pokrýt ze stávajících zdrojů financování – zdravotní pojištění a daně. K rostoucím nákladovým tlakům se navíc přidává implementace nových technologií, která by měla přispět ke zvýšení produktivity, zároveň však tlačí na růst výdajů.¹⁰

Evropské země se snaží modely fungování svého zdravotnického sektoru reformovat, prozatím však s mizivým úspěchem. EU proto kontinuálně vyvíjí snahy o harmonizaci zdravotních systémů napříč členskými státy. Od těchto opatření si slibuje snazší kontrolu nákladů, uvádění nových léků a zařízení na trh a lepší využití zdravotnických kapacit.¹¹

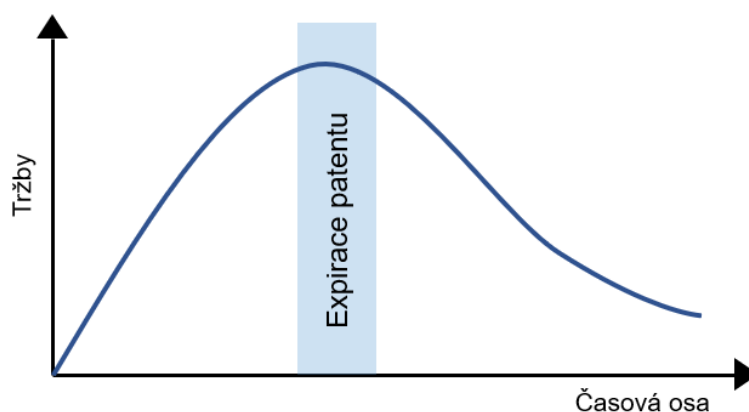
Charakteristika farmaceutického a biomedicínského sektoru

Nyní se pokusíme charakterizovat farmaceutický a biomedicínský sektor a vhodně je odlišit. Obě odvětví totiž shodně produkují léky, rozdíl však tkví v základu produktů. V případě biomedicínského sektoru je základem léku biologická látka – primárně bakterie či enzymy. U farmaceutického je jím látka chemická.¹²

Biotechnologický i farmaceutický sektor jsou však z hlediska ekonomických atributů velmi podobné. V obou dvou odvětvích musí společnosti značně investovat do vývoje a schvalování léku, po němž získávají exkluzivní patentové právo na dobu určitou.

Po jeho expirování pak dochází ke značnému snížení prodejů, což je fáze označovaná jako „patent cliff“ neboli „patentový útes“.¹³ Důvodem je to, že jsou léky vystaveny konkurenci levnějších, generických léků, které mají identické složení.¹⁴

Obr. 3: Vývoj tržeb po expiraci exkluzivních patentových práv – patentový útes



Zdroj: Vlastní zpracování

¹⁰ The future of healthcare in Europe. *Economist Intelligence Unit* [online]. 2011 [cit. 2020-07-18]. Dostupné z: https://www.janssen.com/croatia/sites/www_janssen_com_croatia/files/the_future_of_healthcare_in_europe_0.pdf

¹¹ Europe's healthcare systems face reform to meet growing challenges. *United Europe* [online]. 2015 [cit. 2020-07-18]. Dostupné z: <https://www.united-europe.eu/2015/03/europes-healthcare-systems-face-reform-to-meet-growing-challenges>

¹² SEGAL, T. Biotech vs Pharmaceutical company. *Investopedia* [online]. 2017 [cit. 2020-07-18]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/ask/answers/033115/what-difference-between-biotechnology-company-and-pharmaceutical-company.asp>

¹³ STAFF, I: Patent Cliff. *Investopedia* [online]. 2017 [cit. 2020-07-18]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/p/patent-cliff.asp>

¹⁴ Generické léky jsou medikamenty identické se „značkovými“ léky (mají stejnou API neboli aktivní léčebnou látku), jedná se ovšem o kopie.

Tento obchodní model má však zásadní nevýhodu v tom, že je produktové portfolio nutné v průběhu času neustále obměňovat, což s sebou nese nemalou míru nejistoty a rizika. Pokud totiž společnost není ve svých snahách vyvinout či získat nové léky úspěšná, čeká ji bankrot a odchod z trhu.

Farmaceutické a biomedicínské společnosti v současné době zaznamenávají plnou řadu výzev, které přicházejí spolu s expanzí již zmíněné New Health Economics. Tato inovační vlna se dá charakterizovat větším zapojováním informačních technologií do zdravotnictví a konsolidacemi mezi poskytovateli péče (zejména nemocnicemi) tak, aby došlo k nárůstu jejich provozní efektivity.¹⁵ Dalším důležitým faktorem je pak rostoucí tlak ze strany plátců zdravotní péče na ceny jednotlivých služeb a úkonů.¹⁶

V rámci „New Health Economics“ budou farmaceutické společnosti zastávat širší pole působnosti, které nebude zaměřeno jen na prodej produktů, ale širší pole cílů včetně efektivnějšího managementu nemocí.¹⁷

Vyhlídky na růst sektorů se jeví jako velmi pozitivní s tím, že růst by měl vyplývat zejména z implementování nových terapií. Výzkumné a vývojové snahy společností jsou proto čím dál více soustředěné na vývoj léků pro menší skupiny pacientů s potřebou speciálního druhu léčby.

Farmaceutický i biomedicínský sektor tak pomalu opouští model, kdy byl nejlepší sázkou na úspěch vývoj léku s co nejširším využitím. Trendem dnešní doby je naopak hledat a vyvíjet takové látky, které se zaměřují na specifické, často poměrně vzácné nemoci. Společnost je v takovém segmentu lépe schopna získat značnou konkurenční výhodu.

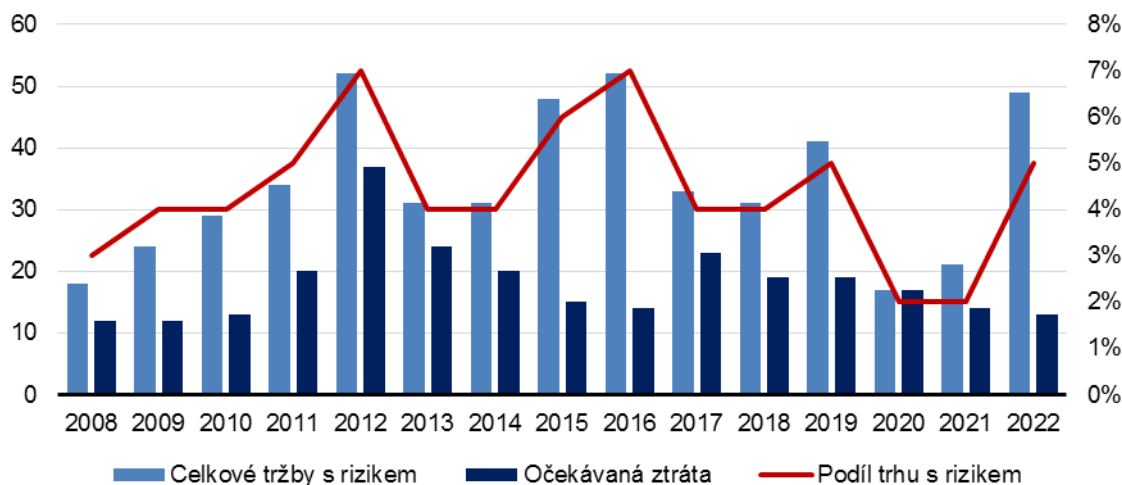
Tyto strategie korespondují s všeobecným novým trendem ve zdravotnictví, který se anglicky nazývá „precise medicine“ neboli „přesná medicína“. Ten by se dal charakterizovat jako snaha cílit nejen na specifický typ nemoci, ale upravovat medicínu i pro specifického pacienta.

Jak již bylo řečeno, dynamika v odvětví je neúprosná a po expiraci patentu nastává patentový útes (viz předchozí ilustrace). Analýza společnosti Evaluate Pharma (viz následující graf) odhaduje celkovou výši tržeb ohroženou tímto efektem v jednotlivých letech a predikuje očekávanou ztrátu tržeb po expiraci exkluzivního patentu.

¹⁵ Poskytovatelé zdravotní péče jsou např. nemocnice, polikliniky či privátní lékaři.

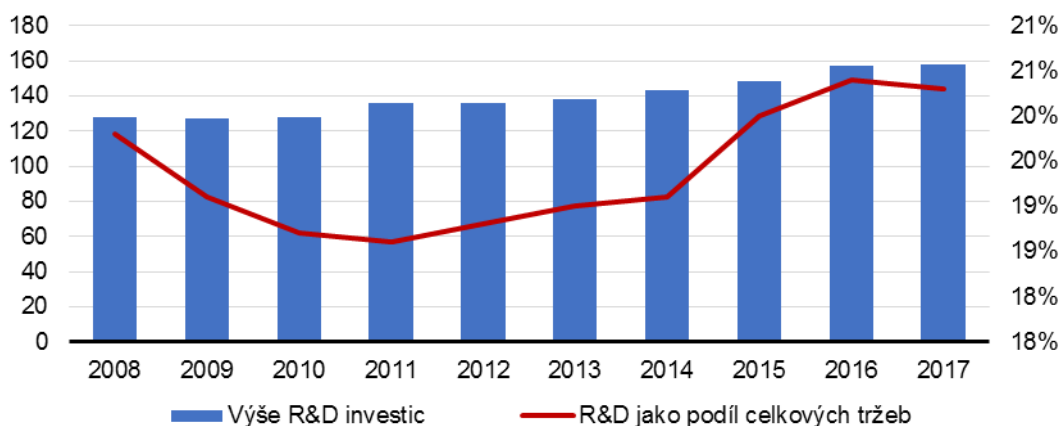
¹⁶ Primárně zdravotní pojišťovny.

¹⁷ Pharmaceuticals and Life Sciences: Industry Trends. *Stratégie & Part of the PwC network | Global* [online]. 2017 [cit. 2020-07-18]. Dostupné z: <https://www.strategyand.pwc.com/media/file/2017-Pharmaceuticals-and-Life-Sciences-Industry-Trends.pdf>

Obr. 4: Tržby s rizikem z důvodu expirace exkluzivního patentového práva (v mld. USD)

Zdroj: Vlastní zpracování, data z Evaluate Pharma World Preview 2017

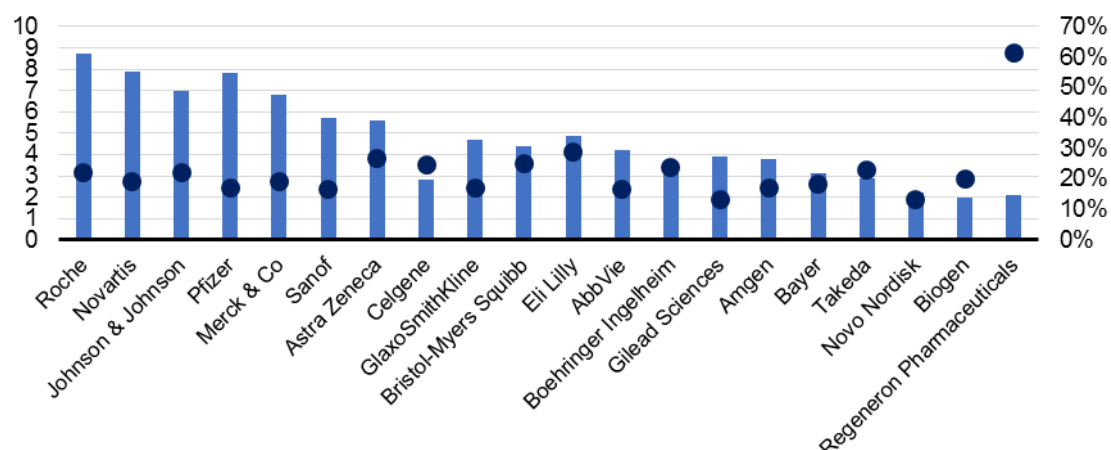
Mění se prostředí tak společnosti rapidně transformuje a nutí je k úpravě modelů jejich fungování. U biomedicínských společností je vždy jedním z největších rizik neúspěch klinických testů, což je riziko zejména u menších společností s malými nebo nulovými tržbami. V takových případech neúspěch testu nezřídka znamená i ukončení činnosti společnosti.

Obr. 5: Výdaje farmaceutického sektoru na výzkum & vývoj (R&D v mld. USD)

Zdroj: Vlastní zpracování, data z Evaluate Pharma World Preview 2017

Společnosti kvůli dynamice v odvětví masivně investují do vývoje, schvalování a komercializace nových léků. Celkové výdaje farmaceutického sektoru v roce 2016 pak dosáhly úrovně 157 mld. USD, což je 5,9 % růst oproti roku předcházejícímu. Výše těchto investic je z pohledu výše tržeb společností průměrně na úrovni kolem 20 %.¹⁸

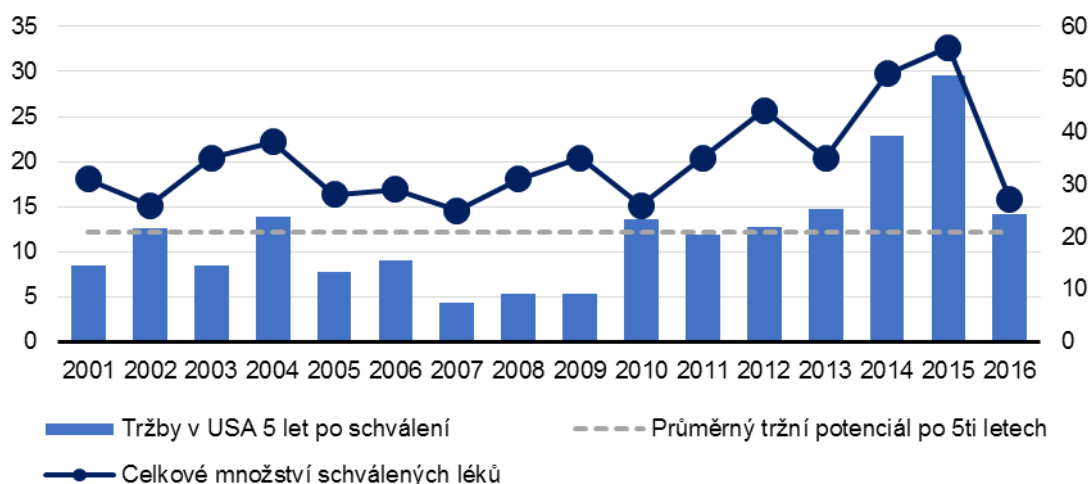
¹⁸ World Preview 2017: Outlook to 2022. *Evaluate Pharma* [online] 2017 [cit. 2020-07-18]. Dostupné z: <http://info.evaluategroup.com/rs/607-YGS-364/images/WP17.pdf>

Obr. 6: Absolutní výše R&D nejvýznamnějších farmaceutických biomedicínských společností (v mld. USD) a R&D jako procento z tržeb roku 2016

Zdroj: Vlastní zpracování, data z Evaluate Pharma World Preview 2017

Posledním grafem, který ilustruje vývojové tendence v sektoru, je graf znázorňující počet nově vyvinutých a schválených látek v daném roce a výši tržeb, které generují 5 let po uvedení na trh v USA.

Z grafu je poměrně názorně vidět, že počet schválených látek klesl mezi lety 2015 a 2016 na téměř polovinu, což značí poměrně výrazný pokles výzkumné produktivity. Podle analytiků jde však spíše o krátkodobý výkyv.¹⁹

Obr. 7: Celkové množství FDA schválených léků a výše tržeb 5 let po jejich uvedení na trh

Zdroj: Vlastní zpracování, data z Evaluate Pharma World Preview 2017

¹⁹ World Preview 2017: Outlook to 2022. *Evaluate Pharma* [online] 2017 [cit. 2018-05-14]. Dostupné z: <http://info.evaluategroup.com/rs/607-YGS-364/images/WP17.pdf>

Proces vývoje a schvalování léků

Důvodem pro vysokou míru rizika není pouze expirace patentového práva, po němž je lék vystaven konkurenci tzv. generických léků, ale celkový proces vývoje a schvalování, který s sebou nese vysoké riziko neúspěchu.

Proces schvalování nového léku probíhá přes tři kola klinického testování s tím, že čtvrtá fáze již standardně probíhá v období po schválení, na základě zpětné vazby uživatelů. Testy jsou klíčové nejen proto, aby byly látky bezpečné, ale i proto, aby nezávislý orgán ověřil jejich účinnost.

Testování se kromě schvalování látek týká i jejich sériové výroby a skladování, a to s ohledem na bezpečnost a efektivitu těchto procesů.

Schvalovací proces je nutné absolvovat v každé zemi. Nicméně schvalovací procedura a časové období nutné pro schválení se mezi zeměmi významně liší. Ve státech Evropské unie, Švýcarsku, Kanadě a Austrálii jsou regulatorní požadavky a schvalovací procesy podobné těm v USA, kde je schvalovací proces založen primárně na výsledcích klinických testů. Nyní si jednotlivé fáze klinického testování podrobněji popíšeme.

Předklinická fáze – standardní sekvence kroků farmaceutické studie začíná již v předklinické fázi vývoje léku, v níž dochází k testování na zvířatech, během kterého se výzkumníci snaží určit toxicitu a efektivitu látky.

Zvířatům se často podává vícero dávek a různá množství tak, aby se vyloučilo potenciální nebezpečí pro lidské subjekty. Tyto druhy testů slouží společnosti zejména k tomu, že je na jejich základě schopna určit, zda je látka vhodná k dalšímu vývoji a testům.²⁰

Nultá fáze – je již prováděna na lidských pacientech, kterým je podána mikrodávka, jež má určit, zda látka na pacienty působí tak, jak bylo původně předpokládáno v předklinické fázi. Nultá fáze většinou probíhá jen na několika lidech a poměrně často dochází k jejímu přeskočení do první fáze testů.

První fáze – v rámci této fáze již dochází k plnému testování na lidských subjektech v malých skupinách do 80 dobrovolníků. Testy jsou většinou prováděny specializovanými společnostmi, které se na tento typ činnosti zaměřují.

V této fázi je primární snahou zjistit bezpečnost látky na zdravých pacientech (výjimku mohou tvořit pacienti s rakovinou a HIV), kteří za svoji účast v testu dostávají finanční odměnu. Dále se zjišťuje i to, jak je látka absorbována, distribuována a vylučována tělem a potenciální trvání její účinnosti. První fáze klinických testů standardně probíhá v časovém rozmezí 1 až 3 roky.²¹

Druhá fáze – úkolem druhé fáze je primárně zjistit, jaký má látka efekt. Množství lidských subjektů je širší než v případě prvního testu (100 až 300) s tím, že tyto subjekty trpí cílenou nemocí.

²⁰ VILLIGER, Ralph a Boris BOGDAN. *Valuation in Life Sciences: A Practical Guide*. Berlin, Germany: Springer-Verlag Berlin and Heidelberg GmbH & Co., 2010, str. 10. ISBN 9783642108198.

²¹ VILLIGER, Ralph a Boris BOGDAN. *Valuation in Life Sciences: A Practical Guide*. Berlin, Germany: Springer-Verlag Berlin and Heidelberg GmbH & Co., 2010, str. 10. ISBN 9783642108198.

Obecně lze konstatovat, že v této fázi se zjistí dodatečné informace ohledně bezpečnosti látky a jejího dávkování. Druhá fáze typicky trvá v časovém rozmezí 2 až 3 roky.

Třetí fáze – tato fáze má především určit efektivnost terapie v praktických podmínkách, čemuž odpovídá i množství lidských subjektů, které se pohybuje mezi 500 až 20 000, což má zajistit statistickou signifikantnost vzorku. Cílem je určit i relativní efektivitu vůči současným způsobům léčby.

Třetí fáze klinických testů je vzhledem ke své velikosti jak finančně, tak i časově a organizačně nejnákladnější a trvá přibližně 2 až 7 let.²²

Regulatorní prověrka – Pakliže látka úspěšně projde všemi fázemi klinických testů, jsou výsledky předloženy regulatorním agenturám FDA (USA) či EMA (EU), které na základě zjištěných okolností, prezentovaných dat a možných rizik začnou se schvalovacím procesem. Ten může skončit schválením, odmítnutím nebo požadavkem na zaslání dodatečných informací. S ohledem na okolnosti může regulatorní prověrka trvat 6 měsíců až několik let.

Post-zkušební fáze – lék je již plně schválen a dostal povolení k prodeji, látka je ovšem dále testována, zejména s ohledem na bezpečnost. Jsou tedy zkoumány primárně dlouhodobé negativní efekty, které mohly být v rámci klinických testů opomenuty.²³

Výjimky ve schvalovacích procesech – v procesu schvalování jsou ale i čtyři výjimky, které jsou dány zejména situacemi, kdy je potřeba daný lék dostat na trh co nejdříve, protože neexistuje žádná alternativní možnost léčby.

Akcelерованé povolení – jde o povolení udělované ze strany FDA, které se vztahuje na látky, které se ukázaly jako bezpečné a efektivní a zároveň mají určité výhody nad existujícími způsoby léčby.

„Fast track“ povolení – tento druh povolení se vztahuje na látky, které mají potenciál léčit choroby, které prozatím nelze vyléčit. V rámci tohoto režimu vyvíjí regulatorní orgán maximální snahu proces schvalování co nejvíce zrychlit, což se projevuje např. v možnosti častějších schůzek s FDA, na kterých se diskutuje průběh vývoje látky, pomoc s návrhem klinických testů a prověřování dokumentů.

Průlomová terapie – toto stanovisko je udělováno látkám s potenciálem léčit vážné choroby a zároveň významným způsobem vylepšit stávající terapii. V rámci komunikace s FDA je pak navrhnut neefektivnější způsob klinického vývoje.

Prioritní prověření – posledním zvláštním stanoviskem je prioritní prověření. To je udělováno ve chvíli, kdy by v případě schválení látky došlo k významnému zvýšení bezpečnosti a efektivnosti léčby či možnosti nemoc lépe diagnostikovat.

Prakticky se jedná primárně o to, že FDA či EMA v rámci regulatorní prověrky vynese své stanovisko ve zrychleném režimu.

²² VILLIGER, Ralph a Boris BOGDAN. *Valuation in Life Sciences: A Practical Guide*. Berlin, Germany: Springer-Verlag Berlin and Heidelberg GmbH & Co., 2010, str. 11. ISBN 9783642108198.

²³ VILLIGER, Ralph a Boris BOGDAN. *Valuation in Life Sciences: A Practical Guide*. Berlin, Germany: Springer-Verlag Berlin and Heidelberg GmbH & Co., 2010, str. 12. ISBN 9783642108198.

Vzhledem k povaze trhu mají práva nehmotného vlastnictví společnosti extrémně vliv na hodnotu daných společností. Ty si proto kromě samotných látek patentují i metody léčby, přenosu látky a její výroby včetně výrobních obchodních tajemství, která mohou prodloužit exkluzivitu i za datum expirace patentu.

Po schválení léku regulačním orgánem, získává společnost exkluzivní právo na prodej s předem určeným datem expirace. Po jeho vypršení mohou začít lék prodávat i konkurenti a ten je tak vystaven konkurenci generických léků.²⁴

Tato doba je např. v USA v délce trvání 20 let od vyplnění patentu s tím, že je možné exkluzivní patent prodloužit. Důvodem je, že datum schválení patentu často předchází jeho regulačnímu schválení, a proto může být délka jeho trvání prodloužena.

Celkově je výzkum a vývoj nových léčiv nesmírně nákladný, nedávná studie výzkumníků z London School Economics & Political Science odhadla, že medián nákladů, za které je možné dostat nový lék na trh, je 985 mil. USD.²⁵

Závěry k oceňování v sektoru vývoje léků

Oceňování společností, které se zaměřují na vývoj léků, je specifické z několika základních důvodů.

Tím prvním a nejvíce důležitým je, že společnosti, kterým se úspěšně podaří vyvinout nový lék, odpovídající na poptávku ze strany pacientů, mají exkluzivní patentové právo pouze na dobu určitou. Po expiraci tohoto práva je lék vystaven konkurenci generických léků, čímž se tržby z prodeje graduálně snižují.²⁶

Společnost, která je aktuálně relativně úspěšná, musí vždy řešit, jak v budoucnu daný lék resp. zdroj příjmů nahradit. Proto je nucena investovat vysoké množství finančních prostředků do vývoje nových léků, kde však hrozí vysoká míra neúspěchu, buď toho důvodu, že se látku jednoduše nepodaří vyvinout nebo proto, že neprojde klinickými testy.

Dlouhodobý úspěch se tak z velké míry odvíjí od schopnosti společnosti získávat a uplatňovat patentová práva a získávat licence k technologiím vlastněným třetími stranami.

Ochrana patentových práv je v rámci farmaceutického a biomedicínského sektoru záležitostí komplexních právních otázek a lze si představit i situaci, kdy budou patenty napadeny třetí stranou. Stupně ochrany patentových práv se však mezi zeměmi značně liší. Není zde tedy žádná jistota, že vydání a ochrana patentu v jedné zemi bude následována obdobným procesem v zemi druhé.

²⁴ Jedná se o kopie originálního léku, které mají identické API (active pharmaceutical ingredient), standardně jsou však levnější.

²⁵ WOUTERS, Olivier J. a Jeroen LUYTEN. Estimated Research and Development Investment Needed to Bring a New Medicine to Market, 2009-2018. *JOURNAL OF THE AMERICAN MEDICAL ASSOCIATION*. 2020, 323(9), 844-853. DOI: 10.1001/jama.2020.1166.

²⁶ Jev známý jako „patent cliff“ neboli „patentový útes“.

Literatura:

- [1] VILLIGER, Ralph a Boris BOGDAN. Valuation in Life Sciences: A Practical Guide. Berlin, Germany: Springer-Verlag Berlin and Heidelberg GmbH & Co., 2010. ISBN 9783642108198.
- [2] WOUTERS, Olivier J. a Jeroen LUYTEN. Estimated Research and Development Investment Needed to Bring a New Medicine to Market, 2009-2018. *JOURNAL OF THE AMERICAN MEDICAL ASSOCIATION*. 2020, 323(9), 844-853. DOI: 10.1001/jama.2020.1166.
- [3] SINGHAL, Shubham a Erica COE. The next imperatives for US healthcare. McKinsey & Company [online]. 2016 [cit. 2018-05-14]. Dostupné z: https://healthcare.mckinsey.com/sites/default/files/MCK_NextImperatives.pdf
- [4] 2018 Global health care outlook: The evolution of smart health care. Deloitte [online]. 2018 [cit. 2018-05-14]. Dostupné z: <https://www2.deloitte.com/global/en/pages/life-sciences-andhealthcare/articles/global-health-care-sector-outlook.html>
- [5] World Preview 2017: Outlook to 2022. Evaluate Pharma [online] 2017 [cit. 2018-05-14]. Dostupné z: <http://info.evaluategroup.com/rs/607-YGS364/images/WP17.pdf>
- [6] Pharma 2020: Challenging business models. PWC | Global [online]. 2009 [cit. 2018-05-14]. Dostupné z: <https://www.pwc.com/gx/en/pharma-lifesciences/pdf/challenge.pdf>
- [7] Pharmaceuticals and Life Sciences: Industry Trends. Strategy& Part of the PwC network | Global [online]. 2017 [cit. 2018-05-14]. Dostupné z: <https://www.strategyand.pwc.com/media/file/2017-Pharmaceuticals-and-LifeSciences-Industry-Trends.pdf>
- [8] Europe's healthcare systems face reform to meet growing challenges. United Europe [online]. 2015 [cit. 2018-05-14]. Dostupné z: <https://www.unitedeurope.eu/2015/03/europes-healthcare-systems-face-reform-to-meet-growingchallenges>
- [9] SEGAL, T. Biotech vs Pharmaceutical company. Investopedia [online]. 2017 [cit. 2018-05-14]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/ask/answers/033115/what-difference-betweenbiotechnology-company-and-pharmaceutical-company.asp>

Specifika oceňování v sektoru vývoje léčiv

Jakub Mašek - Radana Šmídová

ABSTRAKT

Cílem článku je analýza specifik oceňování v rámci sektoru vývoje léčiv. Článek tak reaguje na aktuální dění kolem pandemie SARS-CoV-2 a snaží se poskytnout vodítko zejména těm zástupcům odborné obce, kteří příležitosti ve farmaceutickém a biomedicínském sektoru aktivně vyhledávají. V článku proto dochází k podrobné analýze celého odvětví, jeho dynamiky a sektorových specifíků, která jsou pro ocenění společnosti určující.

Klíčová slova: Oceňování; Farmacie; Biotech; Práva nehmotného vlastnictví; Patentová ochrana; Klinické testování.

ABSTRACT

The aim of this article is to analyse specific aspects of valuation in drug development sector. The article is reacting to recent development around SARS-CoV-2 pandemic and aims to provide valuable information to professionals from investment community interested in opportunities in pharma and biotech sector. Consequently article involves deep analysis of the industry, its dynamics and industry specifics that are determining for company valuation.

Key words: Valuation; Pharmacy; Biotech; Intangible assets; Patent protection; Clinical trials.

JEL klasifikace: G39

Hádanka akciové rizikové prémie [#]

*Petr Musílek**

Úvod

I když problematika chování akciové rizikové prémie (v diskutovaném článku označovaná za rizikovou premii kapitálového trhu) patří mezi hádanky světové moderní finanční ekonomie, tak je v České republice tato klíčová veličina v oblasti finanční ekonomie dost opomíjena. Proto jsem byl doslova nadšen, že manželé Maříkovi publikovali v roce 2019 svůj pohled na problematiku stanovení akciové rizikové prémie v českých podmínkách. Cílem jejich velmi kvalitně a precizně zpracovaného článku bylo „... hledat odpověď na otázku, jak odhadovat náklady vlastního kapitálu, a v jejich rámci především rizikovou premii kapitálového trhu, pro výnosové ocenění v rámci odhadu tržní hodnoty podniku ...“ (Mařík a Maříková, 2019a, s. 15). Cílem mého článku není v žádném případě kritizovat stat' Maříka a Maříkové, ale pouze dále rozvést či doplnit některé z jejich podnětných myšlenek, které jsou zmíněny v jejich rozsáhlém příspěvku, který vyšel na pokračování. Úvodní část mého diskusního článku se zaměřuje na podstatné závěry z výše uvedeného příspěvku. V samotném textu je pak nejdříve pozornost věnována prohloubení výkladu modelu CAPM. V následující části článku je diskuse koncentrována na problematiku implicitní rizikové prémie. V závěrečné části diskusního příspěvku představuji alternativní způsob stanovení akciové rizikové prémie.

1. Klasický model oceňování kapitálových aktiv

Jsem toho názoru, že manželé Maříkovi zcela adekvátně charakterizují běžnou znaleckou praxi, když uvádějí, že „... Jak známo, odhad nákladů vlastního kapitálu pro tržní hodnotu se běžně opírá o model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) ...“ (Mařík a Maříková, 2019a, s. 15). Na počátku šedesátých let minulého století vyslovili tři finanční ekonomové nezávisle na sobě následující otázku: „Předpokládejme, že investor spravuje svůj majetek s využitím teorie portfolia a investuje do hraničního portfolia. Jaký vliv má tato strategie na strukturu výnosových měr na akciových trzích?“. V odpovědi na tuto otázku rozvinuli Sharpe (1964), Lintner (1965) a Mossin (1966) teorii, která je známá jako model oceňování kapitálových aktiv (CAPM)¹, který ovládal teorii a praxi investování zejména v 80. a 90. letech minulého století. Každá standardní učebnice z oblasti investování s tímto modelem pracovala. Široké uplatnění našel CAPM při ohodnocování akcií, kapitálovém rozpočtnictví či měření výkonnosti správců investičního majetku. V následujících dekádách začalo sílit úsilí o modifikaci původního modelu oceňování kapitálových aktiv. Investiční analytici dávají často přednost modelu Blacka (1972) nebo Mertona (1973). Poněkud později model CAPM o faktor likvidity rozvinul Amihud a Mendelson (1986).

Mechanickým používáním tohoto tradičního akademického modelu z portfoliového investování na likvidním a konkurenčním akciovém trhu (obvykle americkém) se mohou

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

^{*} Prof. Ing. Petr Musílek, Ph.D. – profesor; Katedra bankovníctví a pojišťovnictví, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <petr.musilek@vse.cz>.

¹ Angl. Capital Assets Pricing Model (CAPM).

znalci dopouštět chybné interpretace tohoto přístupu. Proto si připomeňme základní východiska teorie kapitálových trhů, na kterých je založen model oceňování kapitálových aktiv:

1. Investoři diverzifikují své portfolio podle modelu Markowitze, přičemž konstruují toto portfolio tak, aby se nacházelo na efektivní hranici se zohledněním výnosově-rizikových preferencí.
2. Všichni investoři mají stejný investiční horizont.
3. Všichni investoři si mohou vypůjčit nebo zapůjčit za bezrizikovou výnosovou míru.
4. Neexistují žádné transakční náklady.
5. Neexistují daně z příjmů. Investor je neutrální k formě (dividenda nebo kapitálový zisk), ve které obdrží výnosovou míru z investičního instrumentu.
6. Všechna aktiva jsou nekonečně dělitelná. Investoři mohou zaujmout jakoukoli pozici při finančním investování bez ohledu na velikost jejich bohatství.
7. Investoři mají homogenní očekávání.
8. Neexistuje inflace.
9. Jednotlivec sám nemůže ovlivnit ceny investičních instrumentů.
10. Kapitálový trh je efektivní.

Dalším důležitým východiskem modelu CAPM je rozdělení celkového rizika na jedinečné riziko a systematické riziko. Jedinečné riziko vyplývá z aktivit emitenta určitého investičního instrumentu. Toto riziko může být při vhodné alokaci aktiv velmi efektivně diverzifikováno. Proto se také někdy označuje jako diverzifikovatelné riziko. Naopak systematické riziko je mimo kontrolu jednotlivých emitentů investičních instrumentů, protože vyplývá z celkového vývoje ekonomiky a jednotlivých makroekonomických veličin. Systematické riziko je nediverzifikovatelné, pokud investor vytváří portfolio pouze z domácích investičních instrumentů. Relevantním rizikem pro individuální akcie je tedy pouze systematické riziko, protože jedinečné riziko může být při portfoliovém investování eliminováno diverzifikací. Vztah mezi očekávanou výnosovou mírou a systematickým rizikem vyjadřuje přímka trhu cenných papírů (security market line - SML), kterou matematicky můžeme zapsat následujícím způsobem:

$$E(r_i) = r_f + \beta_i[E(r_m) - r_f], \text{ kde} \quad (1)$$

$E(r_i)$ je očekávaná výnosová míra aktiva i ,

r_f je bezriziková výnosová míra ze státních pokladničních poukázek,

$E(r_m)$ je očekávaná výnosová míra z tržního portfolia a

β_i beta faktor, který vyjadřuje citlivost i -té investice na změnu výnosové míry z tržního portfolia.

Klasický CAPM (často označovaný Sharpe-Lintnerův model) je velmi jednoduchý a elegantní model, vysvětlující vztah mezi očekávanou výnosovou mírou a rizikem. Čím je větší riziko (systematické), tím je větší očekávaná výnosová míra. Tento model má důležité implikace pro akciové kursy. Pokud existuje na akciovém trhu rovnováha, pak by každá správně oceněná akcie měla ležet na přímce trhu cenných papírů, poněvadž očekávané výnosové míry jsou ve vztahu k systematickému riziku. Klasický CAPM se stal v posledních dekáдах předmětem dramatické diskuse empirických finančních ekonomů. Získávají investoři premii pouze za systematické riziko nebo i za jedinečné riziko? Leží akcie na přímce trhu cenných papírů? Výzkum hlavního směru empirické finanční ekonomie v oblasti oceňování kapitálových aktiv na likvidních a konkurenčních trzích můžeme shrnout následujícím způsobem:

1. Přímka trhu cenných papírů má obvykle lineární charakter, i když někteří finanční ekonomové s tímto tvrzením nesouhlasí (např. Campbell, Lo a MacKinley /1997/).
2. Existuje pozitivní vztah mezi výnosovou mírou a systematickým rizikem.
3. Investoři jsou na likvidních akciových trzích odměňováni zejména za systematické riziko.
4. Akcie zpravidla leží velmi blízko přímky trhu cenných papírů.
5. Teoretická přímka trhu cenných papírů má strmější sklon než je sklon skutečné přímky trhu cenných papírů.

2. Některé modifikované verze CAPM

Předpoklady, na základě kterých je odvozen klasický CAPM, jsou považovány v soudobé finanční ekonomii za dost nereálné. Proto se investiční ekonomové pokusili vytvořit modifikované verze klasického CAPM, které odstraňují některé jeho nereálné předpoklady. Jedním z nereálných předpokladů klasické verze CAPM je skutečnost, že bezrizikové aktivum je volně dostupné všem investorům. Black (1972) vytvořil modifikovanou verzi modelu CAPM, ve které se neuvažuje s existencí bezrizikového aktiva. Tento model se nazývá **model oceňování kapitálových aktiv s nulovým beta faktorem** (Zero-Beta CAPM). Jestliže neexistuje bezrizikové aktivum, pak by mělo existovat jedno nebo více portfolií nekorelovaných s tržním portfoliem. Tyto portfolia se nazývají zero-beta portfolia, protože mají nulový beta faktor vzhledem k tržnímu portfoliu. Black tvrdí, že investor nemající přístup k bezrizikovému aktivu, bude kombinovat tržní portfolio s portfoliem s nulovým beta faktorem, které má nejnížší směrodatnou odchylku. Zero-Beta CAPM můžeme matematicky vyjádřit následujícím způsobem:

$$E(r_i) = E(r_Z) + \beta_i[E(r_m) - E(r_Z)], \text{ kde} \quad (2)$$

$E(r_i)$ je očekávaná výnosová míra z aktiva i ,

$E(r_Z)$ je očekávaná výnosová míra portfolia s nulovým beta faktorem, které má nejnížší směrodatnou odchylku,

β_i je beta faktor, který vyjadřuje citlivost investice i na změnu výnosové míry z tržního portfolia a

$E(r_m)$ je očekávaná výnosová míra z tržního portfolia.

Dalším z nereálných předpokladů klasického Sharpe-Litnerova modelu je skutečnost, že neexistuje daňové zatížení výnosů z investičních instrumentů. Pro klasický model CAPM bude pouze neutrální takový daňový systém, který bude používat jednotnou daňovou sazbu na všechny výnosy. Problémy však vznikají, jestliže jsou používány rozdílné sazby pro důchody a kapitálové zisky a navíc jsou rozdílné daňové sazby pro různé typy investorů. Předpokládejme, že daňová sazba pro kapitálové zisky je nižší než běžná daňová sazba. Brennan (1970) vytvořil **daňový model oceňování kapitálových aktiv** (T-CAPM), který matematicky vyjádříme takto:

$$E(r_i) = r_f + \beta_i[E(r_m) - r_f] - T(D_M - r_f) + T(D_i - r_f), \text{ kde} \quad (3)$$

$E(r_i)$ je očekávaná výnosová míra z aktiva i ,

r_f je bezriziková výnosová míra ze státních pokladničních poukázek,

β_i je beta faktor, který vyjadřuje citlivost investice i na změnu výnosové míry z tržního portfolia,

$E(r_m)$ je očekávaná výnosová míra z tržního portfolia,

T je koeficient, který zohledňuje rozdílné výše daňových sazeb pro důchody a kapitálové zisky,

D_M je dividendový výnos z tržního portfolia a

D_i je dividendový výnos z akcie i .

Očekávaný výnos v modelu T-CAPM je funkcí dividendového výnosu z akcie; čím je vyšší tento dividendový výnos, tím vyšší musí být výnosová míra před zdaněním. Jestliže dividendový výnos se rovná tržnímu výnosu a $\beta_i = 1,0$, pak očekávaná výnosová míra z aktiva i se rovná očekávané výnosové míře z tržního portfolia. Očekávaný výnos před zdaněním je funkcí beta faktoru i -tého aktiva, jeho dividendového výnosu a koeficientu T , který vyjadřuje rozdílné daňové sazby. Individuální investor se bude stále snažit držet diverzifikované portfolio, ale toto portfolio nemusí již mít charakter tržního portfolia. Např. investoři ve vyšších daňových skupinách budou sestavovat portfolia z instrumentů, které mají nízký dividendový výnos.

Klasická verze modelu CAPM předpokládá, že investory zajímá pouze riziko, které je spojeno s budoucími výnosovými mírami investičních instrumentů. Zdá se však, že investice jsou pouze prostředkem k budoucí spotřebě. Nejdůležitějšími riziky tedy jsou ta, která by mohla způsobit snížení očekávané budoucí spotřeby. Za významná rizika budoucí spotřeby jsou považovány budoucí příjem, budoucí relativní ceny spotřebních statků a budoucí investiční příležitosti. Např. Merton (1973) rozšířil původní model CAPM o optimální celoživotní spotřebu při zohlednění "mimotržních" zdrojů rizik. Mertonův model je ve finanční literatuře označován jako **multifaktorový model oceňování kapitálových aktiv** (multifactor CAPM - M-CAPM). Rizikovou premii pomocí modelu M-CAPM můžeme matematicky vyjádřit následujícím vzorcem:

$$E(r_p) = B_{pm} E(r_m) + B_{pF1} E(r_{F1}) + B_{pF2} E(r_{F2}) + \dots + B_{pFK} E(r_{FK}), \text{ kde} \quad (4)$$

B_{pm} je citlivost na změnu výnosové míry z tržního portfolia,

$E(r_m)$ je výnosová míra z tržního portfolia,

$E(r_p)$ je očekávaná riziková prémie,

K je počet „mimotržních“ zdrojů rizik,

B_{pFK} je citlivost portfolia na k -tý faktor a

$E(r_{FK})$ je očekávaná výnosová míra z k -tého faktoru minus výnosová míra z bezrizikového aktiva.

Model M-CAPM rozšiřuje odměnu investora o prémii za „mimotržní“ zdroje rizik. Problémem však je identifikace těchto „mimotržních“ faktorů.

3. Nezapomínejme na prémii za nelikviditu

Klasický model CAPM ignoruje různou míru likvidity jednotlivých investičních instrumentů. Likviditou se rozumí schopnost přeměnit investiční instrument v disponibilní peněžní prostředky, což je zpravidla spojeno s určitými transakčními a časovými náklady. Nejen investoři, ale i investiční ekonomové se domnívají, že nízká likvidita může podstatně snížit tržní ceny obchodovaných instrumentů. Faktoru likvidity nebyla až do poloviny 80. let minulého století v akademické investiční ekonomii věnována výraznější pozornost, kdy Amihud a Mendelson (1986) vytvořili **model oceňování kapitálových aktiv s premií za nelikviditu** (capital asset pricing model with illiquidity premium - IP-CAPM).

Klasický Sharpe-Lintnerův model CAPM vychází z předpokladu, že na trzích cenných papírů neexistují žádné transakční náklady, což je předpoklad opravdu nereálný. Investování na všech segmentech globálního investičního trhu je spojeno s transakčními náklady. Neznám žádný významnější investiční instrument, který by vykazoval dokonalou likviditu (tedy nulové transakční náklady). Investoři preferují více likvidní aktiva s nízkými transakčními náklady, což však způsobuje růst poptávky po těchto aktivech a pokles jejich výnosové míry. Naopak nižší poptávka po nelikvidních aktivech způsobuje pokles jejich ceny a růst výnosové míry. Nelikvidní aktiva pak přinášejí investorům **prémii za nelikviditu**. V další části příspěvku podrobněji prozkoumám model Amihuda a Mendelsoona. IP-CAPM předpokládá, že neexistuje systematické riziko a na trzích je dostatečný počet instrumentů s nekorelovanými výnosovými mírami. Jestliže výnosové míry z obchodovaných investorů jsou nekorelované, pak diverzifikované portfolio sestavené z těchto instrumentů má směrodatnou odchylku, která se blíží nule. Takto diverzifikované portfolio bude téměř stejně bezrizikové jako portfolio, které bude vytvořené ze státních pokladničních poukázek. Kovariance mezi dvěma investičními instrumenty bude nula, tzn. že beta faktory se budou rovněž rovnat nule. Podle CAPM pak očekávaná výnosová míra všech aktiv se bude rovnat bezrizikové výnosové míře ze státních pokladničních poukázek. IP-CAPM rovněž předpokládá, že investoři předem plánují svůj investiční horizont. Investoři jsou rozděleni podle délky investičního horizontu do určitých skupin. 1. skupina investorů investuje pouze na jedno investiční období, 2. skupina na dvě investiční období a n -tá skupina zamýšlí držet investiční instrumenty až do n -tého

období. Rozdělením investorů na různé skupiny podle jejich investičního horizontu se tak opouští jeden ze základních předpokladů klasického modelu CAPM. Při vysvětlení IP-CAPM se dále předpokládá, že existují pouze dvě skupiny investičních instrumentů: likvidní instrumenty (L) a nelikvidní instrumenty (I). Tyto dva druhy instrumentů se liší pouze náklady likvidity při prodeji instrumentů na konci investičního období. Náklady likvidity instrumentů L (likvidní instrumenty) pro investory s délkou investičního období h sníží jejich výnosovou míru v jednotlivých obdobích o c_L/h procent. Např. jestliže náklady likvidity jsou 2 % (transakční náklady plus rozpětí mezi nákupním a prodejním kursem), pak se roční výnosová míra investora, který drží tyto instrumenty pouze 2 roky, sníží o 1 %. Pokud však bude investor držet instrumenty po dobu 5 let, jeho roční výnosová míra klesne pouze o 0,4 %. Nelikvidní instrumenty (I) mají podstatně vyšší náklady likvidity, což vede k poklesu roční výnosové míry o c_I/h procent. Mendelson a Amihud rovněž předpokládají, že investování do státních pokladničních poukázek není spojeno s žádnými transakčními náklady. Pokud investiční aktiva mají korelovanou výnosovou míru, pak lze prémii za nelikviditu přičíst k rizikové premii vyplývající z klasického modelu CAPM, čímž se získá model oceňování kapitálových aktiv s premii za nelikviditu (IP-CAPM), vyjádřený v následujícím tvaru:

$$E(r_i) = r_f + \beta_i[E(r_m) - r_f] + PI, \text{ kde} \quad (5)$$

$E(r_i)$ je očekávaná výnosová míra z aktiva i ,

r_f je bezriziková výnosová míra ze státních pokladničních poukázek,

β_i beta faktor, který vyjadřuje citlivost investice i na změnu výnosové míry z tržního portfolia,

$E(r_m)$ je očekávaná výnosová míra z tržního portfolia a

PI je premie za nelikviditu.

Mendelson a Amihud přinášejí empirické důkazy, že likvidita má výrazný vliv na očekávanou hrubou výnosovou míru. Alternativním přístupem, který zohledňuje likviditu při oceňování kapitálových aktiv, je model Luboše Pástora a Roberta F. Stambaucha z roku 2003. Tento model je však založen na multifaktorovém oceňovacím modelu Famy a Frenche (1993), který lze vyjádřit následujícím způsobem:

$$E(r_i) = r_f + \beta_i[E(r_m) - r_f] + \beta_{sSMB} + \beta_{vHML}, \text{ kde} \quad (6)$$

$E(r_i)$ je očekávaná výnosová míra aktiva i ,

r_f je bezriziková výnosová míra ze státních pokladničních poukázek,

$E(r_m)$ je očekávaná výnosová míra z tržního portfolia,

β_i beta faktor, který vyjadřuje citlivost i -té investice na změnu výnosové míry z tržního portfolia,

- β_s faktor velikosti, který vyjadřuje citlivost i -té investice na velikost akciové společnosti,
- SMB dodatečná výnosová míra malých akciových společností oproti velkým společnostem,
- β_v faktor typu akcie, který vyjadřuje citlivost i -té investice na typ akcie,
- HML dodatečná výnosová míra hodnotových akcií oproti růstovým akciím.

Model Pástora a Stambaugh (2003) tedy vychází z výše uvedeného 3-faktorového modelu Famy a Frenche, avšak doplněného o beta likviditu jednotlivých akcií, vyjadřující jejich senzitivitu na celkovou likviditu akciového trhu, což můžeme vyjádřit následujícím způsobem:

$$E(r_i) = r_f + \beta_i[E(r_m) - r_f] + \beta_s \text{SMB} + \beta_v \text{HML} + \beta_L L, \text{ kde} \quad (7)$$

- $E(r_i)$ je očekávaná výnosová míra aktiva i ,
- r_f je bezriziková výnosová míra ze státních pokladničních poukázek,
- $E(r_m)$ je očekávaná výnosová míra z tržního portfolia,
- β_i beta faktor, který vyjadřuje citlivost i -té investice na změnu výnosové míry z tržního portfolia,
- β_s faktor velikosti, který vyjadřuje citlivost i -té investice na velikost akciové společnosti,
- SMB dodatečná výnosová míra malých akciových společností oproti velkým společnostem,
- β_v faktor typu akcie, který vyjadřuje citlivost i -té investice na typ akcie,
- HML dodatečná výnosová míra hodnotových akcií oproti růstovým akciím,
- β_L faktor likvidity, který vyjadřuje citlivost i -té investice na tržní likviditu,
- L dodatečná výnosová míra vzhledem k agregátní likviditě akciového trhu.

Jak Amihud a Mendelson, tak i v nejnovějším článku Pástor a Stambaugh (2019) přinášejí nezvratné důkazy, že faktor likvidity je zohledněn tržním oceňovacím procesem na základě střetnutí nabídky a poptávky v akciové rizikové prémii. A pokud hodláme využít implikované akciové rizikové prémie za účelem ohodnocování podniku, pak ale také musíme pečlivě zvážit, zda implikované prémie za nelikviditu pro portfoliové (ale např. i vysokofrekvenční) investory jsou vůbec relevantní i pro přímé investory v rámci aplikovaného ohodnocovacího (byť tzv. tržního) přístupu. Je otázkou, zda ovlivňuje hodnota likvidity veřejně obchodovaných akcií rozhodování zájemců o kapitálové (přímé) investice do neobchodovaných nebo téměř neobchodovaných společností, kterých je v České republice drtivá většina.

4. Investiční kriminalita a akciová riziková prémie

Na neefektivně regulovaných akciových trzích (podrobněji Revenda /2015/) se často ve velkém rozsahu vyskytuje investiční kriminalita, která přirozeně zvyšuje rizikovou averznost portfoliového investičního publika. Především institucionální investoři portfoliového typu za nebezpečí tohoto zvláštního investičního rizika si vynutí kompenzaci ve formě dodatečné akciové rizikové prémie. Musílek (2016) uvádí, že riziko investiční kriminality lze dekomponovat na specifické riziko a systematické riziko. Specifické riziko je spojeno s jednorázovým a ojedinělým výskytem nepoctivých praktik u konkrétního akciového instrumentu nebo tržního účastníka. Toto riziko je pravděpodobně snadno diverzifikovatelné. Naopak systematické riziko je spojeno s rozsáhlým výskytem investiční kriminality na celém akciovém trhu nebo jeho významném segmentu po delší dobu, a to především v období býčího trhu. Toto riziko je při národním (někdy i mezinárodním) investování obvykle nediverzifikovatelné. Tato hypotéza by pak měla mimo jiné i ovlivnit vztah mezi užitky a náklady portfoliového investování. Musílek (2016) prezentoval hypotézu, že pro trhy s nedostatečnou ochranou investorů lze přeformulovat klasickou přímku trhu cenných papírů o prémii za nediverzifikovatelnou investiční kriminalitu, což matematicky lze vyjádřit následujícím způsobem:

$$E(r_i) = r_f + \beta_i[E(r_m) - r_f] + p_{Cr}, \text{ kde} \quad (8)$$

$E(r_i)$ je očekávaná výnosová míra aktiva i ,

r_f je bezriziková výnosová míra ze státních pokladničních poukázek,

$E(r_m)$ je očekávaná výnosová míra z tržního portfolia,

β_i beta faktor, který vyjadřuje citlivost i -té investice na změnu výnosové míry z tržního portfolia,

p_{Cr} je prémie za nediverzifikovatelnou investiční kriminalitu.

Lze však vůbec identifikovat situaci, že se na veřejném akciovém trhu vyskytuje nediverzifikovatelná investiční kriminalita? Jednou z možností je zjištění systémově nedostatečné ochrany vnějších investorů, což se projevuje ve vysoké úrovni koncentrace akciového vlastnictví, investičních pozic nebo objemu veřejných akciových obchodů. Riziko výskytu nediverzifikovatelné investiční kriminality je typické pro málo rozvinuté a nelikvidní akciové trhy, kde jsou navíc dohledovými autoritami často tolerovány nepoctivé investiční obchody (zejména cenová manipulace). A tato skutečnost pak zvyšuje akciovou rizikovou prémii pro portfoliové investování, avšak je diskutabilní, jak by měla být brána v úvahu pro stanovení hodnoty neobchodované akciové společnosti. Typickým příkladem z poslední doby je účetní skandál z německého akciového trhu, kdy Spolkový dozorový úřad nad finančními službami (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - BaFin) pravděpodobně po dobu několika let nebyl schopen účinně zasáhnout při rozsáhlých podvodech („tvůřivé“ účetnictví a manko ve výši téměř 2 mld. EUR) veřejně obchodované společnosti Wirecard se sídlem v bavorském Aschheimu. Tato digitální finanční instituce (fintech) se stala v posledních letech doslova příkladem technologického boomu ve finančních službách, měla třetí největší tržní kapitalizaci na Deutsche Boerse v oblasti finančních službách a byla rovněž již několik let i součástí populárního burzovního indexu DAX. Z tohoto indexu např. „vytlačila“ tradiční

bankovní akciovou společností Commerzbank. Po oznámení účetního podvodu dne 18. 6. 2020 akcie společnosti Wirecard během několika málo dní ztratily více než 90 %. Je zcela přirozené, že se okamžitě začaly šířit žaloby akcionářů nejen na management společnosti (šéf společnosti a rakouský akcionář a technologický vizionář Marcus Braun nejdříve rezignoval, později byl zatčen), ale také na BaFin a auditorskou firmu EY, která v posledních několika letech auditovala finanční výkazy společnosti Wirecard, a to vždy se závěrem „bez výhrad“. Pozoruhodné je, že již před několika lety BaFin obdržel podnět (pravděpodobně od bývalých zaměstnanců) na prošetření nepoctivých praktik v této fintechové společnosti. Jednalo se zejména o „tvořivé“ účetnictví (nahodnocování aktiv a tržeb) po akvizici fintechových a obdobných firem zejména v Singapuru (ale možná i v dalších off-shore centrech jako např. Dubaj nebo Dublin). Německý dozorový úřad nejenže podnět nedostatečně prošetřil, ale naopak začal vyšetřovat stěžovatele za šíření nepravdivých zpráv s cílem snížit tržní cenu akcií. Dokonce zakázal spekulovat na pokles cen akcií (angl. short selling) společnosti Wirecard. Teprve po rozsáhlém článku z loňského roku (leden 2019) ve Financial Times byli donuceni manažeři společnosti Marcus Braun a Jan Marsalek s cílem uklidnit burzovní publikum objednat si forézní audit od společnosti KPMG, i když neustále tvrdili, že v účetnictví nejsou žádné nesrovnalosti. Teprve letošní červnové zveřejnění forézního auditu KPMG bylo definitivním potvrzením rozsáhlých podvodů v akciové společnosti Wirecard a následoval další strmý pád cen akcií této dřívější burzovní superhvězdy. Během 1 roku klesly akcie společnosti Wirecard z 200 eur (začátek července 2019) na pouhých 3 eura (začátek července 2020). Fintechovou společností zatím před úplným krachem zachraňují německé banky (zejména Deutsche Bank a Commerzbank), poněvadž mají v této společnosti nemalé věřitelské pozice.

5. Podrobněji o rizikové akciové prémii

Prémie za akciové riziko je odlišná u jednotlivých investičních instrumentů a samozřejmě výrazně kolísá v čase, přičemž můžeme rozlišovat historickou premii, očekávanou (požadovanou) premii a implikovanou premii.

Historická akciová premie je dodatečná výnosová míra likvidního akciového trhu oproti bezrizikové výnosové míře ze státních pokladničních poukázek, která je vypočtená na základě historických dat. Existuje značný počet studií, které analyzují historický vývoj rizikové akciové prémie. Historická riziková premie by měla být teoreticky shodná pro všechny investory, avšak ve skutečnosti je značně rozdílná, a to z následujících důvodů: délka zkoumaného období, volba instrumentu pro stanovení bezrizikové výnosové míry, technika výpočtu a přirozeně i volba akciového měřítka trhu (benchmarku). Některé studie navíc publikují rizikové akciové premie v nominálním vyjádření, naopak jiné v reálném vyjádření. Poměrně málo známé jsou v České republice pravidelně analyzované akciové rizikové premie, které publikuje Dimson, Marsh a Staunton (2020). Výpočet a reportování akciových rizikových premií je založeno na následujících východiscích:

1. Zvolený zástupce vybraných investičních instrumentů (benchmark) byl ve zkoumaném období k dispozici, umožňoval realizovat investiční strategii a měl reprezentativní charakter.
2. Dlouhodobý vývoj rizikových premií zohledňuje jak kapitálové výnosy, tak i důchodové příjmy.
3. Benchmarky jsou vytvářeny na principu kapitálově-vážených indexů.
4. Průměrná výnosová míra je kalkulována na základě geometrického průměru.

5. Bezriziková výnosová míra je reprezentována státními pokladničními poukázkami.

V následující části příspěvku je demonstrováno, jak se vyvíjely reálné akciové rizikové prémie v různých obdobích (1900-2019 a 1970-2019).

Tab. 1: Historická reálná akciová riziková prémie (% , p. a.)

Trh	1900-2019	1970-2019
Svět	4,3	4,7
USA	5,7	5,5
Velká Británie	4,5	4,6
Evropa	3,5	5,1
Švýcarsko	3,9	5,0
Japonsko	6,1	3,4

Zdroj: Dimson, Marsh a Staunton (2020). In.: Investment Returns Yearbook 2020, s. 34-39.

Autoři diskutovaného článku jsou však poměrně kritičtí k používání historických akciových rizikových premií, když uvádějí, že „... Náklady vlastního kapitálu pro odhady tržní hodnoty stanovujeme obvykle pomocí modelu CAPM. Z tohoto hlediska je teoreticky konzistentní použít data odhadovaná do budoucnosti, nikoli pouze předpoklad, že minulost bude dále pokračovat. V případě rizikového prémie kapitálového trhu tomu nejlépe odpovídá model *ex-ante* ...“ (Mařík a Maříková, 2019a, s. 26). Osobně nejsem až tak kritický k neužitečnosti historických informací (zejména z období posledního investičního cyklu), poněvadž investiční publikum má velmi dobrou paměť a zejména investiční očekávání institucionálních investorů se příliš neliší od optimální předpovědi (nejlepšího odhadu budoucnosti) ze všech dostupných (i historických) kursotvorných informací.

Očekávané (požadované) a implikované rizikové prémie jsou přirozeně odlišné pro různé investory, poněvadž investoři nemají nejen homogenní očekávání, ale mají také odlišné strategie a cíle na akciových trzích.

Očekávaná (někdy v investiční praxi označovaná požadovaná) riziková prémie je předpokládaná dodatečná výnosová míra akciového trhu (tržního portfolia) oproti bezrizikové výnosové míře ze státních pokladničních poukázek. Obecně přirozeně platí, že portfoliový investor požaduje při investování do rizikovějších instrumentů (např. akcie, podnikové dluhopisy nebo rizikové fondy) určitou odměnu za to, že je ochoten na sebe převzít dodatečné investiční riziko. V období investičního optimismu je prémie za riziko podstatně nižší než v období investičního pesimismu nebo dokonce v období propuknutí investiční paniky. Požadovanou výnosovou míru pak můžeme zapsat v následujícím tvaru:

$$K_e = R_f + P_r, \text{ kde} \quad (9)$$

K_e je požadovaná výnosová míra,

R_f je bezriziková výnosová míra a

P_r je očekávaná (požadovaná) prémie za riziko.

Implikovaná riziková prémie je požadovaná akciová prémie, která je výsledkem použitého ohodnocovacího (valuation) modelu, přičemž se předpokládá, že tržní cena (nebo hodnota akciového burzovního indexu) je adekvátní. Rovněž neexistuje pouze jedna správná implikovaná riziková prémie, poněvadž existuje mnoho variant kurzotvorných faktorů, které ovlivňují ocenění (pricing) příslušného akciového trhu nebo akciového instrumentu. Zdá se mi, že manželé Maříkovi evidentně preferují tento přístup, poněvadž uvádějí: „... Za silnou výhodu přístupu ex-ante považujeme skutečnost, že nevyžaduje existenci dlouhé historie daného kapitálového trhu. Bylo by tak možné provádět odhady rizikových premií pro kapitálové trhy střední Evropy i pro samotný český kapitálový trh, který se zatím nejevil jako úplně vhodný pro hledání historických rizikových premií. Umožnilo by to odpoutat se od zaoceánských dat, protože je možno důvodně předpokládat, že mohou být dost podstatné rozdíly mezi střední Evropou a tržními poměry USA ...“ (Mařík a Maříková, 2019a, s.26-27). Zcela souhlasím, že mechanické přebírání veličin z amerického likvidního a ekonomicky efektivního akciového trhu do ohodnocovacích modelů pro české podniky není příliš vhodný přístup. Základním problémem odvození implikované rizikové prémie z kapitálového trhu je však kvalita a hloubka cenotvorného procesu na českém málo likvidním akciovém trhu, kdy 6 nejobchodovanějších akcií tvoří 95 % objemu burzovních obchodů. Na úzkém a málo hlubokém akciovém trhu lze také poměrně snadno manipulovat tržní ceny kótovaných akciových společností. Navíc mechanicky aplikovaný přístup implikované rizikové prémie může rovněž selhávat v období výskytu skrytých cenových bublin, a to i na likvidních akciových trzích. Cenotvorný mechanismus likvidních akciových trhů sice funguje poměrně ekonomicky efektivně. Nahodile se však i tam vyskytují investiční situace, kdy dochází k výraznému odchylování tržních cen akciových instrumentů od jejich racionálních vnitřních hodnot nejen v krátkém, ale i v dlouhém období. Četnější výskyt akciových bublin je přirozeně na neefektivních a málo likvidních trzích (včetně českého akciového trhu). Nepravidelný a často i nahodilý výskyt akciových bublin má jak makroekonomické a sektorové, tak i specifické podnikové příčiny. Na utváření akciových bublin se zejména podílí nadměrně aktivní měnová politika centrálních bank, která generuje výkyvy v sentimentu investorů. Další příčinou vzniku akciové bubliny jsou sektorové faktory. Jestliže se zrodí sektorová investiční inovace, pak mohou tržní participanti chybně ohodnotit očekávané sektorové růstové míry, přičemž právě diskontování adekvátních sektorových životních cyklů vhodnou požadovanou výnosovou mírou jsou klíčové předpoklady efektivního akciového ohodnocovacího a cenotvorného mechanismu.

6. Alternativní způsob stanovení akciové rizikové prémie

Autorský tým v článku naznačuje, že by bylo vhodné kalkulovat ex-ante rizikovou premii pro Českou republiku. V textu je uvedeno, že „...Článek byl míněn jako východisko pro přípravu k použití rizikových premií ex-ante v naší republice ...“ (Mařík a Maříková, 2019b, s. 31). V závěru tohoto příspěvku je i naznačena základní metodologie výpočtu. Jako bezrizikové aktivum se zvažuje použít výnosnost státních dluhopisů s delší dobou splatnosti (20 až 30 let) a následně první odhad tržní rizikové prémie ex-ante provést za jednotlivé podniky z kapitálového trhu a výsledek vážit tržní kapitalizací. Jistě bude velmi zajímavé analyzovat výsledky na základě modelu založeného na reziduálních ziscích, a to v porovnání s jinými přístupy.

Alternativní způsob stanovení akciové rizikové prémie např. již před mnoha lety koncipoval prof. Pablo Fernandez z IESE Business School (nyní mu asistují Eduardo de Apellaniz a Javier F. Acin), který každoročně provádí anketní šetření v desítkách zemí mezi profesory z oboru financí a oceňování a dalších finančních odborníků. Každoročně zasílá více než 5000 odborníkům e-mail s jednoduchými otázkami: uveďte výše bezrizikových výnosových měr a akciových rizikových premií, které používáte ke stanovení požadovaných výnosových měr v různých zemích. Aktuální výsledky hodnot akciových rizikových premií posledního anketního šetření z roku 2020 a porovnání s rokem 2015 jsou uvedeny v následující tabulce.

Tab. 2: Akciová nominální riziková prémie (% , p. a.)

Trh	2020	2015
USA	5,6	5,5
Mexiko	8,3	8,0
Brazílie	7,9	7,5
Argentina	17,3	22,9
Venezuela	23,1	19,6
Čína	6,7	8,1
Japonsko	6,2	5,8
Jižní Korea	6,1	6,2
Indie	7,0	8,4
Velká Británie	5,8	5,2
Německo	5,8	5,3
Španělsko	6,3	5,9
Francie	6,2	5,6
Řecko	12,7	14,3
Itálie	6,2	5,4
Švýcarsko	6,1	5,3
Rakousko	6,2	5,7
Maďarsko	7,4	8,8
Polsko	6,6	5,2

Rusko	7,8	9,7
Česká republika	6,4	5,6

Zdroj: Fernandez, de Apellaniz a Acin (2020), s. 8.

Z výše uvedené tabulky je patrná poměrně nízká volatilita používané akciové rizikové prémie na akciových trzích včetně trhů V4 (bohužel údaj pro slovenský akciový trh není publikován). Zajímavé však bude v nejbližším období sledovat, zda v příštím anketním šetření (únor 2021) - po vypuknutí akciové paniky vzhledem k celosvětovému rozšíření epidemie covid-19 - se výrazněji či dokonce skokově projeví vyšší riziková averznost respondentů.

Závěr

Akciová riziková prémie je podle klasického Sharpe-Lintnerova modelu zejména ovlivňována senzitivitou konkrétní akcie či akciového portfolia na nediverzifikovatelnou složku rizika (systematické riziko). Tento klasický přístup je však založen na poměrně nereálných předpokladech, a proto byl v moderní finanční ekonomii podroben rozsáhlému empirickému ověření. Na základě rozsáhlého výzkumu v posledních několika dekádách se v moderní finanční ekonomii etablovalo několik modifikovaných variant klasického modelu oceňování kapitálových aktiv. Tyto alternativní modely předpokládají, že akciové trhy nejsou perfektní. Jedná se především o vliv daňového zatížení výnosů, kolísání míry likvidity investičních instrumentů a výskyt investiční kriminality. Mohlo by se zdát, že chování historické akciové rizikové prémie lze snadno analyzovat. Problémem však je volba délky zkoumaného období, výběr instrumentu pro stanovení bezrizikové výnosové míry, technika výpočtu a přirozeně i stanovení akciového benchmarku. Ještě složitější je odvození očekávané akciové prémie na akciovém trhu, na kterém investiční publikum není homogenní. Ani v tomto případě neexistuje jednoduché řešení. Odvození implikované rizikové prémie z aktuálních dat nelikvidního akciového trhu může být problematické, pokud je nedostatečná kvalita a hloubka cenotvorného procesu, vyskytují se rozsáhle nepoctivé praktiky či existují cenové bubliny.

Literatura:

- [1] AMIHUD, Y., MENDELSON, H., 1986. Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*. Roč. 17, č. 2, s. 223-249. ISSN: 0304-405X.
- [2] BLACK, F., 1972. Capital market equilibrium with restricted borrowing. *Journal of Business*. Roč. 45, č. 3, s. 444-445. ISSN: 0148-2963.
- [3] BRENNAN, M. J., 1970. Taxes, market, valuation, and corporation financial policy. *National Tax Journal*. Roč. 23, č. 4, s. 417-427. ISSN: 00280283.
- [4] CAMPBELL, J. Y., LO, A. W., MACKINLEY, A. C., 1997. *The Econometrics of Financial Markets*. New Jersey: Princeton University Press. ISBN: 0-691-04301-9.
- [5] DIMSON, E., MARSH, P., STAUNTON, M., 2020. In.: *Investment Returns Yearbook 2020*, Credit Suisse, 34-39.
- [6] FAMA, E. F., FRENCH, K. R., 1993. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*. Roč. 33, č. 1, s. 3-56. ISSN: 0304-405X.

- [7] FERNANDEZ, P., DE APPELANIZ, E., ACIN, J. F., 2020. Survey: Market risk premium and risk-free rate used for 81 countries in 2020. IESE Business School, working paper. Dostupné na: <https://ssrn.com/abstract=3560869> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3560869>
- [8] LINTNER, J., 1965. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *Review of Economics and Statistics*. Roč. 47, č. 1, s. 13-37. ISSN: 0034-6535.
- [9] MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P., 2019a. Tržní hodnota podniku a diskontní míra se zaměřením na rizikovou prémii kapitálového trhu – 1. část. *Oceňování*. Roč. 12, č. 2, s. 14-27. ISSN: 1803-0785.
- [10] MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P., 2019b. Tržní hodnota podniku a diskontní míra se zaměřením na rizikovou prémii kapitálového trhu – 2. část. *Oceňování*. Roč. 12, č. 3, s. 8-31. ISSN: 1803-0785.
- [11] MERTON, R., 1973. An intertemporal capital asset pricing model. *Econometrica*. Roč. 41, č. 5, s. 867-887. ISSN: 1468-0262.
- [12] MOSSIN, J., 1966. Equilibrium in a capital market. *Econometrica*, Roč. 34, č. 4, s. 768-783. ISSN: 1468-0262.
- [13] MUSÍLEK, P., 2016. Riziko investiční kriminality. In: 8th International Scientific Conference Managing and Modelling of Financial Risks. Ostrava, 05.09.2016 – 06.09.2016. Ostrava : Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava, s. 675–683. ISSN 2464-6970.
- [14] PÁSTOR, L., STAMBAUGH, R. F., 2003. Liquidity risk and expected stock returns. *Journal of Political Economy*. Roč. 111, č. 3, s. 642-648. ISSN: 0022-3808.
- [15] PÁSTOR, L., STAMBAUGH, R. F., 2019. Liquidity risk after 20 years. Chicago Booth Research Paper No. 19-13; Fama-Miller Working Paper. Dostupné na: <https://ssrn.com/abstract=3371948> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3371948>
- [16] REVENDA, Z., 2015. Centrální bankovníctví. Praha: Management Press. ISBN: 9788072612307.
- [17] SHARPE, W. F., 1964. Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*. Roč. 19, č. 3, s. 425-442. ISSN: 0022-1082.

Hádanka akciové rizikové prémie

Petr Musílek

ABSTRAKT

Příspěvek diskutuje problematiku akciové rizikové prémie (označovaná za rizikovou premii kapitálového trhu), která byla zahájena článkem Maříka a Maříkové (2019a, 2019b). Úvodní část článku se zaměřuje na podstatné závěry z výše uvedeného článku. Dále je v příspěvku věnována pozornost prohloubení výkladu modelu CAPM. V následující části příspěvku je diskutováno omezení přístupu, který je založen na implikované rizikové premii. V závěrečné části příspěvku jsou pak rozebrány alternativní způsoby stanovení akciové rizikové prémie.

Klíčová slova: Akciová riziková prémie; CAPM; cena; efektivní trh; implikovaná riziková prémie; riziko likvidity; očekávaná akciová riziková prémie.

The Equity Risk Premium Puzzle

ABSTRACT

This paper discusses the issue of the equity risk premium puzzle, launched by the article by Marik a Marikova (2019a, 2019b). The introductory part of the article focuses on the essential conclusions from the above article. Furthermore, the paper pays attention to deepening the interpretation of the CAPM model. The following part of the paper discusses the limitation of the approach, which is based on the implied risk premium. The final part of the paper analyzes the alternative methods of determining the equity risk premium.

Key words: The Equity Risk Premium; CAPM; Price; Efficient Market; Implied Risk Premium; CAPM; Risk Liquidity; Efficient Market; Expected Equity Risk Premium.

JEL klasifikace: G32, G12

Soudy, informace po datu ocenění a znalecký posudek

Lukáš Křístek*

Úvod

Časopis Oceňování 4/2019 mi publikoval článek „Informace po datu ocenění, a kdy je lze použít“ (Křístek, 2019). K článku měl jednu zásadní výhradu profesor Mařík (Mařík, 2019). V této replice ukáži, jak situaci vidí soudci.

Výtku profesora Maříka cituji: „K tomuto článku musí být vznesena jiná zásadní výhrada, a to k jednomu dílčímu bodu článku označenému nadpisem „Informace skutkové známé po datu ocenění – lze je použít (Kým?)“. V tomto bodě autor vyslovuje názor, že soudce může využít skutečný vývoj podniku po datu ocenění k posouzení kvality použitého znaleckého posudku. V některém dalším čísle našeho časopisu se pokusíme ukázat, že tato představa se sice běžně nabízí, není však správná, zejména pokud chceme indikovat tržní hodnotu.“

Cílem tohoto článku není hodnotit, tedy polemizovat, zdali je představa správná nebo ne. Cílem článku je konstatovat, jak v dané situaci soudy postupují a proč. Níže to ukáži na třech případech. V jednom případě se jedná o squeeze-out. V druhém případě o stanovení výše vypořádacího podílu a ve třetím případě o stanovení částky pro nabídku převzetí.

Případ první: Squeeze-out ArcelorMittal Ostrava a. s.

V daném případě soudy pravomocně sdělily, že soud může používat informace po datu ocenění, znalec však nikoli. Krajský soud v Ostravě v unesení sp. zn. 41 Cm 74/2010 ze dne 17. 6. 2015 na s. 36 v druhém odstavci uvádí:

„Soud proto neuvěřil závěrům znalce X. Y., že hodnota podniku společnosti zjištěna metodou výnosovou je menší než její hodnota účetní k datu ocenění, neboť takovýto závěr je v rozporu s dalšími provedenými důkazy, které prokazují následnou ziskovost společnosti a růst hodnoty vlastního kapitálu (jeho pokles v roce 2013 je důsledkem té skutečnosti, že si hlavní akcionář vyplatil dividendu ve shora uvedené výši). Soud má za to, že třebaže znalec dle znalecké metodiky nemůže přihlídnout ke skutečnostem, které nebyly známy k datu ocenění, soud takto učinit může, a to právě za situace, která nastala v posuzované věci, tedy za situace, kdy je nutno posoudit, které ekonomické předpoklady se následně ukázaly jako „bližší realitě“.“ (zvýrazněno autor)

Krajský soud daným usnesením rozhodl. A situaci řešil odvolací soud (Vrchní soud v Olomouci). Odvolací soud rozhodnutí krajského soudu potvrdil usnesením sp. zn. 8 Cmo 236/2016 ze dne 19. 9. 2018, kde se vyjadřuje v odstavci 40 k danému problému:

„Stran dalších odvolacích námitek týkajících se verifikace údajů obsažených v posudku se skutečnými údaji odvolací soud poukazuje na výše zmíněný závěr vyplývající z nálezu Ústavního soudu Pl. ÚS 56/05 (viz rozhodnutí Nejvyššího soudu sp. zn. 29 Cdo 3359/2012),

* JUDr. Ing. Lukáš Křístek, MBA – jednatel znaleckého ústavu BDO ZNALEX, s.r.o.

podle něhož jakkoli při určení výše přiměřeného protiplnění soud vychází z hodnoty podniku společnosti, musí současně zohlednit i další v úvahu přicházející skutečnosti. Znamená to mimo jiné, že znalec k těmto novým skutečnostem přihlédnout nemohl, stejně tak jako nemohl své pochybnosti konzultovat s představenstvem účastníků A) a B) s následným promítnutím do znaleckého posudku, na rozdíl od soudu prvního stupně, který k následným skutečnostem přihlédnout může. Soud prvního stupně tedy správně k těmto skutečnostem přihlédl ...“ (zvýrazněno autor)

Krajský soud i Vrchní soud používají informace po datu ocenění, aby rozhodly; vybraly z několika scénářů, se kterými jako možnými přišli v řízení činní znalci, přičemž žádný ze znalců k následným údajům nepřihlížel.

Případ druhý: Vypořádací podíl APATOR METRA, s. r. o.

Zde Nejvyšší soud pro stanovení výše vypořádacího podílu k datu 20. 1. 2009 využil informace o prodeji obchodního podílu k 15. 11. 2010, tedy po datu ocenění. Opět se konstatuje, že znalec nemůže využívat cenotvorné informace po datu ocenění, avšak soud může. Případ začal projednáváním před Krajským soudem v Ostravě. Usnesení KS v Ostravě sp. zn. 30 Cm 69/2011 – cit. (s. 20):

„Ačkoliv znalci při vypracování posudků za účelem stanovení hodnoty k 20.1.2009 nemohli přihlížet (a nepřihlíželi) ke skutečnostem nastalým po datu ocenění, tak soud k uvedenému přihlížet může, zejména pokud má být cílem tohoto řízení přiznání spravedlivé hodnoty vypořádacího podílu. Uvedený prodej 100% obchodního podílu nejlépe vystihuje reálnou tržní hodnotu společnosti, a pokud na podzim 2010 byl tento prodán za částku 2.500.000 EUR, tedy okolo 62.500.000 Kč, lze vyvodit jednoduchý závěr, a to že obdobnou, ne-li vyšší, hodnotu měla společnost i k rozhodnému dni.“ (k 20. 1. 2009 – poznámka a zvýrazněno autor)

Tento případ nakonec projednával Nejvyšší soud, který pod sp.zn. 29 Cdo 5048/2016 sdělil:

„Odvolací soud zcela v souladu s (výše označenou) ustálenou judikaturou Nejvyššího soudu poté, kdy vyšlo najevo, že výše vlastního kapitálu podle účetní závěrky zpracované ke dni zániku účasti navrhovatele ve společnosti, tj. k 20. lednu 2009 (14.299.000 Kč) byla v hrubém poměru ke skutečné (tržní) hodnotě čistého obchodního majetku k témuž dni (63.918.000 Kč) přihlédl při stanovení výše vypořádacího podílu navrhovatele k posledně uvedené veličině.

Výši vypořádacího podílu odvolací soud bez dalšího nestanovil součinem zlomku představujícího výši podílu navrhovatele a hodnoty čistého obchodního majetku (tedy jako jednu třetinu z částky 63.918.000 Kč), ale přihlédl k výši ceny, kterou zbývající společníci získali za převod svých podílů ve společnosti (představujících v souhrnu 100% na základním kapitálu) na třetí osobu podle smlouvy o převodu obchodních podílů ze dne 15. listopadu 2010 (2.500.000 Eur, tedy – při kursu ke dni uzavření smlouvy ve výši 24,625 – 61.562.500 Kč), jakož i k tomu, že se „stav společnosti“ v období mezi 20. lednem 2009 a 15. listopadem 2010 zásadně nezměnil. Na základě takto zjištěného skutkového stavu pak odvolací soud, zcela v souladu s judikaturou dovozeným požadavkem poctivosti (spravedlnosti) vypořádání, uzavřel, že vypořádací podíl by neměl v poměrech projednávané věci převyšovat cenu připadající na podíl dříve náležející navrhovateli (tedy jednu třetinu z částky 61.562.500 Kč, tj. 20.520.833 Kč).“

Nejvyšší soud při stanovení vypořádacího podílu k 20. 1. 2009 využil informaci o prodeji obchodního podílu ze dne 15. listopadu 2010. Využil informaci více než 21 měsíců po datu ocenění. Protože mj. konstatoval, že stav společnosti se v mezidobí zásadně nezměnil.

Případ třetí: Nabídka převzetí Český Telecom, a. s.

Vrchní soud v Praze vydal dne 5. 8. 2016 usnesení sp. zn. 7 Cmo 504/2014 – cit. (s. 46):

*„Je vždy na soudu, aby určil výši doplatku rozdílu mezi cenou uvedenou v nabídce převzetí a přiměřenou cenou, přičemž znalecké ohodnocení se uplatní toliko coby jeden z důkazů, na základě nichž tak činí. **Kromě znaleckého zkoumání hodnoty akcie předmětné společnosti je třeba vzít v úvahu i další skutečnosti, včetně těch, které nastaly následně po uskutečnění povinné nabídky převzetí. Samozřejmě nikoli coby podklad znaleckého hodnocení, leč** v rámci úvahy soudu směřující ke zjištění skutečné hodnoty předmětné akcie při stanovení doplatku podle § 183c odst. 5 obch. zák. Touto skutečností je dividendy, jež za období 8mi následujících let po učinění povinné nabídky převzetí činila celkem za všechny roky dohromady částku 353,- Kč, jak potvrdil znalec X.Y. při svém výsledku u odvolacího soudu. Samozřejmě, že prostým sečtením ceny uvedené v nabídce převzetí 456,- Kč a součtu dividend 353,- Kč nelze extrapolovat přiměřenou hodnotu pro účely povinné nabídky převzetí. Nicméně nelze pominout ...“*

*„Tímto prizmatem nahlíženo se jeví jako správné vyjít ze znaleckého ohodnocení, jež, zpětně nahlédnuto, určilo cenu akcie resp. její hodnotu vyšší, než byla uvedena v povinné nabídce převzetí resp. i než byla cena prémiová. Zjednodušeně řečeno „čas dal za pravdu“ těm znalcům, kteří předmětnou akcii ohodnocovali tak, že zohlednili její značný dividendový potenciál. To přitom nijak neznamená, že by soud nevycházel ze znaleckého posudku zpracovaného dle údajů jsooucích – existujících a dle situace jsoucí – existující v době rozhodné pro ocenění, tedy v roce 2005. **Bylo by však jak proti zdravému rozumu, tak proti principu spravedlnosti, aby soud nemohl vzít v úvahu skutečnosti, k nimž fakticky došlo po rozhodné době, a které umožňují spravedlivé stanovení ceny – hodnoty akcie a z ní vyplývajícího doplatku minoritním akcionářům, ke dni svého rozhodování.**“*

Toto usnesení Vrchního soudu v Praze bylo následně zrušeno Nejvyšším soudem (usnesení sp. zn. 29 Cdo 293/2017), avšak ze zcela jiných důvodů (časové okolnosti zohlednění evropské směrnice), než zdali soud může či nemůže zohlednit následné skutečnosti.

Zahraničí

Zahraničním řešením daných otázek se zabývá Zima (Zima, 2016, s. 69 a násl.). Protože pohled do zahraničí nemůže škodit, níže jsem shrnul to podstatné pro danou problematiku ze Zimovy knihy. Zima na příkladech ukazuje, že znalecké standardy zapovídají znalci použít informace po datu ocenění. Opírá se o IBA's Appraisal Standards vydaný Institute of Business Appraisers (oddíl 1.20), a také o Business Valuation: A Guide for Small and Medium Sized Enterprises vydaný Federací evropských účetních: „*V případech, kdy se rozhodný den a doba, kdy je oceňování prováděno, liší, může být použita pouze informace, která by mohla být získána s náležitou péčí k rozhodnému dni.*“

V pasáži o využití následných transakcí Zima upozorňuje, že americké daňové soudnictví se řídí při použití následných informací kritériem známosti nebo předvídatelnosti

takové informace. Pasáž zakončuje konstatováním, že: „Zohlednění následných transakcí není podle některých amerických soudů ani otázkou skutkovou ani otázkou právní, ale spíše otázkou relevance. S tímto názorem lze souhlasit. Je tedy vidět, že na zohledňování následných transakcí, podobně jako následných skutečností, neexistuje jednotný názor.“¹

Přínos judikatury

Výše jsem uváděl příklady ocenění výnosového. Výnosové ocenění vychází z finančního plánu. Finanční plán lze sestavit kvalitně i nekvalitně, tak je to v životě běžné. Ve finančním plánu se znalec snaží (měl by se snažit) co nejlépe odhadnout budoucí hospodaření.

Judikatura umožňuje soudu zkontrolovat (ex post) jestli byl znalec úspěšný a jeho odhad budoucího vývoje se blížil skutečnosti, nebo ne. Přičemž ani toto nelze činit mechanicky. Otázkou je, z jakého důvodu se znalcová prognóza odchýlila od následné skutečnosti. Jsou dvě možnosti. Odchylka může být způsobena nezpracováním nebo chybným zpracováním známých informací k datu ocenění znalcem – nekvalitní posudek. Druhou možností je, že po datu ocenění nastala skutečnost, kterou nemohl znalec při nejlepší vůli předpokládat – kvalitní posudek. Typickým (a aktuálním) příkladem jsou ekonomické důsledky koronaviru. Kontrola skutečným vývojem je prostě jednou z možností kontroly znaleckého posudku.

Kdy základní otázkou je „Proč jsou tak velké rozdíly mezi odhadem a skutečností?“ A v důsledku rozdílů je otázkou, zdali vývoj byl předvídatelný nebo ne.

Závěr

Všimněme si, že soudci nepoužívají nám známý (oceňovací) slovník. Nepoužívají odborné oceňovací termíny ohledně typu či báze hodnot. Používají právnický slovník a slova jako spravedlivé stanovení ceny, princip spravedlnosti, spravedlivá hodnota, požadavek spravedlnosti. Výjimkou je nález Ústavního soudu sp. zn. III. ÚS 647/15 ze dne 27. 11. 2018, který vysvětluje, jaký typ hodnoty se stanovuje při squeeze-out. Soudci při rozhodování vychází ze zákonů a nikoli oceňovacích metodik. Základní pravidlo dokazování pro soudy zní „Za důkaz může sloužit vše.“. Proto soudy mohou používat i informace po datu ocenění. Soudy přitom respektují skutečnost, že znalec tyto údaje používat nemůže.

Hlavním úkolem soudců není rozhodovat, zdali je posudek jakožto jeden z důkazů kvalitní nebo ne. Hlavním úkolem soudců je rozhodovat meritorní spor v dané věci. Znalecký posudek přitom nepoužívají soudy jako dogma, ale závěry v něm obsažené porovnávají s jinými důkazy včetně důkazů známých až po datu ocenění.

Pokud by navíc soudy zacházely s informacemi po datu ocenění tak, že s nimi znalce konfrontují a dají mu možnost vysvětlit (a soudy posoudí přesvědčivost takového vysvětlení), proč se případně jeho odhady liší od následného skutečného vývoje, pak soud nečiní nic jiného, než kvalitně hodnotí znalecký posudek. A dle výsledku hodnocení může rozhodnout podle posudku, i když ten se od následné reality liší.

¹ Zima 2016, s 81

Literatura:

- [1] Křístek, L. (2019): Informace po datu ocenění, a kdy je lze použít. Oceňování č. 4/2019, ročník 12. ISSN 1803-0785
- [2] Mařík, M. (2019): Poznámky k příspěvku “Křístek, L.: Informace po datu ocenění, a kdy je lze použít”. Oceňování č. 4/2019, ročník 12. ISSN 1803-0785
- [3] Usnesení Krajského soudu v Ostravě sp. zn. 41 Cm 74/2010 ze dne 17. 6. 2015
- [4] Usnesení Vrchního soudu v Olomouci sp. zn. 8 Cmo 236/2016 ze dne 19. 9. 2018
- [5] Usnesení Krajského soudu v Ostravě sp. zn. 30 Cm 69/2011 ze dne 28. 6. 2013
- [6] Usnesení Nejvyššího soudu sp. zn. 29 Cdo 5048/2016 ze dne 16. 2. 2017
- [7] Usnesení Vrchního soudu v Praze sp. zn. 7 Cmo 504/2014 ze dne 5. 8. 2016
- [8] Usnesení Nejvyššího soudu sp. zn. 29 Cdo 293/2017 ze dne 31. 1. 2019
- [9] Zima, P. (2016): Oceňování podniků v právní praxi. 1. Vydání. Praha: C.H.Beck, 2016.

Soudy, informace po datu ocenění a znalecký posudek

Lukáš Křístek

ABSTRAKT

Článek na praktických případech ukazuje, že soud přihlíží při svém rozhodování k informacím po datu ocenění. S těmito informacemi konfrontují znalecký posudek, a hodnotí znalecký posudek. Soudy zároveň konstatují, že znalec k těmto informacím přihlížet nemá.

Klíčová slova: Informace po datu ocenění; Právní problematika. Hodnocení znaleckého posudku.

Courts, information after date of valuation and expert opinion

ABSTRACT

The paper uses practical examples to show how courts handle and consider information after date of valuation in their decision-making. Courts use such information to review and evaluate expert opinion. Courts also believe that experts should not take such information into consideration.

Key words: Information after date of valuation; Legal issue. Expert opinion evaluation.

JEL klasifikace: G30

Poznámky k příspěvku „Křístek, L.: Soudy, informace po datu ocenění a znalecký posudek“

Miloš Mařík*

Článek JUDr. Křístka (2020) dále rozvádí již dříve započatou diskusi ohledně zacházení s informacemi po datu ocenění a s tím spojeným vztahem mezi znalci a soudci. Jak se ukazuje, otevření této diskuse je velmi užitečné a bylo by vhodné ji využít k postupnému vyjasnění některých problematických aspektů naší znalecké praxe v oblasti oceňování majetku.

V první řadě lze s JUDr. Křístkem zcela souhlasit, že soudy opravdu mohou použít znalecký posudek jen jako jeden podklad ke svému rozhodnutí, a tím pádem také mohou, na rozdíl od znalce, použít pro soudní rozhodnutí informace po datu ocenění. Příspěvek L. Křístka zároveň dokládá, že tuto možnost soudy v praxi skutečně využívají. V tomto ohledu tedy není možné mít žádné námitky a je dobré, abychom si byli této skutečnosti vědomi.

Velký problém ale spatřujeme v tom, že soudy takováto svá rozhodnutí nad rámec znaleckého posudku mnohdy formulují a zdůvodňují nikoli právně, ale ekonomicky. K tomu ovšem nemají, a ani nemohou mít kvalifikaci, takže je zcela pochopitelné, že výroky soudu pak často v lepším případě obsahují nepřesnosti, nezřídka jsou ale i poměrně výrazné nesprávné.

Uveďme jen několik příkladů taktových více či méně problematických formulací použitých soudy v případech citovaných v článku JUDr. Křístka.

Příklad č. 1 (z případu Squeeze-out ArcelorMittal Ostrava a. s.):

Rozhodnutí soudu (citace z článku L. Křístka):

„Soud má za to, že třebaže znalec dle znalecké metodiky nemůže přihlédnout ke skutečností, které nebyly známy k datu ocenění, soud takto učinit může, a to právě za situace, která nastala v posuzované věci, tedy za situace, kdy je nutno posoudit, které ekonomické předpoklady se následně ukázaly jako „bližší realitě“.

Komentář MM:

- a) U tohoto citátu považuji za účelné udělat poznámku k pojmu „znalecká metodika“. Postupy pro znalce totiž nejsou nějaká „úřednická metodika“. Opírají se o teoretický poznatek, podle kterého je výnosová hodnota aktiva dána současnou hodnotou příjmů z tohoto majetku, které lze z pohledu data ocenění očekávat v budoucnosti. Pravidlo nepoužívat informace po datu ocenění tedy neplyne z nějaké formální metodiky, ale čistě z ekonomické teorie (např. Peemöller, 2012) a zároveň i z praktické ekonomické logiky.
- b) Tato hodnota aktiva se může v čase stále měnit, tak jak se mění očekávání k dalším datům. Nelze ale jedno očekávání k jednomu datu drobit na dílčí části a z nich vybírat úseky zdánlivě vhodnější pro podporu určitého názoru, jak to někdy soudy dělají a domnívají se, že tím získávají lepší ekonomický názor na „hodnotu“. Tyto změny

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

bývají časté, ale na původním odhadu tržní hodnoty k pevně zadanému datu nic nemění.

Příklad č. 2 (z případu Vypořádací podíl APATOR METRA, s. r. o.):

Rozhodnutí soudu (citace z článku L. Křístka):

„Ačkoliv znalci při vypracování posudků za účelem stanovení hodnoty k 20.1.2009 nemohli přihlížet (a nepřihlíželi) ke skutečnostem nastalým po datu ocenění, tak soud k uvedenému přihlížet může, zejména pokud má být cílem tohoto řízení přiznání spravedlivé hodnoty vypořádacího podílu. Uvedený prodej 100 % obchodního podílu nejlépe vystihuje reálnou tržní hodnotu společnosti, a pokud na podzim 2010 byl tento prodán za částku 2.500.000 EUR, tedy okolo 62.500.000 Kč, lze vyvodit jednoduchý závěr, a to že obdobnou, ne-li vyšší, hodnotu měla společnost i k rozhodnému dni.“

Komentář MM:

- a) Není správné usuzovat na správnost o posuzování hodnoty pomocí neúplných informací, takže nemůžeme zcela vyloučit, že by soud svůj výrok mohl vysvětlit ještě nějak jinak.
- b) V daném případě se však zdá, že soud posuzoval ocenění znalce k lednovému termínu na základě transakce, která proběhla na podzim roku následujícího, tedy téměř po dvou letech od původního ocenění.
- c) Bez dalšího zdůvodnění je takováto úvaha značně nesprávná:
 - Za uběhlý čas se mohla změnit situace na trhu (v období téměř dvou let je to dokonce velmi pravděpodobné), takže transakce z podzimu 2010 nemusí být použitelná pro hodnocení ocenění k lednu 2009. Nelze tedy bez dalšího říci, že „lze vyvodit jednoduchý závěr, a to že obdobnou, ne-li vyšší, hodnotu měla společnost i k rozhodnému dni“.
 - Transakce z podzimu 2010 nemusí splňovat předpoklady tržní hodnoty. Vyšší cena mohla například vyplývat ze speciálních podmínek transakce, jako jsou významné synergie vážící se jen k podzimnímu případu.
 - Zdaleka neplatí, že každá transakce na trhu přináší cenu, která je výrazem tržní hodnoty.

Příklad č. 3 (z případu Vypořádací podíl APATOR METRA, s. r. o.):

Rozhodnutí soudu (citace z článku L. Křístka):

„Výši vypořádacího podílu odvolací soud bez dalšího nestanovil součinem zlomku představujícího výši podílu navrhovatele a hodnoty čistého obchodního majetku (tedy jako jednu třetinu z částky 63.918.000 Kč), ale přihlédl k výši ceny, kterou zbývající společníci získali za převod svých podílů ve společnosti (představujících v souhrnu 100% na základním kapitálu) na třetí osobu podle smlouvy o převodu obchodních podílů ze dne 15. listopadu 2010 (2.500.000 Eur, tedy – při kursu ke dni uzavření smlouvy ve výši 24,625 – 61.562.500 Kč), jakož i k tomu, že se „stav společnosti“ v období mezi 20. lednem 2009 a 15. listopadem 2010 zásadně nezměnil“.

Komentář MM:

- a) Zdánlivě výrok vypadá správně. Hodnota je něco, co je dáno stavem oceňovaného objektu. Ten se nezměnil, nezměnila se tedy ani hodnota.

- b) Hodnota ale není zdaleka dána jen stavem podniku ale také, a to dokonce zejména, stavem okolí podniku. Tedy situací v národním hospodářství, situací na různých trzích, které mají pro podnik význam atd.
- c) Nelze proto usuzovat na stejnou tržní hodnotu, jak učinil soud, jen na základě neměnného stavu podniku.
- d) Závěr soudu ohledně toho, že se nezměnila hodnota podniku, tedy není správný. Soud samozřejmě mohl sám stanovit výši vypořádacího podílu, mohl do ní promítnout další výše uvedené skutečnosti, ale neměl použít ekonomickou argumentaci o tom, že se hodnota podniku nezměnila.

Příklad č. 4 (kontrola posudku skutečným vývojem):

Citace z článku L. Křístka:

„Judikatura umožňuje soudu zkontrolovat (ex post) jestli byl znalec úspěšný a jeho odhad budoucího vývoje se blížil skutečnosti, nebo ne. Přičemž ani toto nelze činit mechanicky. Otázkou je, z jakého důvodu se znalecova prognóza odchýlila od následné skutečnosti. Jsou dvě možnosti. Odchylka může být způsobena nezpracováním nebo chybným zpracováním známých informací k datu ocenění znalce – nekvalitní posudek. Druhou možností je, že po datu ocenění nastala skutečnost, kterou nemohl znalec při nejlepší vůli předpokládat – kvalitní posudek. Typickým (a aktuálním) příkladem jsou ekonomické důsledky koronaviru. Kontrola skutečným vývojem je prostě jednou z možností kontroly znaleckého posudku.“

Komentář MM:

- a) Tržní hodnota (ale ani jiná báze hodnoty) není objektivní veličina vycházející ze skutečného vývoje, ale z vývoje, který je předpokládán účastníky trhu. Příklad: Účastníci trhu se báli nepříliš dobrých časů, tržní hodnota byla nepříliš vysoká. Vývoj ale převýšil očekávání a tržní hodnota k pozdějšímu datu vychází vyšší. Z toho ale nelze usuzovat, že dřívější odhad byl špatný, naopak. Tržní hodnota musí odpovídat tomu, za kolik by bylo možné dané aktivum prodat k datu ocenění, tj. v době obav z budoucího vývoje.
- b) Ceny i odhady tržní hodnoty se v čase mění. Nelze ale měnit dřívější odhady, které vycházejí z jiných předpokladů pro vývoj trhu.
- c) Není tedy správné věc formulovat tak, že by pomocí skutečného vývoje bylo možné „kontrolovat úspěšnost znalce v odhadu budoucího vývoje“.
- d) Velký rozdíl mezi předpoklady znalce a skutečným vývojem může být maximálně podnětem k tomu, aby byly přezkoumány důvody, které znalce k danému odhadu vedly. Proto také zastáváme názor, že ve znaleckých posudcích by měla být mimo jiné dodržena zásada důvodnosti a odůvodněnosti. Pokud jsou všechny postupy a odhady znalce v posudku dobře popsány a zdůvodněny, může být tato kontrola poměrně jednoduchá.
- e) Shodujeme se tak jednoznačně s touto částí textu JUDr. Křístka, ve které uvádí, že srovnání znaleckého posudku a skutečného vývoje nelze provádět mechanicky, ale je potřeba zkoumat důvody, proč se znalecova prognóza odchýlila od skutečného vývoje a zda znalec nepracoval chybně i informacemi existujícími k datu ocenění.

Závěr

Hlavní myšlenky z této diskuse tedy můžeme shrnout takto:

1. Rozhodně nezpochybňujeme, že soudy mají právo použít znalecký posudek jen jako jeden z podkladů pro své rozhodnutí. Proto mohou do svého rozhodnutí promítnout jakékoliv informace včetně údajů po datu ocenění, jaké uznají pro daný případ za relevantní, a zdůvodnit jimi zvýšení nebo snížení hodnoty oproti znaleckému posudku.
2. Je ale vysoce nesprávné, aby soudy formulovaly svá rozhodnutí ve smyslu „opravy“ znaleckého posudku, například ve smyslu „správnější“ tržní hodnoty. Soudce nemá ekonomické vzdělání, proto jeho formulace a zdůvodnění v oblasti ekonomických kategorií budou s nejvyšší pravděpodobností nesprávné. To pak samo o sobě zbytečně snižuje důvěryhodnost našeho soudního systému, aniž bychom chtěli zpochybňovat samotná výsledná rozhodnutí soudu.
3. Informace po datu ocenění a skutečný vývoj po datu ocenění by nikdy neměly být samy o sobě použity k hodnocení správnosti a kvality znaleckého posudku.
4. Po znalcích se důrazně požaduje, aby se nevyslovovali k právním záležitostem, ale drželi se jen své znalecké specializace. Bylo by proto na místě požadovat, aby i soudy a právníci byli ve svých výrocích opatrnější a nepouštěli se do ekonomických diskusí.

Literatura:

- [1] Křístek, L. (2020): *Informace po datu ocenění, a kdy je lze použít*. Oceňování č. 1-2/2020, ročník 13. ISSN 1803-0785.
- [2] Peemöller, V. H. (2012): *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*. Berlin. 5. aktualisierte und erweiterte Auflage, nwb 2012. ISBN 978-3-482-51185-1.