

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

Miloš Mařík – Pavla Maříková***

1. Úvod

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

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

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

2. Správné a jednoznačné ocenění majetku

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Řešení tedy vidíme:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4. Tržní hodnota a předpoklad nejvyššího a nejlepšího využití

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

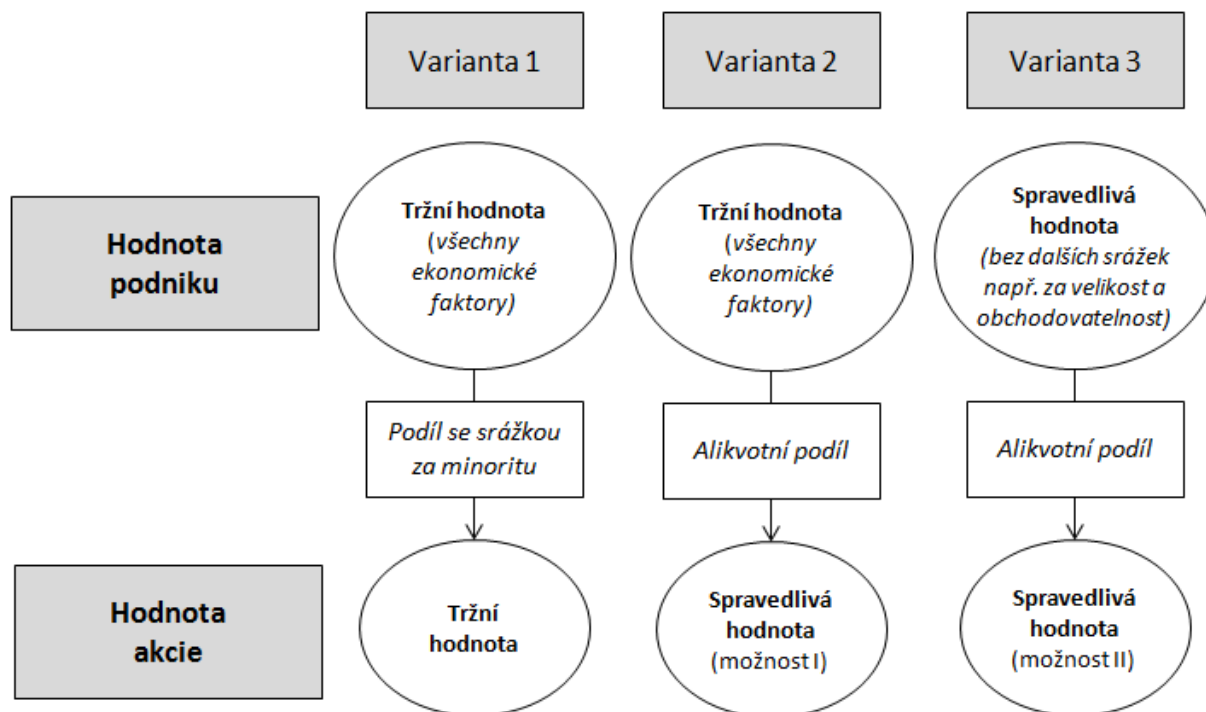
V souvislosti s nekonečnými soudními spory souvisejícími s oceněním akcií pro povinné nabídky a squeeze-outy je však třeba připomenout ještě jednu důležitou věc. Srážku za minoritu nelze podle našeho názoru jednoznačně stanovit, pokud nepoužijeme pouze nějakého jednoduchého schematického postupu z těch,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

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

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

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

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



Zdroj: Vlastní konstrukce

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

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

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

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

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

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

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

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

6. Substanční hodnota a celkové ocenění podniku

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

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

Hodnotu majetku můžeme získat na základě:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

a) Podnik je nečinný

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

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

b) Podnik nemovitostního typu

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

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

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

c) Čerstvě založená společnost

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

7. Závěry

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

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

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

Literatura:

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

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

K vybraným problémům oceňování majetku s důrazem na oceňování podniku

Miloš Mařík – Pavla Maříková

ABSTRAKT

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

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

Towards selected problems valuing assets with an emphasis on business valuation

ABSTRACT

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

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

JEL classification: G32