

Stanovisko k návrhům Vladimíra Kulila označeným jako „Výnosové metody pro ocenění podniku – moderní přístupy“

Miloš Mařík^{} – Jaroslav Šantrůček^{**} – Jiří Hlaváč^{***}*

Úvod

V posledních měsících předložil dr. Vladimír Kulil, ředitel Ústavu oceňování majetku při Ekonomické fakultě Vysoké školy báňské – Technické univerzity Ostrava návrh na, podle jeho názoru, nový přístup k výnosovému oceňování podniku (dále též jen Návrh). Tento Návrh by podle jeho mínění měl vést k převratnému zpřesnění výnosových ocenění, které by pak byly mnohem lepší oporou soudního rozhodování, než je tomu v dosavadní praxi. Dr. Kulil požádal různé subjekty činné v oceňování podniku o posouzení řešení, které zpracoval jím vedený ústav. Návrh také uveřejnil v časopise Znalec 2/2019 (Kulil, 2019).

Následující text je myšlen jako odpověď na návrhy dr. Kulila a jím vedeného ústavu. Text má následující členění:

1. stručné shrnutí základních myšlenek Návrhu dr. Kulila,
2. metodická a obsahová východiska pro hodnocení Návrhu,
3. vyjádření k vybraným tvrzením obsaženým v Návrhu dr. Kulila,
4. formulace závěrečného stanoviska.

2. Stručné shrnutí základních myšlenek Návrhu dr. Kulila

Výchozím bodem Návrhu je tvrzení o naprosté nevhodnosti metody diskontovaných peněžních toků pro znalecké oceňování podniku v České republice. Údajná nevhodnost této metody je dokládána těmito hlavními tvrzeními:

- a) Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF) byla převzata ze Spojených států amerických, kde ale panují zcela jiné podmínky. Takové podmínky v Evropě a zejména v ČR nejsou, proto již samotná myšlenka přenosu metody DCF není zcela rozumná a zdůvodněná.
- b) Metoda DCF vyžaduje dlouhodobé prognózy podnikového hospodaření, které ale v praxi není možno udělat. Nezbytným následkem je, že různí znalci dospívají na základě metody DCF ke zcela rozdílným výsledkům, což výrazně komplikuje práci soudů a neúměrně protahuje soudní řízení.

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

** Mgr. Ing. Jaroslav Šantrůček, LL.M., prezident České komory odhadců majetku, znalecký ústav MBM-Hopet

*** Ing. Jiří Hlaváč, Ph.D., partner skupiny TPA v České republice a znaleckého ústavu TPA Valuation & Advisory s.r.o., Katedra financí a oceňování podniku VŠE Praha

- c) Podle názoru dr. Kulila je zcela jednoznačně hlavní příčinou neuspokojivých výsledků výnosového oceňování naprostá nevhodnost metody DCF pro znalecké oceňování podniku v ČR. Podle mínění vyjádřeného v Návrhu nelze klást žádnou vinu znalcům, kteří tuto výnosovou metodu používají. Selhává tedy používaná metoda ocenění. V pozadí Návrhu stojí zároveň myšlenka, že vinu mají též ti, kteří tuto metodu zpracovávají, navrhují a prosazují.
- d) Záchranu vidí Návrh v použití paušální metody kapitalizovaných zisků (tj. kapitalizovaných čistých výnosů). Návrh přitom obsahuje vymezení poměrně jednoznačného postupu, jak tuto metodu upravit specifickým způsobem, a následně ji pak označuje jako „Objektivizovaná výnosová hodnota kapitalizovaných čistých výnosů“.
- e) Navrhovaná metoda by spočívala v tomto postupu:
- Paušální metoda by měla vycházet z časové řady výnosů (dr. Kulil systematicky uvádí výnosy, ale zřejmě má na mysli čisté výnosy, tj. zisky) za 5 až 6 minulých let a 9 budoucích let.
 - Výnosy za minulé roky jsou počítány ve dvou variantách. V první jsou výnosy za minulé roky započteny v plné výši (dr. Kulil uvádí index 1,00). Ve druhé variantě by do průměru byly starší roky započítány v postupně se snižující výši (dr. Kulil uvádí snížení 5 nebo 10 % ročně), takže pátý rok by měl zůstatkový index 0,75 nebo 0,5. Použití těchto dvou variant by vedlo ke dvěma výsledným oceněním, a tedy intervalovému ocenění podniku.
 - Výnosy za budoucích 9 let by vycházely z posledního skutečného roku, nebo po zdůvodnění z plánu podniku na příští 1 až 3 roky s tím, že výnos z poledního plánovaného roku by pak byl počítán i pro následující roky z devítileté budoucí časové řady. Do váženého průměru by přitom tyto výnosy byly započítány opět v postupně se snižující výši, kdy toto snížení by u výnosu z prvního roku budoucnosti činilo 10 % a u výnosu z devátého roku by šlo o snížení o 90 %. Poslední výnos z devátého roku by tak měl index 0,1. Výnosy od budoucího roku 10 by tak již měly index 0.
 - Míra kapitalizace by byla počítána podle současně používaných metod, protože podle dr. Kulila „tam zpravidla u znalců nedochází k významnějším rozdílům“.

Podotkněme již zde, že Návrh mluví o „snižování výnosů“ ve vzdálenější minulosti a vzdálenější budoucnosti pomocí „indexů“. Paušální metoda popsaná v literatuře ale standardně pracuje s váhami pro výpočet váženého průměru čistých výnosů. Návrh dále ale již nevysvětluje vztah mezi těmito „indexy“ a běžně chápanými vahami, ani neupřesňuje techniku, s jakou by se mělo dále pracovat s časovou řadou takto snížených výnosů. Návrh je tedy v tomto bodě poměrně nesrozumitelný.

Návrh přímo nevysvětluje, jaká by byla ekonomická interpretace takto získaného výsledku. Z celého kontextu i závěru Návrhu ale vyplývá, že tento postup by sloužil k odhadu ceny obvyklé a tržní hodnoty podniku (oba tyto pojmy jsou v Návrhu v podstatě ztotožňovány). V Návrhu není rovněž činěn rozdíl mezi kategoriemi cena a hodnota a tyto jsou používány jako synonyma.

- f) Hlavní výhodou Návrhu by podle jeho autorů měla být možnost dosáhnout jednoznačný výsledek, který by mohl mít sice určitý rozptyl, ale především v závislosti na použití různých indexů pro vzdálenější minulé čisté výnosy a na tom, zda nejbližší budoucí čisté výnosy vyjdou z posledního skutečného roku nebo z plánu podniku.

3. Metodická a obsahová východiska pro hodnocení Návrhu

Při posuzování Návrhu považujeme za nezbytné opírat se nejen o jednorázové nápady a dojmy, ale respektovat určitou teoretickou základnu a obecné poznání, které obsahuje částečně česká, ale především zahraniční odborná literatura. Z této literatury, zejména pak literatury německé, je možno vyvodit řadu důležitých závěrů:

- a) **Žádná objektivní, a tedy přesně zjiřitelná hodnota neexistuje**, a proto ji není možné ani zjišťovat.
- b) Hodnota podniku musí odpovídat základnímu teoretickému postulátu, a totiž, že **hodnota je dána budoucími užitky**, které z oceňovaného statku v budoucnosti poplynou. V případě podniku jsou budoucí užitky z praktických důvodů redukovány na **budoucí příjmy** (tj. peněžní toky, nikoli účetní zisky). Pokud se vychází z představy, že statek zatím nevykazuje známky omezené životnosti, bývá standardně přijímán předpoklad, že je potřeba počítat s neomezenou životností. Neomezená životnost je samozřejmě fikce, ale je zásadním předpokladem pro ocenění fungujících firem označovaným jako neomezená doba trvání (anglicky going concern). Dopady této fikce jsou však redukovány přepočtem budoucích předpokládaných příjmů na současnou hodnotu. Vzdálenější příjmy mají pak pro výsledné ocenění jen omezený význam.
- c) Základním omylem, kterým je zasažena znalecká obec nejen u nás, ale i ve světě, je, že například tržní hodnota se opírá o, pokud možno, přesné zjišťování budoucího vývoje. **Tržní hodnota však není založena na přesném odhadu budoucího vývoje, ale na představě účastníků trhu o budoucím vývoji k datu ocenění**, který má zpravidla dost daleko k nějaké přesnosti. Pokud tedy znalec oceňuje tržní hodnotou, musí, pokud možno, přesně zjistit převažující názory účastníků trhu, které se mohou odrážet například v tržní ceně akcií na kapitálovém trhu, přičemž skutečný budoucí vývoj může být dost odlišný od názorů účastníků trhu k datu ocenění.
- d) V české praxi patrný častý **vysoký rozptyl ocenění** jednotlivých znalců **není možno v žádném případě považovat za důsledek nevhodné metody**. Podle našeho názoru, a zde se zásadně odlišujeme od autora Návrhu, je obsažen právě ve **způsobu používání metody DCF** znalci, často bohužel ve snaze vyhovět představám svých klientů, a tak si zajistit pro sebe i vyšší než obvyklou úroveň odměny. Realita je pak taková, že někteří znalci pracují ve skutečnosti pouze pro úzkou skupinu klientů a ve svých přístupech a postupech jsou tendenční, závislí a neobjektivní. Metoda DCF zdaleka není používána jen v USA a nevhodně, jak tvrdí dr. Kulil, prosazována některými znaleckými subjekty v ČR. Stačí nahlédnout do příručky vydávané velkým kolektivem autorů pro německé znalce pod vedením prof. Peemöllera (2019). Upozorňujeme, že tato příručka má již cca 1 700 stran a nezanedbatelná část je věnována různým variantám metody DCF. Důvodem zřejmě nebude skutečnost, že ve Spolkové republice Německo dosud ještě nepochopili, jak nevhodná je metoda DCF pro evropské kontinentální podmínky.

- e) Německý region je samozřejmě původcem metody kapitalizovaných čistých výnosů (rozuměj hospodářských výsledků k rozdělení), se kterou pracují zejména jejich auditorské standardy IDW. Tuto metodu obsahuje i zmíněná německá příručka (Peemöller, 2019), ovšem dnes již nikoliv v podobě paušální metody, nýbrž **v současné době již primárně v podobě tzv. analytické metody**, která je založena na projekcích budoucích hospodářských výsledků k rozdělení. Velmi se tedy blíží americké metodě DCF equity a lze dokázat, že při metodicky správném a konzistentním použití by takto metoda kapitalizovaných čistých výnosů měla poskytovat stejné hodnoty podniku jako metoda DCF (viz Mařík a kol., 2018b, kap. 7).

Na závěr této části bychom chtěli upozornit, že zásady a doporučení pro oceňování podniku nejsou výsledkem momentálního nápadu jednotlivce či několika jednotlivců, ale výsledkem diskusí generací ekonomů a praktických zkušeností získávaných po dlouhá desetiletí v různých hospodářsky vyspělých zemích. Není proto příliš rozumné přijít s nějakým nápadem a tvrdě jej prosazovat ve snaze udržet postavení držitelů razítek opravňujících k oceňování podniku, aniž by k tomu měli jejich držitelé nějaké minimální znalosti a vzdělání.

4. Vyjádření k vybraným tvrzením obsaženým v Návrhu

1. Za racionální jádro návrhu lze považovat použití věčné renty v modifikované podobě, kdy se čistý výnos počítá jako vážený průměr z minulých výsledků hospodaření a výsledků hospodaření pro několik nejbližších let (budeme předpokládat, že indexy jsou v Návrhu chápány spíše jako váhy, protože pokud by měly skutečně funkci v radikálním snižování zisků započítaných do průměru, nedával by navrhovaný postup už vůbec smysl).

V principu však stále jde o věčnou rentu. **Věčná renta** je však postavena na tvrzení, že **určitý výsledek hospodaření vykázaný k nějakému datu bude i nadále dosahován teoreticky do nekonečna**. Takové případy mohou v praxi nastat. Měly by však být podloženy velmi důkladnou analýzou, že žádnou lepší prognózu či žádný lepší finanční plán pro budoucí období nelze v daném případě sestavit. Je tedy **nezbytně třeba se zabývat analýzami budoucího vývoje** trhu a budoucího vývoje podnikání v oblasti, ve které oceňovaný podnik působí.

Představy, že si pomocí věčné renty velmi zjednodušíme situaci, je třeba odmítnout. Použití věčné renty v případech, kdy k tomu nejsou jednoznačné důvody, je potom potřeba považovat za zásadní chybu ocenění, pokud věčná renta není použita pouze jako kontrolní odhad dolní meze ocenění. I v tomto případě je však potřeba zabudovat určitý minimální investiční růst v rozsahu předpokládaného růstu cen, tj. inflace (srov. Mařík-Maříková, 2017 nebo Mařík a kol. 2018a, str. 309 až 315).

2. Návrh se také nijak nevyrovnává s otázkou, že jsou průměrovány výnosy z různých let, a tedy z období s jinou cenovou hladinou. Klasická paušální metoda vycházející z minulých let předpokládá, že minulé výnosy budou nejprve převedeny na cenovou úroveň k datu ocenění a pak teprve průměrovány.
3. Vydávat metodu věčné renty, která je metodou okrajovou, za nejlepší způsob, jak oceňovat podnik, je nutné označit za zcela nepřijatelný a nezdůvodnitelný přístup k danému problému. Samozřejmě jeden důvod tady je – možná by se některým právníkům líbilo, kdyby znalci vždy přinesli jednu jednoznačnou hodnotu. Oceňování je však

ekonomická disciplína a jeho metody nelze podříditi pouze tomu, co by se hodilo určité skupině uživatelů.

4. Princip výnosového oceňování byl již zmíněn a je zcela jednoznačný. **Hodnotu podniku je třeba postavit na jeho vyhlídkách a perspektivách. Vyhlídky a perspektivy nejsou objektivní fakta, ale pouze názory** konkrétních subjektů nebo jejich skupin, a ty **nikdy nebudou jednoznačné**. Stejně jako neexistuje jednoznačná prognóza jiných hospodářských veličin. Ocenění by mělo být vždy ekonomicky zdůvodněno, mělo by být postaveno na, pokud možno, fundované analýze (žádné „znalec předpokládá“, aniž by svůj předpoklad byl schopen zdůvodnit) apod.
5. Označovat věčnou rentu, byť modifikovanou, jako „moderní způsob oceňování podniku“, považujeme nejen za nepřijatelné tvrzení, ale přímo za tvrzení absurdní, hrubě uvádějící čtenář v omyl. Moderními metodami bývají v odborné literatuře označovány postupy, které obsahují sofistikovanější matematické metody, vycházejí z nových vědeckých poznatků apod. Navrhovaná paušální metoda včetně její modifikace je však posun přesně opačným směrem.

6. **Návrh zachází nepřijatelným způsobem s bázemi hodnoty:**

- a) V první řadě automaticky ztotožňuje cenu obvyklou a tržní hodnotu, což skutečně nejsou totožné pojmy, a lze doufat, že se to projeví v úpravě zákona o oceňování a příslušné vyhlášce platné od roku 2021.
- b) Návrh obsahuje tvrzení: *„Tržní hodnota není v našem právním systému definována, a tudíž striktně vzato právně neexistuje a neměla by se používat.“* Tvrdit, že tržní hodnota neexistuje, protože to zatím neobsahuje žádný právní předpis, je rovněž zcela nepřijatelné. S bází tržní hodnoty pracují komentáře renomovaných autorů k různým právním předpisům, běžně s ní pracují soudy a judikatura. Tržní hodnota je přeci odhad částky, za kterou mohou při dodržení specifikovaných podmínek něco prodat. Takové odhady se dělají v obrovském množství v celé společnosti a není možné tvrdit, že neexistují, protože to není v nějaké vyhlášce.

Naproti tomu zastáváme názor, že považovat za jedinou správnou cenu obvyklou jen proto, že ji obsahuje například občanský zákoník a dosavadní zákon o oceňování, je rovněž nepřijatelné. Stačí se podívat na genezi úvah, které vedly k použití pojmu cena obvyklá. Zákon o oceňování z 90. let stanovil postupy, jak oceňovat různé druhy majetku, zjednodušeně řečeno, pro potřeby státu. Autoři si správně uvědomili, že předměty, které mají běžné ceny na trhu, je asi nesmyslné oceňovat nějakými sofistikovanými modely, takže umožnili tyto ceny přímo akceptovat. Rozhodně neměli představu, že cenu obvyklou budeme stanovovat např. výnosovým způsobem. Připomínáme, že tržní hodnota je pojem, který do značné míry přijalo mezinárodní společenství, ke kterému se v ČR hlásíme (např. IVSC nebo TEGoVA), a jehož definice je již od 70. let uváděna v Mezinárodních oceňovacích standardech jako klíčový pojem.

Navíc připravovaná novela zákona o oceňování majetku s pojmem tržní hodnota již počítá, takže snažit se v současné době vymazat tento mezinárodně uznávaný a jasně vymezený pojem z naší znalecké praxe nedává žádný smysl.

- c) Poněkud zvláštní je i poznámka ke spravedlivé hodnotě obsažená v Návrhu: „*Pokud hledáme spravedlivou cenu či spravedlivé (přiměřené) protiplnění, pak jediným subjektem, který určí cenu či hodnotu spravedlivou je soud*“. Poznámka naznačuje, že autor Návrhu nechápe, že pod českým pojmem spravedlivá hodnota chápe naše znalecká obec bázi hodnoty jasně definovanou v Mezinárodních oceňovacích standardech jako hodnotu pro vyrovnání mezi konkrétní dvojicí subjektů (angl. equitabe value). Autorovi Návrhu se nemusí líbit český překlad anglického označení, může zkusit navrhnout překlad lepší, ale každopádně by neměl zpochybňovat existenci této báze hodnoty jako takové. Z formulace je rovněž zřejmé, že autor nerozumí principům soudních řízení, protože soud nikdy sám bez dalšího cenu či hodnotu neurčí. Soud vždy vychází v rámci svého rozhodnutí o právních skutečnostech z odborného posouzení ekonomických aspektů ze strany znalce – odborníka na tuto oblast. Nicméně jde spíše o poznámku na okraj, protože dále se Návrh zabývá již jen cenou obvyklou a tržní hodnotou.
- d) Zásadní problém tedy vidíme v tom, že Návrh předkládá modifikovanou paušální metodu jako nejlepší možný způsob odhadu ceny obvyklé a tržní hodnoty podniku. Návrh ale uvádí do značné míry mechanický postup, ve který pracuje pouze s minulými a případně několika plánovanými čistými výsledky oceňovaného podniku. Není dán žádný prostor pro promítání jakýchkoli pohledů trhu do prognózy čistých výnosů použitých pro ocenění. Jediným tržním prvkem v celém ocenění by tak zůstala kapitalizační míra. Výsledek tak může mít souvislost s tržní hodnotou jen více méně náhodou. Je také dobré si uvědomit, že výsledek v podstatě administrativně pojatého výnosového ocenění pak nemůže mít ani žádnou souvislost s hodnotou získanou metodami tržního porovnání.

Návrh sice deklaruje, že „*je v souladu s metodickými postupy používanými v Evropě a je v souladu s Mezinárodními oceňovacími standardy IVS a TEGOVA*“. Pravdou je ovšem přesný opak. Mezinárodní i Evropské oceňovací standardy vyžadují, aby znalec do tržní hodnoty promítal očekávání účastníků trhu, zatímco předložený Návrh jakékoli úvahy o tom, jak by věc viděl průměrný účastník trhu, zcela pomíjí. Zcela také pomíjí předpoklad nejvyššího a nejlepšího využití, který je integrální součástí definice tržní hodnoty v Mezinárodních i Evropských standardech.

Ještě propastnější vzdálenost je pak mezi takto pojatou paušální metodou a cenou obvyklou, která by měla být založena na statistickém vyhodnocení již realizovaných prodejů stejného nebo podobného statku.

7. Za značně vzdálený skutečnosti také považujeme výrok, že u znalců zpravidla nedochází k výraznějším rozdílům v kapitalizační (diskontní) míře. Opak je pravdou. **Rozdíly v odhadech diskontní míry jsou často podstatné**, přičemž citlivost výnosové hodnoty podniku i na malé změny v diskontní míře je značná. Řada soudních případů se tak nakonec soustředí z celého ocenění právě jen na spory o výši diskontní míry.
8. Za jeden z klíčových bodů Návrhu je třeba považovat tvrzení, že metoda DCF, teoreticky asi nejsprávnější metoda, v našich podmínkách selhává. **Podle našeho názoru neselhává metoda, ale způsob jejího použití** a osoby, které za způsobem její konkrétní aplikace stojí. Jako ve všech ostatních případech, např. v dopravě, musí mimo automobilů existovat určitá dopravní pravidla, tak i v oblasti oceňování **pocitujeme absenci oceňovacích**

standardů, o jejichž vznik se v ČR desetiletí nikdo nezajímal, ačkoliv všechny okolní státy nějaká pravidla pro oceňování mají. Domníváme se, že právě standardy musí být formulovány tak, aby nebylo možné například do metody DCF dosazovat cokoli a vypočítat cokoli. Postupům oceňování je potřeba dát určitý rámec, ale zároveň vždy musí být zachována metodická správnost postupů odpovídající ekonomickým principům a ekonomické logice. Očekáváme, že zejména vysokoškolské znalecké ústavy by se měly snažit o vytvoření standardů, které by daly solidnější základ oceňování, zejména oceňování podniku a nemovitostí v České republice, věnovat se zohledněním zkušeností praktiků a následně se zasadit o jejich přijetí. **Návrh, že stačí použít věčnou rentu, bez ohledu na to, zda je to ekonomicky podložené, či nikoli, však rozhodně nemůžeme považovat za řešení stávajících problémů znalecké praxe v ČR.**

9. Autor návrhu by si měl uvědomit, že realizace návrhu by silně degradovala úlohu znalce pro oceňování podniku. Stačilo by vyplnit jednoduchou excelovskou tabulku.

Závěr

Předložený Návrh dr. Kulila může vést pouze k jakémusi nepodloženému administrativnímu ocenění podniku bez ekonomického obsahu. V žádném případě není možné jeho výsledek označit za tržní hodnotu a už vůbec ne za cenu obvyklou podniku.

Literatura:

- [1] Kulil, V. (2019): *Výnosové metody pro ocenění podniku – moderní přístupy*. Znalec č. 2/2019 (interní zpravodaj Komory soudních znalců České republiky)
- [2] Mařík, M. a kol. (2018a): *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy*, 4. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-87865-38-5
- [3] Mařík, M. a kol. (2018b): *Metody oceňování podniku pro pokročilé – hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-80-4
- [4] Mařík, M. – Maříková, P. (2017): *Je věčná renta na bázi zisku vhodným způsobem odhadu výnosové hodnoty stabilizovaného podniku?* Oceňování č. 4/2017, ročník 10, str. 42-54, ISSN 1803-0785
- [5] Peemöller, V. H. (2019): *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*. 7. aktualisierte und erweiterte Auflage, Berlin: nwb. ISBN 978-3-482-51187-5