

Návrh kritérií pro hodnocení znaleckých posudků na ocenění podniku: výnosové ocenění[#]

Martin Červený*

Úvod

Otázce kvality znaleckých posudků již bylo věnováno poměrně hodně řádků. Znalci, nejen z ekonomických oborů, jsou z některých stran v tuzemsku dlouhodobě kritizováni za nízkou úroveň svých posudků, a to i v medializovaných případech. Názory na celkovou situaci českého znalectví se však různí a kritickým hlasům i přes některé pokusy chybí jasný důkaz v podobě průřezové analýzy konkrétních znaleckých oborů. Během své praxe v oboru oceňování jsem sice viděl pár poměrně dobrých prací, ale setkal jsem se i s posudky žalostné kvality. Některé k mému překvapení dokonce pocházely z dílen renomovaných institucí. Je proto nezbytné provést řádnou sondu, zevrubně mapující kvalitu posudků v dané disciplíně. Kontrola a hodnocení odborných problémů v praxi prozatím splývala s otázkou revizí znaleckých posudků ze strany kolegů či možná spíše konkurentů znalců. Jedná se o poměrně zaběhnutý systém, který však nemá striktně vymezený pracovní rámec a neumožňuje statistické zobecňování. Je většina znaleckých posudků v daném oboru nekvalitní nebo se jedná pouze o zprofanované *černé labutě*? A když jsme u toho – kdy lze posudek označit za nekvalitní, nebo dokonce nepravdivý?

Text, který právě čtete, je úvodem do autorova dlouhodobého výzkumu, zabývajícího se problematikou kvality znaleckých posudků v oboru oceňování podniku v České republice. Ústředním motivem tohoto výzkumu je ověřování hypotézy, že významná část posudků na ocenění podniků s dobrou perspektivou nemá v tuzemsku dobrou úroveň, což částečně prokázaly některé pilotní průzkumy, jež zmíníme dále. **Nastavení jednotných kritérií pro umožnění obecného hodnocení znaleckých posudků v oboru oceňování podniku je pak cílem tohoto článku.** Předkládaná kritéria mají potenciál být využita především jako základ pro připravovanou průřezovou analýzu v dané oblasti, nicméně je autorovou ambicí kritéria koncipovat tak, aby bylo umožněno jejich širší uplatnění, ať už pro účely vypracování revizí, tak ze strany soudů či jiných orgánů veřejné moci. **Tento první díl série se soustředí na relativně nejvýznamnější, výnosové ocenění.** Právě specializaci považuji za klíčový moment v otázce kontroly znaleckých posudků. Veškeré pokusy definovat hodnotící kritéria, a to včetně pokusů na legislativní úrovni, byly doposud zaměřeny příliš obecně, s cílem pojmut co nejširší spektrum znaleckých oborů a disciplín. Naopak, požadavky je nutné definovat jako základní kameny na úrovni jednotlivých oborů. Teprve poté je možné uvažovat o jednotné regulaci, pakliže se prokáže jako přínosná a proveditelná.

Mou snahou je definovat kritéria pro hodnocení znaleckých posudků na oceňování podniků výnosovou metodou s důrazem na co možná nejlepší praktickou využitelnost. Za účelem naplnění hlavního cíle článku proto vymezuji jednotlivé **dílčí cíle**:

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu *Analýza obsahové správnosti znaleckých posudků v oboru oceňování podniku v podmínkách ČR*, registrovaného v rámci Interní grantové soutěže Vysoké školy ekonomické v Praze pod evidenčním číslem IG104017.

* Martin Červený – doktorand při Katedře financí a oceňování podniku, Fakulta financí a účetnictví Vysoké školy ekonomické v Praze; mail: cerveny@zkdusek.com.

- a) provést analýzu dosavadních tematicky zaměřených empirických průzkumů za účelem zdůvodnění záměru výzkumu a identifikování možných slabých míst ve znaleckých posudcích,
- b) navrhnout vhodnou kategorizaci kritérií dle relativní důležitosti a odborné náročnosti,
- c) předložit návrh hodnotících kritérií, jež bude odrážet pracovní rámec daný oceňovacími standardy i obecnými zásadami oceňování, s co možná nejlepší využitelností pro podmínky České republiky.

Jak z vymezených dílčích cílů vyplývá, kritéria by měla být koncipována takovým způsobem, že nejdříve **vymezí minimum kladené na znalecké posudky v dané disciplíně, na které naváží dodatečné požadavky**, mj. odvozené od konkrétního předmětu a účelu ocenění, jež budou postupně zjemňovat nároky směrem k vyšší odbornosti a náročnosti. Není rovněž vyloučeno, že kritéria budou upravována ex post, na základě průběžných zjištění připravované průřezové analýzy, kde budou potenciálně identifikovány nové nedostatky, na něž bude nezbytné se více koncentrovat. Z tohoto důvodu bude v rámci kritérií vyhrazen prostor i monitorovací funkci. V této fázi proto není mým záměrem přednést výčet pravidel, která by měla být přijímána bez výhrad a dogmaticky, jelikož věřím, že v první řadě by měla být rozpoutána skutečná diskuse na odborné úrovni, přesně jak si toto téma žádá a zaslouží.

Analýza současného stavu poznání

Současná úroveň oboru oceňování podniku je natolik pokročilá, že struktura znaleckých posudků již dávno není nahodilá. Na celosvětové úrovni oceňovatelé čerpají z Mezinárodních oceňovacích standardů (IVS, 2017), na evropské úrovni je dále možno vycházet z Evropských oceňovacích standardů (EVS, 2016), vydávaných organizací TEGoVA. Přestože žádný z existujících standardů u nás není právně závazný, struktura znaleckého posudku na ocenění podniku je tedy jasná přinejmenším do té míry, že existuje vymezení jeho standardně požadovaných částí i pracovní rámec pro aplikaci jednotlivých oceňovacích metod, včetně definic základních bází hodnoty. České publikace zpravidla reagují na dílčí problémy s ohledem na potřeby domácích podmínek a vytvářejí koncepční rámec pro vypracování ocenění českými znalci. Tato pravidla jsou pak vesměs přijímána praxí, čímž vznikají **obecně uznávané principy oboru oceňování**. Návrh kritérií obsažený v předloženém článku bude proto vycházet primárně z těchto principů.

Výše vzpomínané otázce revizí se v české literatuře věnuje např. Rýdlová (2015). Vypracování revize předpokládá individualizované hodnocení znaleckého posudku na profesionální úrovni, avšak východiska mohou být cenným zdrojem i pro tento výzkum. Autorka považuje za vhodné, aby kritéria revize byla stanovena na základě platných Mezinárodních oceňovacích standardů (IVS), a to včetně Guidance Notes, tedy pokynů k obsahovým náležitostem ocenění, a dále na základě obecně uznávaných oceňovacích principů v ČR, které jsou dle autorky vtěleny např. do Návrhu českých oceňovacích standardů pro oceňování podniku (IOM, 2011), případně do metodiky ZNAL (nově také OCE) České národní banky. Rýdlová dále připouští, že posuzování obsahové i metodické stránky posudku co do rozsahu a hloubky provedených analýz není vůbec jednoduché, protože jednotlivé části mohou být propracovány v různé úrovni hloubky a detailnosti. **Za zcela klíčový považuji názor, že hodnocení posudku nesmí být pojato formalisticky, ale je třeba brát v úvahu kontext specifik oceňovaného podniku tak, aby bylo ocenění účelné a splňovalo zadané úkoly.**

V neposlední řadě Rýdlová (2015) uvádí dílčí kroky pro zpracování revize, kterými jsou vyjma hodnocení formální stránky následující posouzení:

- a) Metodologický přístup a obsahové náležitosti
- b) Hloubka a rozsah analýz
- c) Aplikace metod
- d) Splnění principiálních požadavků na znalecké posudky
- e) Zda znalecký posudek odpovídá na zadané znalecké otázky

Pro účely tohoto článku tak budou relevantní především první dva zmíněné kroky, jelikož volbu a aplikaci metody vymezený cíl již předpokládá. Volbě metody v kontextu hledané báze hodnoty by měl být věnován samostatný text v rámci zpracovávaného výzkumu.

Kritéria pro hodnocení znaleckých posudků v oboru oceňování již byla vedlejším produktem některých pilotních průzkumů v podobě studentských prací, jež sloužily jako inspirace pro zahájení průřezové analýzy. Např. Doležalová (2011) byla snad vůbec první, kdo empiricky ověřoval kvalitu předkládaných ocenění v tuzemských podmínkách. Dále Gébl (2012) prováděl analýzu ocenění podniků i majetku. Poměrně podrobná kritéria vypracoval a předložil Oukropec (2014), jenž se pokusil provést srovnání kvality znaleckých posudků v čase. Švecová (2017) pojala analýzu s částečným zaměřením na osobu znalce, když hodnocené znalecké posudky dále roztříbila do skupin podle toho, zda byly vypracovány znalcem – fyzickou osobou či znaleckým ústavem. Nejvíce rozpracovaná kritéria nabízí Havlíková (2017), jejíž hlavní přínos spatřuji jednak v relativně větším vzorku zkoumaných posudků (celkem 110), ale také v zúžení hodnotících kritérií a specializaci výhradně na výnosovou metodu.

Veškeré zde zmiňované studentské práce mají několik společných rysů. V první řadě všechny tyto práce hodnotí znalecké posudky zveřejněné ve sbírce listin či v obchodním rejstříku. Znalecké posudky zde zveřejňované jsou však nekompletní množinou, protože publikovány dle zákona jsou pouze ocenění týkající se speciálních případů z oblasti přeměn obchodních korporací, kapitálových vkladů či insolvenčí. Zadání i následné zveřejnění těchto posudků je vždy v režii objednatele, tedy dotčené korporace nebo podnikatele. **Dovolují si proto vyslovit odůvodněný předpoklad, že ocenění v hrubém rozporu s představou objednatele ve sbírce listin nikdy neskončí.** Získání většího počtu znaleckých posudků vypracovávaných pro jiné účely je však i vzhledem k zásadě mlčenlivosti znalce a ochraně osobních údajů účastníků prakticky nespílitelný úkol, a tak si lze jiné zdroje většího objemu dat pro kvantitativní analýzu jen těžko představit.

I přesto mají všechny výše zmíněné práce další společný rys – hodnocené vzorky posudků skončily nevalně a autoři spíše dochází k závěrům, že kvalita ocenění je v praxi vzdálená teoretickému „ideálu krásy“. Tak například, Havlíková (2017) upozornila, že 18 % hodnocených znaleckých posudků vůbec neuvádělo hledanou bázi hodnoty. Nedostatky však byly identifikovány i ve finanční a strategické analýze – pouze 4 % posudků obsahovala sestavený výkaz cash flow, každý druhý posudek neuváděl konkrétní komentáře k postupům. Zarážející je také skutečnost, že prostorové srovnání chybělo v 94 % zkoumaných ocenění, v 75 % posudků nebyli konkurenti vůbec uvedeni. Téměř třetině posudků dle výzkumu autorky zcela chyběl finanční plán pro ocenění, avšak dílčí výhrady byly zjištěny u 80 % zkoumaných posudků. Obdobné výsledky udávají i ostatní autoři. Pro dokreslení situace níže uvádím Tabulku č. 1, zachycující přehled měr výskytu vybraných společných zásadních nedostatků v posudcích, identifikovaných v citovaných průzkumech:

Tab. 1: Míry výskytu zásadních nedostatků ve znaleckých posudcích¹

Kritérium	Doležalová (2011)	Oukropec (2014)	Švecová (2017)	Havlíková (2017)
Neuvedená báze hodnoty	27 %	10 %	4 %	18 %
Metoda/diskontní míra neslučitelná sází hodnoty	18 %	30 %	45 %	11 %
Nedostatečné komentáře	50 %	52 %	64 %	50 %
Chybějící prostorové srovnání	64 %	90 %	78 %	94 %
Chybí fin. plán pro ocenění	13 %	25 %	4 %	30 %
Finanční plán převzatý od managementu bez úprav (při tržní bázi hodnoty)	37 %	25 %	33 %	38 %
Bez fin. analýzy plánu	x	90 %	x	74 %
Subjektivní přiřázky k diskont. míře u tržní hodnoty	33 %	x	x	80 %
Nedodržení symetrií v diskontní míře	20 %	x	27 %	38 %

Zdroj: Doležalová (2011), Oukropec (2014), Švecová (2017), Havlíková (2017) + vlastní dopočty

Uvedený přehled zajisté není vyčerpávající, ale utváří alespoň částečnou představu o některých kritických momentech ocenění. Z výsledků těchto prací nelze pozorovat ani jednoznačný trend směřující k obecnému zlepšení. Někteří autoři navíc upozorňují na výskyt nedostatků, které nemusejí být vždy zcela zřejmé, například častá iluze znalců, že podniku v druhé fázi, zpravidla s růstem, stačí investice ve výši odpisů (Oukropec, 2014). Na problematiku subjektivních přiřázek k diskontní míře pro tržní ocenění pak kromě výše uvedených upozornila i ČNB, např. ve svém rozhodnutí ze dne 29. 4. 2013 (ČNB, 2013).

K nedostatkům znaleckých posudků se několikrát vyjádřili i Mařík a Maříková (2011a, 2011b). Své závěry zakládají na zkušenostech v oboru přesahujících dvě dekády, a přestože optimisticky hovoří o značném pokroku, připouštějí i existenci ocenění „vyhotovených za večer“. Protože se jedná o nedostatky, které identifikovaly jedny z největších kapacit v oboru, je dle mého názoru účelné, aby na ně předkládaná kritéria také reflektovala.

Obecná struktura hodnotících kritérií

Navrhovaná soustava má tři stupně, v nichž jsou otázky řazeny tak, aby sledovaly strukturu vymezenou obecnými zásadami oceňování a provádí případného hodnotitele všemi částmi v logické souslednosti a rovněž dle relativní důležitosti. Koncepce hodnotících kritérií v prvním a druhém stupni umožňuje pracovat pouze s binárními odpověďmi typu *ano/ne*, což bude využitelné zejména pro statistické zobecnění v rámci připravovaného výzkumu.

Základní požadavky

V první řadě bylo nezbytné vyčlenit **základní požadavky, definující rámcové minimum**, jež by znalecký posudek na výnosové ocenění měl splňovat v každém případě.

¹ Práce Gébl (2012) zde není zahrnuta z důvodu odlišného pojetí hodnocení posudků. Hodnota „x“ je uvedena v případě, že kritérium nebylo daným autorem zjišťováno.

Nesplnění těchto náležitostí pak obecně svědčí o **omezené použitelnosti** hodnoceného posudku, případně je nezbytné **blíže zkoumat výslovně uvedené důvody pro nesplnění kritéria**. Z tohoto důvodu se zaměřují především na použití fundamentálních generátorů hodnoty a soulad aplikovaných postupů s konkrétní bází hodnoty. Pro naplnění těchto požadavků však není nezbytné, aby ocenění explicitně obsahovalo část věnovanou generátorům hodnoty, ale jde spíše o posouzení, zda se znalec nějakým způsobem zabýval klíčovými parametry výnosové metody. Podstatné vady v této části budou také zpravidla indikovat porušení zásad úplnosti a komplexnosti znaleckého posudku. Vysvětlení volby konkrétních základních požadavků se pak věnuje důvodová zpráva v rámci tohoto článku.

Standardní náležitosti

Standardní náležitosti slouží jako jemnější kritéria, jež vycházejí ze standardizované struktury znaleckého posudku, definované obecnými zásadami oboru, a zkoumají stupeň jejího naplnění. Ačkoliv i zde je použit binární přístup, hodnocení standardních náležitostí posudku je třeba posuzovat více v kontextu účelu a konkrétních podmínek pro vypracování posudku, protože **volba báze hodnoty determinuje, jaké postupy a podklady je nutné při ocenění použít**. Nastavená kritéria jsou přizpůsobena primárně pro hledání tržní hodnoty a předpokládají dostupnost alespoň základních účetních podkladů a údajů o relevantním trhu při ocenění, přičemž v ostatních případech by měla být aplikována přiměřeným způsobem.

Způsob naplnění doporučeného postupu

V nejvyšším stupni hodnotících kritérií je opuštěn binární způsob, protože zde se předpokládá testování v souvislostech. Smyslem celého procesu hodnocení je posoudit, zda znalec v předloženém posudku aplikuje vhodné metody, ale i **jaké kvalitativní úrovně posudek jako celek dosahuje**. Většího prostoru tak dostává verbální hodnocení, mapující hloubku provedených analýz – například adekvátnost míry investic pro plánovaný růst či zda odhad nákladů kapitálu vychází z využití diferencovaných úrokových měr apod.

Přínos této části spočívá i ve skutečnosti, že případná analýza znaleckých posudků bude v takovéto formě i rozsahu průkopnickým projektem. V první fázi projektu je tak, spíše než samotné hodnocení, podstatné kvantitativně zmapovat portfolio užívaných metod a postupů v domácích podmínkách. Případné doplnění hodnotících kritérií bude čerpat zejména z poznatků této skupiny kritérií.

Základní obecné zásady a dodatečné principy posudků

Věřím, že znalecký posudek by měl být psán s důrazem na srozumitelnost. Nejde o kategorický požadavek na absenci odbornosti, jakožto spíše o průnik způsobu podání (vysvětlováním) i míry splnění požadavků na odůvodněnost, vnitřní konzistenci, transparentci a přezkoumatelnost znaleckého posudku, tedy obecných zásad, o kterých bylo pojednáno již v předchozím vydání tohoto časopisu (Červený, 2016). Detailní rozpracování obecných zásad pak obsahuje právě například Návrh standardu pro oceňování podniku (IOM, 2011) nebo článek Maříka a Maříkové (2016a), zaměřený na domácí podmínky v praktických souvislostech. **Tyto zásady nelze v žádném případě pominout při jakékoliv kontrole obsahové správnosti znaleckého posudku** či se jim věnovat v samostatném vyhodnocení. Naopak, tyto zásady vždy procházejí celým textem posudku a jsou, nebo by alespoň měly být, determinantou pro jeho obsah, použité zdroje i veškeré formulace.

Z těchto důvodů byla do finální části hodnotících kritérií zahrnuta část **Naplnění zásad znaleckého posudku**, jež v podstatě odpovídá zkoumání naplnění požadavků v bodech d) a e) u Rýdlové (2015), jmenovitě zda posudek splňuje principiální požadavky a zda odpovídá na

znalecké otázky. Hodnotitel by měl ověřovat zejména podloženost a odůvodněnost každé jednotlivé části, ale i vzájemné logické vazby mezi nimi. **Proto je tato skupina kritérií zahrnuta na samém konci procesu hodnocení, byť co do významnosti se v podstatě jedná o základní náležitosti.**

Navržená forma rovněž pracuje s binárními otázkami, ale v této části by šlo uvažovat i o použití škálového systému hodnocení naplnění zásad, např. známkováním jako ve škole. Zvolený systém hodnocení by však měl spočívat na jednotné zásadě, a sice že **hrubé porušení obecných zásad kladených na znalecký posudek povede v konečném důsledku k jeho odmítnutí, případně povinnosti znalce posudek dopracovat.** Ani naplnění těchto zásad není zárukou bezchybnosti či snad pravdivosti znaleckého posudku, ale do určité míry taková rizika minimalizuje. Závažná logická či obsahová chyba může být snadněji odhalena a opravena, pokud je posudek v dostatečné míře přezkoumatelný a transparentní.

Je také nutné předestřít, že během zpracování výzkumu budu čelit ještě dalším dílčím problémům, jež se odrazí ve formě a úrovni hodnocených prací, a se kterými bude nezbytné se vypořádat. Z tohoto důvodu již **ex ante vymezují dodatečné principy pro hodnocení znaleckých posudků**, které formulují i Mařík a Maříková (2016a), podle nichž by posudek měl být:

- zpracován v souladu s nejlepší praxí vyjádřenou oceňovacími standardy, tj. **požadavek na náležité úsilí znalce,**
- postaven na **volbě odpovídající báze hodnoty a účelu ocenění.**

Je nutné trvat na požadavku hodnotit každý posudek individuálně, a to vzhledem ke konkrétnímu účelu ocenění, případně pracovním podmínkám znalce. Je jisté, že například ocenění pro některá soudní řízení, vypracovávaná mnoho let zpětně a za stavu značné důkazní nouze, se mohou od obecně požadované struktury lišit, aby znalec vůbec byl schopen svůj znalecký úkol naplnit, někdy třeba jen částečně. V tuto chvíli nemám vhodnější řešení než striktní apelaci na dodržování principů důvodnosti, odůvodněnosti a transparency, nicméně je jisté, že se v případné hloubkové analýze tomuto fenoménu nevyhneme.

Důvodová zpráva k navrhovaným kritériím

Hlavní výstup článku, tj. konkrétní podoba navrhovaných kritérií, je prezentován v následující, finální kapitole. Součástí navrhovaných kritérií je však i důvodová zpráva, jejímž hlavním úkolem je poskytovat případnému hodnotiteli určité vodítko, případně objasnit zahrnutí konkrétních bodů ve vazbě na obecné principy oceňování, případně již známé empirické zkušenosti o častých nedostatecích ve znaleckých posudcích. Smyslem této části je tak především vymezit základní požadavky na jednotlivé části posudku. Pro detailní výklad o standardní podobě ocenění odkazují na příslušnou odbornou literaturu (např. Mařík, 2018) či oceňovací standardy (IVS, 2017).

Nález, zadání

V této části je nezbytné studovat motivy vedoucí objednavatele k zadání znaleckého posudku, zejména jeho **účel a z něho vyplývající hledanou bázi hodnoty.** Bázi hodnoty by měl znalec v posudku vždy uvést, protože tato je určující pro celou jeho následující strukturu a bez jejího vymezení má posudek jen malou hodnotu (Mařík a Maříková, 2011a). Údaje by měly být uvedeny **výslovně** vždy v nálezové části posudku, případně v závěru. Datum ocenění, případně hodnotová báze sice někdy bývají zahrnuty i implicitně dle zvolených postupů, takový přístup je však chybný, zhoršuje užitnou hodnotu posudku a odporuje ustanovení 20.3 IVS (2017).

Finanční analýza

Dosavadní empirická zjištění ukazují, že finanční analýza se v podstatné části znaleckých posudků vyznačuje určitou povrchností (Mařík a Maříková, 2011a) a zpracovatelé se omezí na uvedení poměrových ukazatelů bez patřičných komentářů (Havlíková, 2017).

Finanční analýza by měla minimálně poskytnout celkovou představu o oceňovaném jmění daného podniku. Domnívám se, že je nutné **vždy obsáhnout alespoň:**

- analýzu finančních výkazů,
- popis hlavních položek aktiv a závazků podniku k datu ocenění.

Banální výčet hodnot z rozvahy s konstatováním, zda během sledovaného období došlo k poklesu či růstu zpravidla není dostačující. Standardní náležitosti proto vyžadují zevrubnější zpracování:

- veškeré kroky by měly být prováděny s důrazem na prostorové srovnání, ideálně doplněné o komparaci poměrových ukazatelů s odpovídající konkurencí,
- nemělo by chybět relevantní vyhodnocení finančního zdraví se zaměřením na možná finanční rizika; Doležalová (2011) odhalila, že většina zkoumaných znaleckých posudků (cca 58 %) zcela postrádala jasný závěr o perspektivách daného podniku.

Způsob naplnění doporučeného postupu si klade za cíl monitorovat rozsah zdrojů finanční analýzy se zaměřením na počet analyzovaných minulých období, metodiku a rozsah vzorku prostorového srovnání (konkurenční podniky, odvětvové ukazatele) a metodiku testu souhrnného vyhodnocení finanční analýzy (konkrétní bonitní a bankrotní modely).

Strategická analýza/Analýza výnosového potenciálu

Strategická analýza je, i přes svou důležitost, chápána jako slabé místo mnohých ocenění. Švecová (2017) uvádí, že cca čtvrtina posudků se omezuje na pouhý popis makroekonomické situace. Havlíková (2017) jde v kritice dále, jelikož podle ní si znalci „pletou strategickou analýzu s přílohou hospodářských novin o vývoji makroekonomických veličin ČR, potažmo Evropské unie“. **Základním výstupem** strategické analýzy by mělo být:

- poskytnout zdůvodněný odhad tržeb podniku,
- vyhodnotit předpoklad *going concern* a položit základ pro volbu metody ocenění.

Standardní postupy však doporučují postupovat nejprve skrze analýzu vnějšího potenciálu, zaměřenou na jasně vymezený relevantní trh (popř. trhy), včetně prognózy jeho vývoje, dále pak analýzu vnitřního potenciálu se zaměřením na konkurenční pozici oceňovaného podniku a projekci jeho tržního podílu do budoucna. *Příběh* o oceňovaném podniku by měl být doplněn i jasným vymezením konkurenčních výhod podniku. Úroveň zpracování lze zkoumat z údajů o metodice odhadu budoucího vývoje relevantního trhu (regresní analýza, ideálně konsenzus uznávaných expertů a analytických společností) a postupu při odhadu dlouhodobého růstu tohoto trhu.

Pojetí strategické analýzy nabízí určitý prostor pro kreativitu znalce, který se může odchýlit od běžných postupů, shledá-li to účelným, ale i zde je třeba trvat na jeho povinnosti své postupy náležitě zdůvodnit. **V každém případě by nemělo být rezignováno na snahu blíže pochopit vlivy relevantního trhu i konkurenčního prostředí na předmětný podnik.**

Generátory hodnoty a finanční plán

Kromě predikce tržeb by ocenění mělo **vždy (alespoň implicitně) obsahovat ještě následující generátory hodnoty**: ziskovou marži, pracovní kapitál, plán dlouhodobého majetku a plán financování, tedy v podstatě základy projekce čistých peněžních toků.

Této části by standardně mělo předcházet dělení majetku na provozní a neprovozní, které by v ideálním případě mělo být převzato i do projekce finančního plánu v podobě kompletní účetní závěrky. S odvoláním na práci Oukropce (2014) je však možné očekávat hlubší nedostatky v této části, a to zejména v nedostatečně podložených prognózách, nesmyslně nadhodnocených tempech růstu atp. Proto je tak nezbytné důsledně dbát na nutnost popsat dílčí kroky a neměla by být pominuta finanční analýza plánu, jež oceňovateli skýtá určitou příležitost pro sebereflexi. Dle Havlíkové (2017) chyběla v 74 % případů, dle Oukropce (2014) dokonce v 90 %. Propracovaný posudek by měl nabízet variantní zpracování finančního plánu ve vazbě na možné scénáře budoucího vývoje (nejčastěji např. pesimistický a optimistický), směřující k žádoucímu intervalovému odhadu výsledné hodnoty.

Způsob naplnění doporučených postupů si klade za cíl blíže prozkoumat délku finančního plánu pro ocenění, jež dle empirických poznatků nemusí být v některých případech dostatečná, ale i jeho původ. U tržní hodnoty by finanční plán neměl být bez kritického vyhodnocení přebírán od managementu, nýbrž za něj ručí právě znalec (oba nedostatky viz Mařík a Maříková, 2011a, zcela shodně i všechny citované studentské práce), například u investiční hodnoty však není nutné tento požadavek plnit.

Náklady kapitálu

Odborná literatura dlouhodobě věnuje více pozornosti odhadu nákladů vlastního kapitálu, jelikož se vždy jedná o implicitní veličinu. Z tohoto důvodu jsou hodnotící kritéria v této fázi soustředěna zejména na náklady vlastního kapitálu, byť metodika stanovení nákladů cizího kapitálu bude předmětem dalšího šetření. Doporučené postupy pro odhad nákladů vlastního kapitálu navíc nejsou rigidní, a proto nelze uvažovat o jediném správném postupu jejich odhadu. **Zvolený model odhadu nákladů kapitálu by však nikdy neměl odporovat bázi hodnoty a je nezbytné dodržet patřičné symetrie diskontní míry** (investoři, inflace, daně, riziko – srov. Mařík, 2018).

Je tedy namístě, aby v této části byl relativně větší prostor ponechán dalšímu zjišťování, přičemž standardní kritéria se soustředí pouze na případné subjektivní přírážky, jež by neměly být aplikovány zejména v případě tržní hodnoty. Třetí úroveň kritérií má v této fázi za úkol blíže prozkoumat metodiku odhadu jednotlivých parametrů modelu, a sice bezrizikové úrokové míry, rizikové prémie trhu a koeficientu beta, případně jiných přírážek a sražek, ale také způsob určení vah jednotlivých složek úročeného kapitálu.

Výnosové ocenění, syntéza ocenění, závěr

Obecným předpokladem výnosového ocenění je, aby **použití výnosové metody bylo podloženo závěry strategické i finanční analýzy**, následně i sestaveným finančním plánem pro ocenění. Hlavní nedostatky v samotné aplikaci výnosového ocenění lze předpokládat v pokračující hodnotě (Mařík a Maříková, 2011b). Pokračující hodnota v případě předpokladu nekonečného trvání podniku pracuje se **stabilizací podniku na úrovni růstu a rentability**, jejíž ověření by mělo být standardní součástí posudku. Ocenění by rovněž nemělo pomíjet spolehlivé řešení problematiky kapitálové struktury (typicky sladěním kapitálové struktury pomocí iterací), případně alternativními způsoby (srovnej Mařík a Maříková, 2016b).

Způsob naplnění doporučených postupů v této části zkoumá primárně zvolenou variantu výnosového ocenění (DCF, EVA, KČV). V dané fázi bude rovněž vhodné monitorovat využití sekundárních metod ocenění (majetkové, porovnávací) a jejich vliv v rámci souhrnného ocenění. Dále je sledováno použití přírážek a diskontů, jejichž význam je nutné posuzovat pouze vzhledem k účelu konkrétního ocenění a hodnotové bázi. Na závěr ocenění je příhodné věnovat pozornost i způsobu konstrukce závěrečného výroku o hodnotě a interpretaci výsledků dílčích metod.

Naplnění obecných zásad znaleckého posudku

Navrhovaná kritéria v oblasti obecných zásad se zaměřují pouze na vybrané, klíčové otázky ohledně hodnoceného posudku, protože jednotlivé zásady v případě výnosových ocenění částečně splývají a jejich naplnění je vzájemně provázané. Hodnocení se zaměřuje jednak na posouzení:

- a) zda ocenění obsahuje veškeré standardní části ocenění (alespoň implicitně), tedy nález, část analytickou, prognózu a vlastní ocenění,
- b) jak jsou tyto vzájemně provázané (jestli závěry dílčích částí určují další postupy),
- c) zda znalec odpovídá na zadanou znaleckou otázku (se zaměřením na ověření, že zvolenými postupy skutečně dospívá ke kýžené bázi hodnoty).

Pakliže odpovědi v této části jsou výhradně pozitivní, posudek nevykazuje zjevné vady z hlediska zásad **úplnosti**, **komplexnosti** a **vnitřní konzistence**, byť není vyloučeno hlubší zkoumání jednotlivých dílčích zásad v případě pochybností.

Druhá skupina se zaměřuje na dodržení principu **nestrannosti**, a to ve vazbě na doposud citované empirické práce, které mj. docházely k závěru, že znalci často nekriticky přebírají části ocenění přímo od zadavatelů či oceňované společnosti, přestože za tyto části ručí právě znalci.

Finální okruh otázek se zaměřuje na vyhodnocení **transparence**, **odůvodněnosti**, **důvodnosti** a **přezkoumatelnosti** znaleckého posudku. Každý výsledek znaleckého zkoumání je nutno hodnotit výhradně jako pohled konkrétního znalce. Právě stupeň podloženosti a zdůvodněnosti veškerých kroků činí klíčový rozdíl mezi použitelným a nepoužitelným oceněním. Naplnění těchto zásad spatřuji ve dvou zásadních okruzích:

- **veškeré zdroje by měly být řádně odcitovány** a jejich logicky řazený seznam by měl být uveden v nálezové části znaleckého posudku,
- všechny části a postupy by měly být **opatřeny patřičnými komentáři**.

Ačkoliv není žádoucí, aby každý jednotlivý posudek suploval vysokoškolskou učebnici, měl by uživatel znaleckého posudku dokonale provádět jednotlivými kroky, a zejména znalcovými úvahami aplikovanými na konkrétní případ. Bylo by pak zcela nepřijatelné, aby některé dílčí části obsahovaly úpravy či modifikace vstupních parametrů či výpočtů, aniž by byly řádně odůvodněny. Takové kroky by měly vést k jednoznačnému odmítnutí znaleckého posudku.

Návrh kritérií pro hodnocení výnosového ocenění

I. Zadání znaleckého posudku (nálezová část)

- A. Základní požadavky
 - 1. Je výslovně uveden účel ocenění?
 - 2. Je výslovně uvedena hledaná báze hodnoty?
 - 3. Je ve znaleckém posudku uvedeno datum ocenění?

II. Finanční analýza

- A. Základní požadavky
 - 4. Je provedena analýza účetních výkazů vč. popisu zjištěných faktů?
 - 5. Je proveden popis hlavních položek majetku a závazků k datu ocenění?
- B. Standardní náležitosti
 - 6. Je sestaven a analyzován výkaz cash flow za minulé období?
 - 7. Jsou spočítány poměrové ukazatele?
 - 8. Jsou poměrové ukazatele řádně komentovány (např. trendy)?
 - 9. Je zahrnuto prostorové srovnání?
 - 10. Jsou výslovně uvedena hlavní rizika spojená s finanční situací podniku?
- C. Způsob naplnění doporučeného postupu
 - 11. Za kolik období do minulosti je provedena fin. analýza:
 - 12. Metodika prostorového srovnání:
 - 13. Model souhrnného vyhodnocení fin. analýzy:

III. Strategická analýza

- A. Základní požadavky
 - 14. Zahrnut odhad tržeb podniku?
 - 15. Jasně vyhodnocení předpokladu *going concern*?
- B. Standardní náležitosti
 - 16. Provedeno věcné i geografické vymezení relevantního trhu?
 - 17. Vyhodnocena atraktivita relevantního trhu?
 - 18. Provedena prognóza relevantního trhu?
 - 19. Jsou identifikováni hlavní konkurenti podniku?
 - 20. Kvantifikován tržní podíl podniku?
 - 21. Odhad podílů do budoucnosti vč. zdůvodnění?
 - 22. Výslovně identifikovány konkurenční výhody podniku?
- C. Způsob naplnění doporučeného postupu
 - 23. Metodika prognózy relevantního trhu:
 - 24. Způsob odhadu dlouhodobého tempa růstu trhu:

IV. Generátory hodnoty a finanční plán

- A. Základní požadavky (v posudku alespoň implicitně)
 - 25. Proveden odhad ziskové marže?
 - 26. Zahrnut plán pracovního kapitálu?
 - 27. Plán investic pro ocenění je součástí generátorů hodnoty?
 - 28. Projekce budoucího financování?
- B. Standardní náležitosti
 - 29. Uskutečněno vymezení provozního a neprovozního majetku?
 - 30. Proveden odhad ziskové marže shora i zdola?
 - 31. Je předložen finanční plán v kompletním rozsahu (VZZ, Rozvaha, CF)?
 - 32. Provedena finanční analýza finančního plánu pro ocenění?
 - 33. Finanční plán sestaven variantně?
- C. Způsob naplnění doporučeného postupu
 - 34. Metodika pro odhad plánovaných investic:
 - 35. Zdroj finančního plánu pro ocenění:
 - 36. Modifikace finančního plánu pro ocenění:
 - 37. Délka finančního plánu:

V. Náklady kapitálu/diskontní míra

- A. Základní požadavky
 - 38. Zvolený model odhadu diskontní míry odpovídá bázi hodnoty?
 - 39. Dodrženy symetrie diskontní míry (investoři, inflace, daně, riziko)?
- B. Standardní náležitosti
 - 40. Postup je prostý subjektivních přiřázek (platí pro tržní hodnotu)?
- C. Způsob naplnění doporučeného postupu
 - 41. Model odhadu diskontní míry:
 - 42. Způsob stanovení kapitálové struktury pro diskontní míru:
 - 43. Metoda odhadu bezrizikové míry:
 - 44. Metodika stanovení rizikové premie:
 - 45. Způsob určení koeficientu beta:
 - 46. Použité další přiřázky k modelu CAPM:
 - 47. Metodika stanovení nákladů cizího kapitálu:

VI. Výnosové ocenění a souhrnné ocenění

- A. Základní požadavky
 - 48. Výnosové ocenění použito v souladu se závěry SA a FA?
- B. Standardní náležitosti

- 49. Řešena otázka stabilizace růstu podniku a rentability investic ve 2. fázi?
- 50. Vyřešena problematika kapitálové struktury (např. sladěním iteracemi)?
- 51. Ocenění provedeno intervalově?
- C. Hloubka provedených analýz
 - 52. Použitá metoda ocenění:
 - 53. Způsob propočtu pokračující hodnoty:
 - 54. Alternativní metody ocenění:
 - 55. Aplikované diskonty/přirážky:

VII. Naplnění obecných zásad znaleckého posudku

- A. Vnitřní konzistence/úplnost/komplexnost
 - 56. Zvolené postupy odpovídají hledané bázi hodnoty?
 - 57. Znalecký posudek obsahuje (alespoň implicitně) všechny nezbytné části ocenění, příp. je vynechání konkrétní části opodstatněné a řádně zdůvodněno?
 - 58. Odpovídá posudek jasně na zadanou znaleckou otázku?
 - 59. Dodrženy veškeré symetrie (ceny, hladiny hodnoty)?
 - 60. Likvidační hodnota je nižší než výnosové ocenění, pakliže je ocenění podniku stanoveno na úrovni výsledku výnosové metody?
- B. Nestrannost
 - 61. Znalec nepřebírá údaje pro finanční plán použité ve znaleckém posudku od zadavatele anebo tyto přebírá, ale jejich hodnoty podrobuje kritické analýze, pakliže to báze hodnoty vyžaduje?
- C. Opakovatelnost/odůvodněnost/důvodnost/transparentnost
 - 62. Veškeré zdroje pro vypracování znaleckého posudku jsou řádně citovány?
 - 63. Všechny postupy ve znaleckém posudku jsou náležitě popsány, zdůvodněny a podloženy, posudek je prostý nevysvětlených úprav?
 - 64. Znalecký posudek je prostý početních a formálních chyb?

Závěr

Cílem tohoto článku bylo definovat možná kritéria pro hodnocení znaleckých posudků v oboru oceňování podniku. V uvedeném textu byl rozsah specializován, zúžen výhradně na výnosové ocenění, aby jednotlivým částem mohla být věnována náležitá pozornost. Předložený návrh kritérií je formulován spíše kvantitativně, a to v souvislosti se záměrem autora provést průřezovou analýzu kvality znaleckých posudků v této disciplíně, avšak jejich potenciál je možno spatřovat i ve využitelnosti pro sjednocení metodiky provádění revizních ocenění či případného odborného dohledu. Za účelem naplnění hlavního cíle článku byly realizovány jednotlivé dílčí cíle:

- a) provést analýzu dosavadních tematicky zaměřených empirických průzkumů a identifikovat možná slabá místa,
- b) navrhnout vhodnou kategorizaci kritérií, odstupňovanou dle relativní důležitosti a odborné náročnosti,
- c) předložit návrh hodnotících kritérií, jež budou odrážet pracovní rámec daný obecnými zásadami oceňování, s co možná nejlepší využitelností v podmínkách České republiky.

Zdrojem pro nastavená kritéria byly zejména obecně uznávané principy oceňování, formulované jednak ve výše citovaných standardech i publikacích orientovaných na domácí podmínky, ale také empirická zjištění některých perspektivních závěrečných prací, vypracovaných na půdě Vysoké školy ekonomické v Praze. Na základě závěrů těchto akademických průzkumů jsem formuloval kritéria mj. i se zaměřením právě na nedostatky v nich uvedené. Samotné hodnocení je soustředěno na celkem čtyři zásadní oblasti, a to:

- a) **základní požadavky**, kde dochází k vymezení minimálního pracovního rámce posudku se zaměřením na použití zcela základních parametrů výnosového ocenění a soulad aplikovaných postupů s konkrétní bází hodnoty,
- b) **standardní náležitosti**, představující jemnější kritéria, sloužící k vlastnímu hodnocení obsahové stránky standardizovaného znaleckého posudku ve vymezených dílčích částech,
- c) následné hodnocení **způsobu naplnění doporučeného postupu**, snažící se blíže monitorovat a vyhodnotit skutečně užívané postupy za účelem testování hloubky a kvality ocenění v souvislostech i pro potřeby dalšího výzkumu,
- d) vyhodnocení **obecných zásad kladených na znalecký posudek**, tedy takových požadavků, které musejí být splněny, aby posudek byl jako důkaz vůbec upotřebitelný; vyhodnocení této části probíhá až nakonec, po prostudování celého textu ocenění, byť se v zásadě jedná o základní náležitosti posudku.

Na tomto místě je nezbytné upozornit, že se jedná o návrh – v rané fázi by se dalo hovořit o pilotním projektu. Výše uvedený výčet hodnotících kritérií není vyčerpávající, ale je koncipován tak, aby pokryl hlavní slabá místa hodnoceného ocenění a odstranil základní pochybnosti o jeho nekvalitě. Není však vyloučeno, že na základě provedení prvotních šetření či dalších diskusí na odborné úrovni budou kritéria dál upravována, rozšiřována či zužována, aby bylo dosaženo optimální podoby, vyhovující zejména domácím podmínkám.

Literatura:

- [1] ČERVENÝ, M. (2016): *Východiska obsahového hodnocení znaleckých posudků v oboru oceňování podniku*. Oceňování, roč. 9, č. 2, 2016, s. 34-44. ISSN 1803-0785.
- [2] Česká národní banka (2013): *Rozhodnutí ČNB ze dne 29. 4. 2013, č. j. 2013/5081/570*.
- [3] DOLEŽALOVÁ, L. (2011): *Nedostatky ve znaleckých posudcích s doporučením na jejich odstranění*. Diplomová práce obhájená na KFOP, FFÚ, VŠE v Praze. Vedoucí práce M. Mařík. Rok obhajoby 2011.
- [4] *Evropské oceňovací standardy* (také "EVS", vyd. 2016). Dostupné online: <<https://www.tegova.org/>>. Přístup dne 26. 3. 2018.
- [5] GÉBL, D. (2012): *Analýza znaleckých posudků na ocenění podniku*. Diplomová práce obhájená na KFOP, FFÚ, VŠE v Praze. Vedoucí práce J. Hlaváč. Rok obhajoby 2012.
- [6] HAVLÍKOVÁ, Z. (2017): *Analýza úrovně znaleckých posudků pro výnosové ocenění podniku*. Diplomová práce obhájená na KFOP, FFÚ, VŠE v Praze. Vedoucí práce M. Mařík. Rok obhajoby 2017.
- [7] *Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění (OCE)*. Verze 1.1., září 2014.
- [8] Institut oceňování majetku při Vysoké škole ekonomické v Praze (IOM, vyd. 2011): *Návrh českého standardu pro oceňování podniků. Verze prosinec 2011*. Dostupné online: <<http://iom.vse.cz/odborna-cinnost/ceske-ocenovaci-standardy/>>. Přístup dne 7. 10. 2017.
- [9] MAŘÍK, M. (2018): *Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy*. 4. vyd. Ekopress, Praha, 2018. ISBN: 978-80-87865-38-5
- [10] MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. (2011a): *Slabší místa v ocenění českých podniků - 1. část. Odhadce a oceňování podniku*, roč. XVII, č. 2, 2011, s. 21-31. ISSN 1213-8223.
- [11] MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. (2011b): *Slabší místa v ocenění českých podniků - 2. část. Odhadce a oceňování podniku*, roč. XVII, č. 3-4, 2011, s. 26-35. ISSN 1213-8223.
- [12] MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. (2016a): *K obecným zásadám oceňování majetku a zejména podniku s důrazem na podmínky České republiky*. Odhadce a oceňování majetku, sv. 22, č. 1-2, s. 3--16. ISSN 1213-8223.
- [13] MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. (2016b): *Analytické řešení cyklického problému při odhadu kapitálové struktury v tržních hodnotách pro metodu DCF entity*. Oceňování, roč. 9, č. 2, 2016, s. 22-33. ISSN 1803-0785.
- [14] *Mezinárodní oceňovací standardy* (také "IVS", vyd. 2017). Dostupné online: <<https://www.ivsc.org/>>. Přístup dne 20. 10. 2017.
- [15] OUKROPEC, J. (2014): *Analýza znaleckých posudků na ocenění podniku*. Diplomová práce obhájená na KFOP, FFÚ, VŠE v Praze. Vedoucí práce M. Mařík. Rok obhajoby 2014.
- [16] RÝDLOVÁ, B. (2015): *Zpracování revizních posudku*. Oceňování, roč. 8, č. 2, 2015, s. 74-85. ISSN 1803-0785.
- [17] ŠVECOVÁ, E. (2017): *Analýza vybraných znaleckých posudků pro ocenění podniků v ČR*. Diplomová práce obhájená na KFOP, FFÚ, VŠE v Praze. Vedoucí práce M. Mařík. Rok obhajoby 2017.
- [18] *Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů (ZNAL)*.

Návrh kritérií pro hodnocení znaleckého posudku na ocenění podniku: výnosové ocenění

Martin Červený

ABSTRAKT

Článek předkládá návrh kritérií pro hodnocení znaleckých posudků v oboru oceňování podniku se zaměřením na výnosové ocenění. Potenciál jejich využití je možno spatřovat primárně v průřezové analýze kvality skutečně předložených a zveřejněných znaleckých posudků v ČR, ale i pro účely sjednocení postupů při provádění revizí nebo dozoru ze strany specializovaných veřejných institucí. Navrhovaná kritéria se zaměřují nejen na samotné vyhodnocení obsahové stránky předmětného ocenění, ale sledují i naplnění obecných zásad kladených na znalecký posudek, a to ve formě přizpůsobené konkrétnímu oboru. Jelikož je text základem pilotního projektu o kvalitě ocenění, důraz je kladen i na funkci monitorovací, aby bylo co nejvíce zmapováno portfolio použitých metod a postupů znalci v tuzemsku. Návrh je orientován kvantitativně co možná nejvíce prakticky, hodnotitele provádí celým procesem ocenění a umožňuje sledovat úroveň naplnění jednotlivých hlavních částí předloženého znaleckého posudku.

Klíčová slova: Znalecký posudek; Kritéria hodnocení; Výnosové ocenění.

The proposal for evaluation criteria for business valuation reports: income-based methods of valuation

ABSTRACT

The article proposes a set of evaluation criteria for business valuation reports, focused mostly on income oriented approaches to valuation. The potential of its application can be anticipated primarily in a cross-sectional analysis of the quality of submitted and published business valuation reports in the Czech Republic. Alternatively, these criteria can be utilized when performing valuation revisions, or by public institutions for various supervision purposes. The proposed set of criteria is dealing not just with an assessment of the technical aspects of the valuation, but it also monitors the fulfillment of general principles expert witnesses' reports ought to follow. All this is presented in a form tailored for the specific discipline of business valuation. Since the article is a basis for a pilot research assessing the overall quality of business reports, the emphasis is put on the monitoring function in order to learn as much as possible about methods and practices used by expert witnesses in the domestic conditions. The proposal is designed rather practically, while it guides the evaluator through the entire standardized process of business valuation and allows him to track the levels of fulfillment in every single part of the report.

Key words: Business valuation report; Evaluation criteria; Income-based valuation.

JEL classification: G30