

Advisory

Úrovně hodnoty

Oceňovací diskonty a prémie

Listopad 2015

Ing. Stanislav Kopeček, ASA

pwc

Úvod

Nejznámější **oceňovací diskonty a prémie** se vztahují ke

- **stupni kontroly vlastnictví** nebo její absenci, a
 - **stupni obchodovatelnosti** nebo její absenci
- oceňovaného podílu a použité metody ocenění.**

Pravděpodobné důvody proč se tyto diskonty a prémie v podmínkách ČR často neaplikují se dají rozdělit do dvou částí:

- doporučení KCP Znal 2.0 (relativně vysoká míra subjektivity odhadce)
- neznalost základních zdrojů dat pro tyto diskonty a prémie
- nezkušenost práce (tj. kvantifikace a úpravy) s diskonty a prýmiemi

Z praktického hlediska se jedná o dva odlišné oceňovací pojmy, z koncepčního hlediska mají tyto dva rysy vlastnictví cosi jako vzájemný vztah. To vyplývá z toho, že prodej minoritního podílu v neveřejně obchodovatelné společnosti je obecně mnohem obtížnější než prodej kontrolního podílu.

Oceňovací přístupy a metody – přehled

Pokud se dané aktivum aktivně a pravidelně obchoduje, nenastávají vážnější problémy s určením jeho hodnoty. Současné transakce poskytují jasnou indikaci jeho hodnoty.

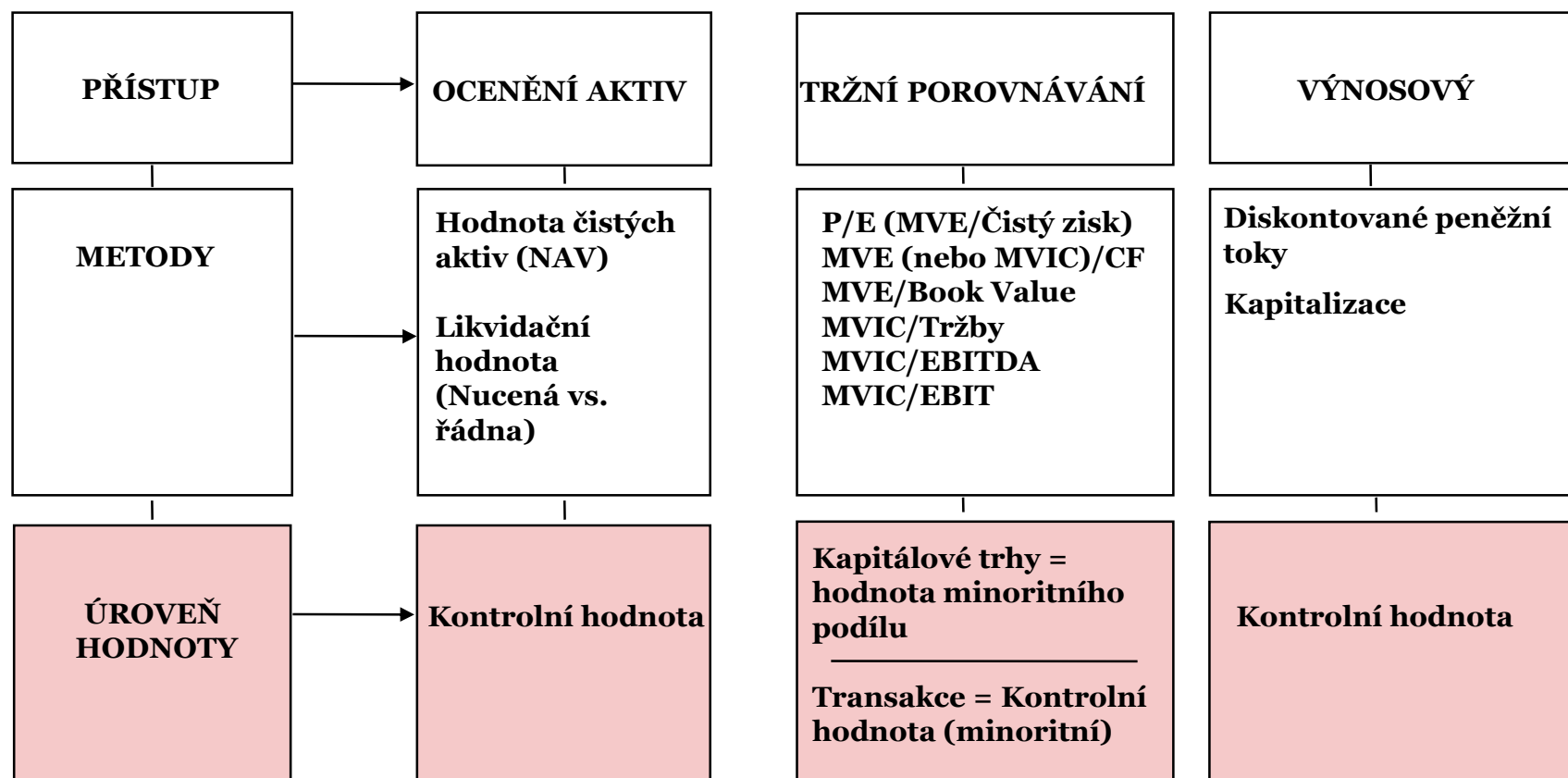
Jestliže však neexistuje stabilizovaný trh, kde by se dané aktivum pravidelně obchodovalo, používají se pro určení odhadu hodnoty následující tři přístupy:

- **výnosový (příjmový) přístup**
- **přístup tržního srovnání**
- **přístup založený na ocenění aktiv**

Nejvhodnější přístup pro ocenění (může být použito i více přístupů najednou) je pak vybrán na základě okolností specifických pro dané ocenění a pro oceňovanou společnost. Cílem použití více metod pro jedno ocenění je získání hodnoty, která je podpořena více nezávislými metodami.

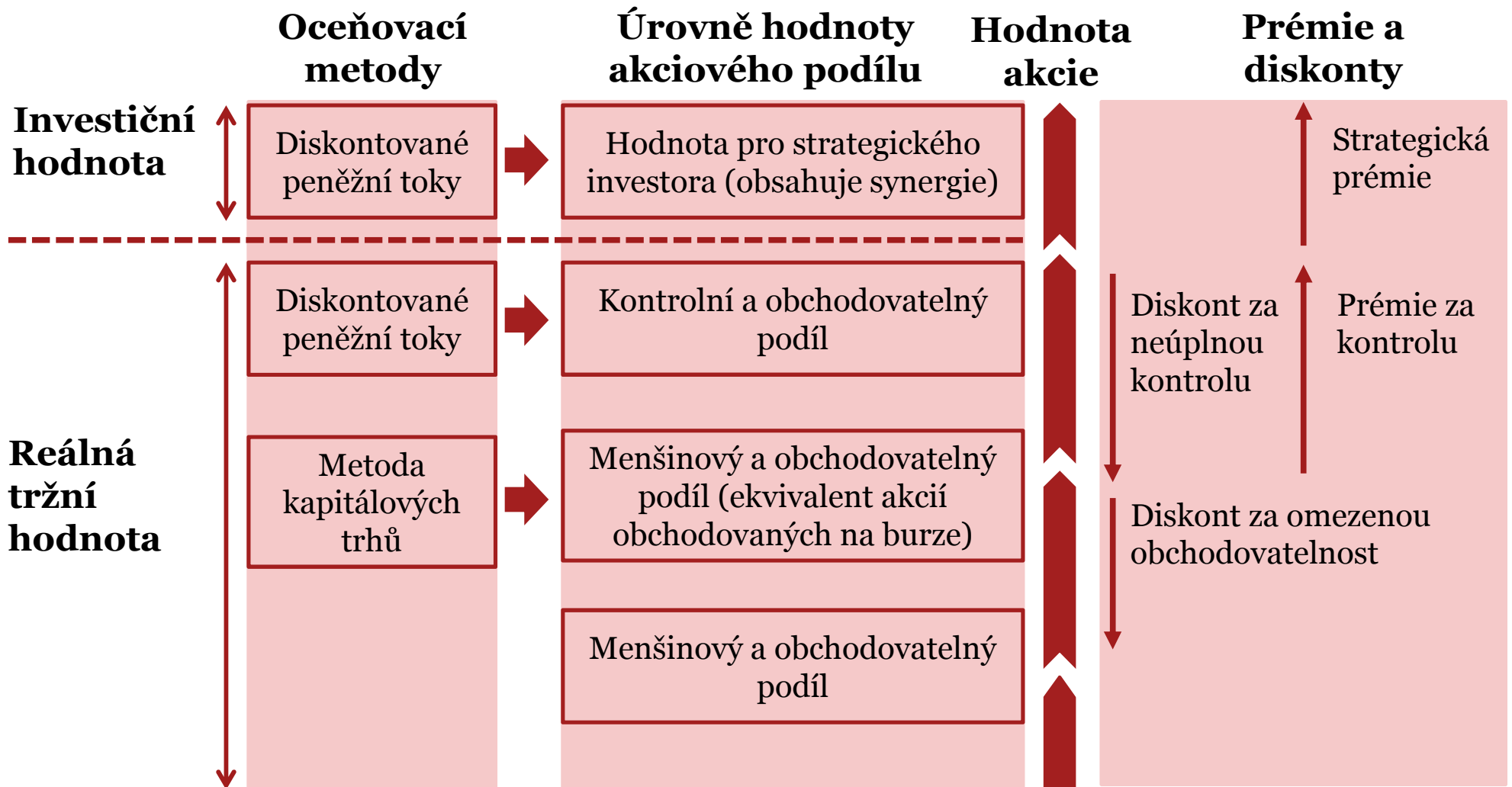
Oceňovací přístupy a metody – přehled

- Použitá oceňovací metoda vs. úroveň hodnoty



Úrovně hodnoty na základě charakteru vlastnictví

- Všeobecné vztahy mezi jednotlivými standardy hodnot, prémie a diskonty



Kontrolní prémie a diskont za minoritu

Kontrolní prémie

- Kontrolní podíl ve společnosti umožňuje majiteli podílu vykonávat kontrolu finančního, provozního a strategického řízení společnosti. Kontrolní práva, která způsobují, že kontrolní podíl má větší hodnotu než menšinový podíl, zahrnují zejména následující práva:
 - určovat výplatu dividend
 - určovat firemní politiku a budoucí směry podnikání
 - vytvořit joint-venture, provést akvizici nebo vstoupit do fúzí s dalšími společnostmi
 - nabývat a prodávat aktiva společnosti
 - prodat nebo provést likvidaci společnosti
 - registrovat akcie společnosti na burze
 - jmenovat management, určovat mzdy a jiné požitky

Diskont za menšinový podíl

- V případě menšinového majetkového podílu je investor v opačné situaci. Omezená kontrola mu neumožňuje uplatnit některá výše zmíněná práva. Požaduje tedy diskont za nemožnost uplatnit práva, kterými disponuje pouze investor vlastníci kontrolní podíl.

Kontrolní prémie a diskont za minoritu

Prvky kontroly v prostředí ČR dle Obchodního zákoníku

PRVKY KONTROLY							
Položka			50>	67	75	90	
1	Mění typ a práva spojená s druhem akcie				X	X	
2	Ruší veřejné obchodování s akciemi společnosti				X	X	
3	Rozhoduje o potenciálním spojení				X	X	
4	Uzavírá provozy společnosti (provozy, tj. ne celou společnost)		X	X	X	X	
5	Rozhodnutí týkající se obecné obchodní strategie, hlavní kapitálové expanze		X	X	X	X	
6	Likviduje, rozpouští, prodává nebo rekapitalizuje společnost			X	X	X	
7	Mění společenskou smlouvu			X	X	X	
8	Deklaruje a platí dividendy		X	X	X	X	
9	Inicializuje registraci akcií společnosti pro veřejnou nabídku		X	X	X	X	
10	Stanovuje směr a změny podnikání		X	X	X	X	
11	Svolává valnou hromadu a navrhuje body jednání	100mil >	3%	X	X	X	X
12	Svolává valnou hromadu a navrhuje body jednání	<100mil	5%	X	X	X	X
13	Inicializuje kontrolu provozu společnosti (udává důvody a cíle)			X	X	X	X
14	Zvýšení/snížení základního kapitálu				X	X	X
15	Emitování dluhopisů				X	X	X
16	Schválení převodu zisku					X	X
17	Ovládací dohoda					X	X
18	Převod jmění na akcionáře						X
19	Akce, které nejsou výše uvedeny						

Kontrolní prémie a diskont za minoritu

Všeobecný postup při aplikaci premií a diskontů za menšinový podíl

- Při aplikaci zmíněného diskontu (prémie) nelze pouze slepě převzít výsledky studií o výši diskontů (prémii). Je nutné zvážit nakolik daná ztráta (získání) kontroly ovlivní hodnotu drženého podílu. Pokud investor není schopen díky kontrolním právům popsaným výše zvýšit hodnotu podílu, bude ochoten zaplatit pouze minimální či žádnou prémii za kontrolní podíl ve společnosti.
- Kontrolní prémii lze rozložit do následujících komponent:
 - Vlastní kontrolní prémie“ – odráží možnosti zvýšit hodnotu společnosti odstraněním nehospodárností snížením režijních nákladů, personálních nákladů či změnou marketingu. Dalším zdrojem této komponenty může být prodej neprovozních aktiv, vyplacení přebytečné hotovosti atd.
 - „Vnitřní kontrolní prémie“ – prémie za to, že nabyvatel bude moci ovlivňovat chod společnosti.
 - „Strategická prémie“ – prémie, která odráží možné synergické efekty (např. doplnění produktové řady, získání nového teritoria či zákazníků a získání nových technologií).
 - Zvýšení ceny vyvolané nutností nabídnout vyšší cenu proto, aby byli dosavadní majitelé ochotni prodat své podíly.
 - Další faktory, které jsou jedinečné pro danou transakci.

Je nutné si uvědomit, že za výše uvedená práva je investor ochoten zaplatit pouze tehdy, když mu jejich aplikace pomůže zvýšit hodnotu drženého podílu.

Kontrolní prémie a diskont za minoritu

Studie odhadující hodnotu premií a diskontů za menšinový podíl

- Pro kvantifikaci kontrolní prémie nebo srážky za menšinový podíl se používají informace z uskutečněných obchodů. Obecně lze říci, že cena zaplacená za akvizici kontrolního podílu se porovnává s cenou menšinového podílu před provedením akvizice.

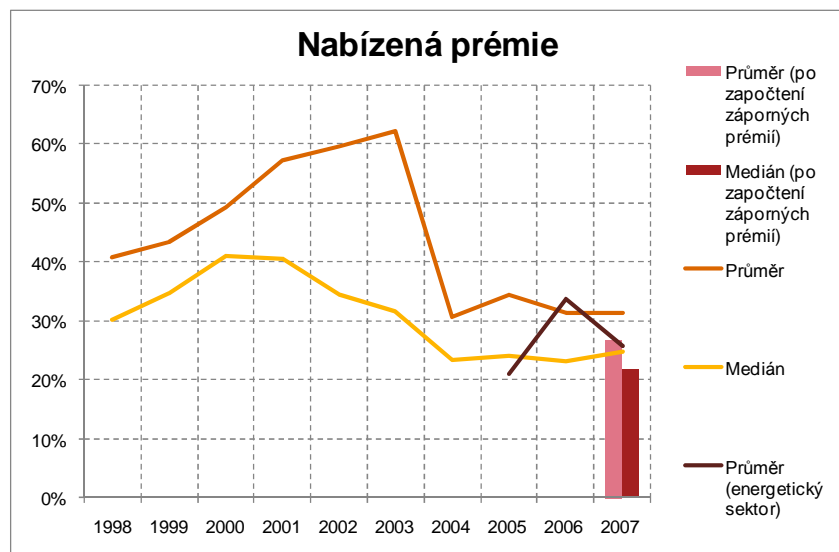
Mergerstat/Shannon Pratt's Control Premium Study™

- zkoumáno 4 604 transakcí, které se uskutečnily v letech 1998 až 2007
- medián z kladných kontrolních premií (negativní prémie ze vzorku vyloučeny) v letech 1998-2007 je roven premií
 - 42.0 % pro všechny transakce
 - 41.7 % pro transakce v USA
 - 40.3 % pro transakce kde jedna strana byla z USA a druhá ze zahraničí.
- pokud spočteme převrácenou hodnotu pro kontrolní prémie, dostaneme odpovídající diskonty za minoritu ve výši 29.6 %, 29.4 % a 28.7 %.
- protože zaplacená prémie v sobě zahrnuje i jiné komponenty než je vlastní kontrolní prémie, představuje výsledek této studie indikaci maximální hodnoty kontrolní prémie, kterou je investor ochoten zaplatit za vlastní kontrolní premií

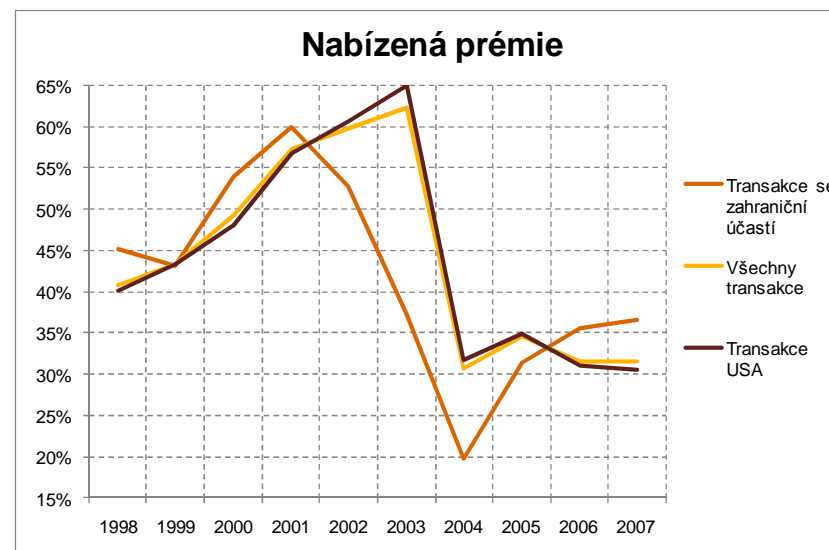
Kontrolní prémie a diskont za minoritu

Vývoj mediánu kontrolních prémie v jednotlivých letech

- Pakliže není uvedeno jinak jsou vyloučeny negativní prémie



Zdroj: Mergerstat Review 2008



Kontrolní prémie a diskont za minoritu

Všeobecný postup při aplikaci premií a diskontů za menšinový podíl

- Pokud známe hodnotu menšinového podílu, můžeme pomocí kontrolní prémie stanovit hodnotu kontrolního podílu. Obdobně pokud známe hodnotu kontrolního podílu, můžeme pomocí diskontu za menšinový podíl získat hodnotu menšinového podílu.
- Diskont za minoritu (DLOC) odpovídající dané kontrolní prémii (CP) je odvozen pomocí následujícího vzorce:

$$\mathbf{DLOC = (1 - 1 / (1 + CP))}$$

tj. např. pro CP=40%

$$DLOC = (1 - 1 / (1 + 40\%))\% = 28.6\%$$

CP(100)	DLOC
10%	9%
20%	17%
25%	20%
30%	23%
35%	26%
40%	29%
45%	31%

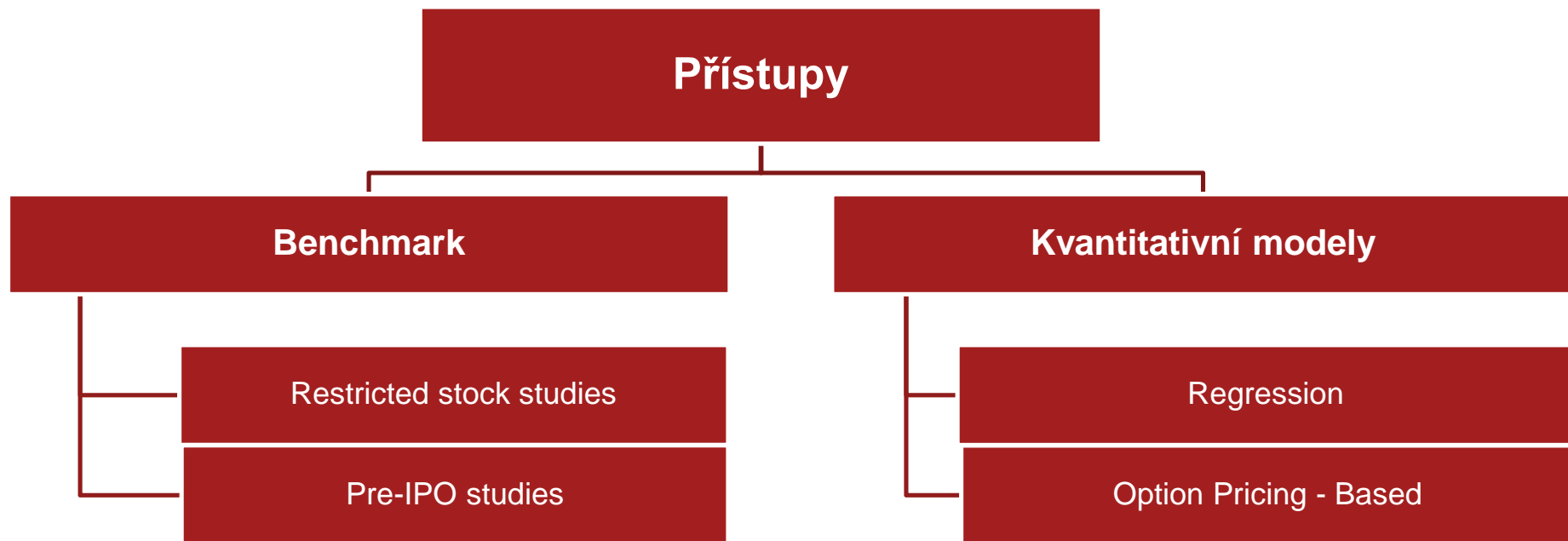
Diskont za omezenou obchodovatelnost

Definice a základní úvahy

- “množství či procento odečtené od vlastněného podílu za účelem vyjádření relativního nedostatku obchodovatelnosti“ (ASA Definitons - International Glossary of Business Valuation Terms)
- Teoreticky je cena daného aktiva rovna součtu současných hodnot peněžních toků, které bude aktivum poskytovat. V teoretickém světě, kde neexistují daně, transakční náklady a další omezení obchodovatelnosti, může být dané aktivum kdykoli směněno za hotovost v této ceně, což však v reálném světě není zcela splněno. Kupující tak požaduje diskont, který se minimálně rovná jeho nákladům směny aktiva za hotovost.
- Obchodovatelnost se odvíjí od času, za který je možné dané aktivum směnit za hotovost bez placení nepřiměřených nákladů. Investor je ochoten platit tím vyšší cenu čím rychleji je možné aktivum prodat za cenu blízkou jeho vnitřní hodnotě. Studie využívající teorie oceňování opcí ukazují, že diskont za omezenou obchodovatelnost může být ekonomicky relevantní i když je čas, za kterou může být dané aktivum směněno relativně krátký.

Diskont za omezenou obchodovatelnost

Současné přístupy



Diskont za omezenou obchodovatelnost

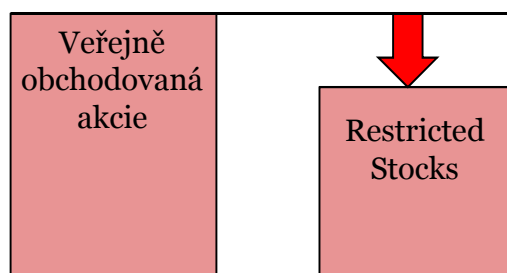
Benchmark přístupy určování diskontů za omezenou obchodovatelnost

- Přístup na základě studií akcií s omezenou obchodovatelností – Restricted Stock Studies
 - Tato metoda odhadu diskontu za neobchodovatelnost využívá tzv. „restricted stocks“.
 - „Restricted stocks“ jsou akcie z emise, která není veřejně obchodovatelná. Investor, který nakoupí tyto akcie, je musí držet podle směrnice 144 minimálně jeden rok než se stanou obchodovatelnými. Tyto akcie mají stejná práva jako akcie, se kterými se veřejně obchoduje. Jediný rozdíl spočívá v tom, že nejsou kótovány na veřejných trzích. Tyto akcie lze ale samozřejmě prodat v blokovém obchodu jinému velkému investorovi.
- Přístup na základě uvádění nových akcií na trh – IPO Approach
 - Tento přístup se snaží odhadnout diskont spojený z nižší mírou obchodovatelnosti porovnáním ceny akcií při transakcích, které proběhly před uvedením na trh, a ceny za kterou jsou akcie uváděny na veřejný trh (tzv IPO).

Diskont za omezenou obchodovatelnost

Studie akcií s omezenou obchodovatelností – Restricted Stock Studies

- **Restricted stocks** - akcie z veřejně neobchodovatelné emise
 - Stejná práva jako akcie, se kterými se veřejně obchoduje
 - Jediný rozdíl - nejsou kótovány na veřejných trzích (neobchodují se)
 - › Podmínka držení jeden rok (do roku 1996 dva roky) - US SEC Rule 144 (Směrnice 144)
 - Akcie lze prodat v blokovém obchodu jinému velkému investorovi
- Cíl těchto studií - rozdíl mezi cenou akcie obchodované na veřejném trhu, a cenou, za kterou byla ve stejný den prodána akcie s omezenou obchodovatelností.



- Do 1990 průměrný diskont činil 33 - 35%
- Od 1990 snížení na 20 - 30% (uvolnění některých omezení US SEC)
- V roce 1997, US SEC zkrátila požadovanou dobu držení akcií na 1 rok což snížilo průměrný diskont na 13% (provedena však pouze jedna studie)

Diskont za omezenou obchodovatelnost

Přístup na základě studií akcií s omezenou obchodovatelností – Restricted Stock Studies

Zkoumané období	Autor studie	Počet transakcí	Průměrný diskont
1966 - 69	SEC Institutional Investors	398	25,8%*
1968 - 70	Milton Gelman	89	33,0%
1968 - 72	Robert Trout	60	33,5%
1968 - 72	Robert Moroney	148	35,6%
1969 - 73	Michael Maher	33	35,4%
1978 - 82	Standard Research Consultants	28	45,0%
1981 - 88	William Silber	69	33,8%
1979 - 92	FMV Opinions, Inc.	>100	23%
1980 - 96	Management Planning, Inc.	53	27,1%
1991 - 95	Bruce Johnson	70	20,0%
1996 - 97	Columbia Financial Advisors	23	21,0%
1997 - 98	Columbia Financial Advisors	15	13,0%**

* Pro společnosti, které byly obchodovány mimo burzu, dosáhl diskont 32,6%.

** Druhá studie Columbia Financial Advisors byla provedena poté, co Komise pro cenné papíry (SEC) snížila minimální dobu držení akcií podle směrnice 144 ze dvou na jeden rok.

Zdroj: Shannon P. Pratt, „Cost of Capital“, z roku 2002

Diskont za omezenou obchodovatelnost

Přístup na základě uvádění nových akcií na trh – IPO Studies

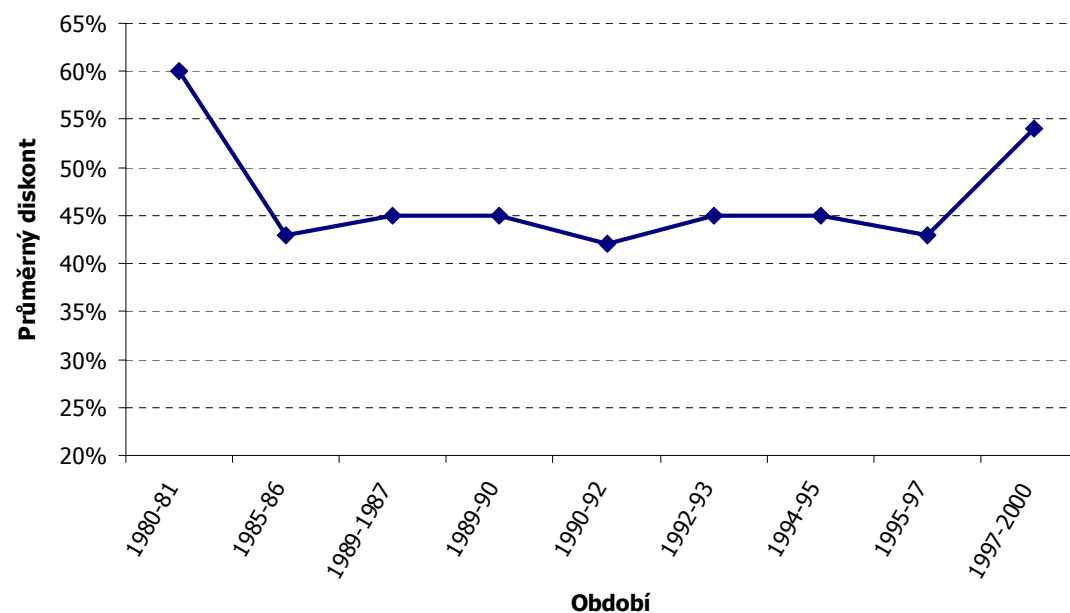
- Mezi analýzy, které jsou nejčastěji používány patří studie prováděné Willamette Management Associates („WMA“), Johnem Emorym (dříve Baird & Co.) a Valuation Advisors. WMA a Emory stanovují určitá kritéria pro výběr transakcí, které proběhly před uvedením akcií na trh. Oproti tomu Valuation Advisors používají všechny transakce do dvou let před uvedením na trh.
- Studie Emory přichází s průměrným diskontem za omezenou obchodovatelnost ve výši 45%.
- Studie Valuation Advisors z roku 2000 navíc zkoumá to, jak se vyvíjí diskont v závislosti na čase, který zbývá do uvedení akcie na trh. Podle této studie je průměrný diskont 47,07%. Nejnižší je u transakcí, které proběhly 1 - 90 dní před uvedením akcií na trh. V této době se akcie prodávaly za cenu v průměru o 31,5% nižší než byla cena, za kterou byly později kótovány na burze. U transakcí, které proběhly 91 – 180 dní před uvedením na trh byl diskont 43,58%. Diskont postupně narůstá až na 71,61% pro transakce, které proběhly 1 - 2 roky před uvedením na trh.

Diskont za omezenou obchodovatelnost

Přístup na základě uvádění nových akcií na trh – IPO Studies

- Emory provedl řadu studií, které se zabývaly touto tematikou. Poslední studie, která zkoumala IPO v letech 1997-2000, není plně srovnatelná s předchozími studiemi, protože byla provedena pro internetové společnosti. Studie Emory dávají přibližně stejné výsledky jako WMA. Vývoj průměrného diskontu podle Emory znázorňuje následující graf.

Studie diskontů za omezenou obchodovatelnost provedené Emory

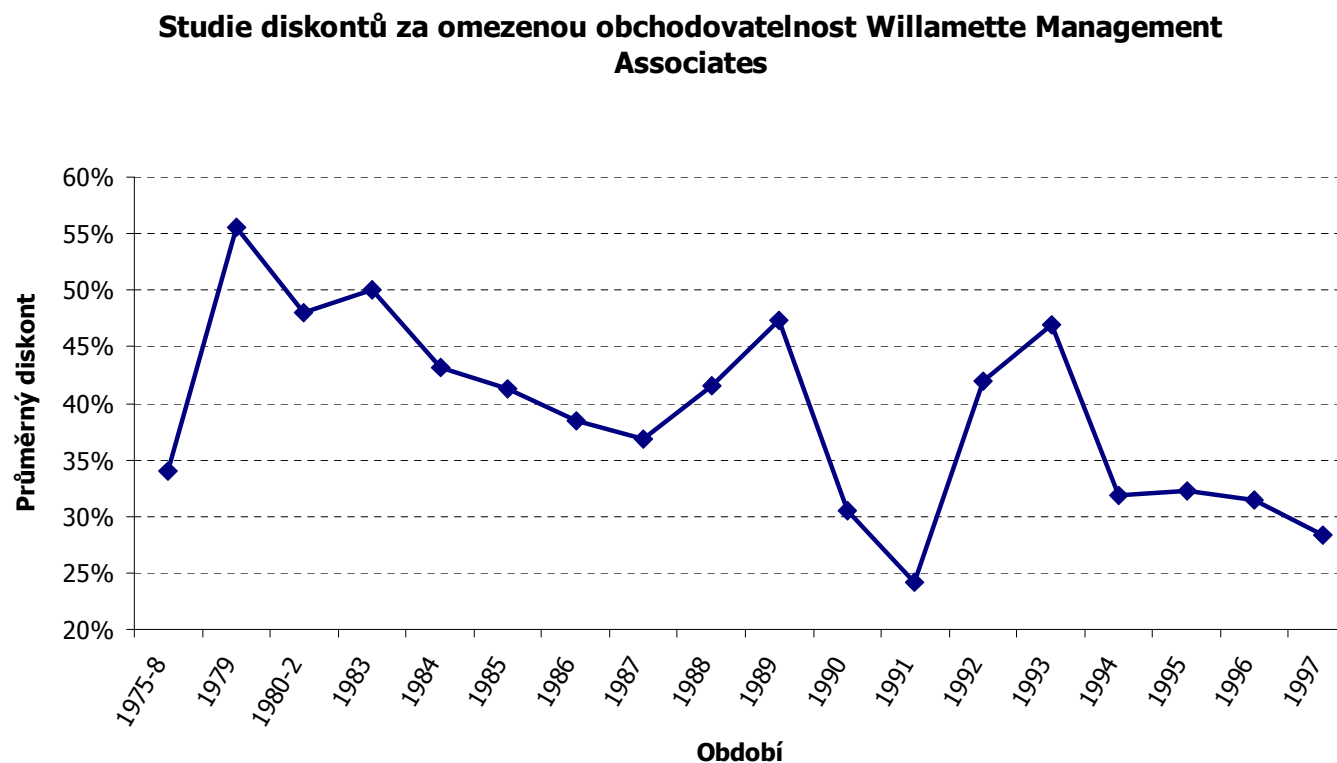


Zdroj: Shannon P. Pratt, *Cost of Capital* z roku 2002

Diskont za omezenou obchodovatelnost

Přístup na základě uvádění nových akcií na trh – IPO Studies

- WMA zkoumali IPO, které proběhly v letech 1975-1997. Výsledky této studie ukazují následující graf:



Zdroj: Shannon P. Pratt, *Cost of Capital* z roku 2002

Diskont za omezenou obchodovatelnost

Diskont za omezenou obchodovatelnost – další faktory

- Výše diskontu je ovlivněna mnoha dalšími faktory. Citované studie ukazují, že diskont za nižší míru obchodovatelnosti roste s následujícími faktory:
 - očekávaná délka držení majetkového podílu
 - malá budoucí možnosti prodeje vlastněného podílu
 - omezení převoditelnosti vlastněných akcií
 - malá velikost společnosti
 - malý růst společnosti
 - horší postavení společnosti na trhu v porovnání se konkurencí
 - špatná finanční situace společnosti
 - nízká kvalita managementu společnosti
 - nedostatečný přístup k informacím o společnosti a jejich malá věrohodnost

Diskont za omezenou obchodovatelnost

Slabá místa statistických studií

- Před-IPO investoři jsou většinou insideři (venture capital apod.), kteří poskytují některé poradenské služby či zajišťují další kapitál pro společnost. IPO diskont je může být považován spíše jako kompenzace za tyto služby než kompenzace za omezenou obchodovatelnost. I u restricted stock studies investor většinou poskytuje některé poradenské služby či zajišťuje další kapitál pro společnost
- Studií, která se snaží odstranit tuto složku je například analýza Karen H. Wruck publikovaná v roce 1989. Podle této studie činil průměrný diskont za neobchodovatelnost, který již v sobě neobsahoval tuto kompenzační složku, 17,6%. Studie Hertzela a Smithe z roku 1993 je další analýzou, která se snaží eliminovat ostatní faktory ovlivňující výši diskontu. Tato studie odhaduje diskont na 13,5%.
- Diskont před-IPO akcií obsahuje jiný důležitý komponent, který se vůbec nevztahuje k obchodovatelnosti a tím je diskont za možný krach podniku v této fázi vývoje.
- Některé studie zaměřovaly před-IPO prodej akcií s opcí na prodej akcií.

Diskont za omezenou obchodovatelnost

Diskont za omezenou obchodovatelnost pro kontrolní podíly - studie diskontů za omezenou obchodovatelnost pro minoritní podíly se nevztahují na kontrolní podíly.

- Typické způsoby zbavení se kontrolního podílu v podniku:
 1. Provést IPO
 2. Provést privátní transakci
 - › Prodej celého podniku (a pro rata rozdělení výnosů z prodeje mezi vlastníky)
 - › Prodej pouze kontrolního podílu (ostatním minoritním vlastníkům či třetí straně)
- Vlastník kontrolního podílu ve veřejně neobchodovaném podniku tak musí vzít v úvahu následující faktory:
 1. Nejistý časový horizont prodeje
 2. Náklady spojené s prodejem či IPO
 3. Riziko spojené s výslednou prodejní cenou
 4. Nepeněžní a odložené položky transakce

Diskonty a prémie – použití ve výpočtech

- Oceňujeme **100% podíl** na vlastním kapitálu pomocí přístupu tržního porovnávání – metody veřejně obchodovaných srovnatelných společností (GLPCm)

100% GLPCm		100% GLPCm	
MVIC	258 723	MVIC	258 723
- Dluh	-215 592	- Dluh	-215 592
MVE(a)	43 131	MVE(a)	43 131
+CP(100) @ 40%	17 252	+CP(100) @ 40%	17 252
MVE(b)	60 383	MVE(b)	60 383
+Neprovozní aktiva	0	+Neprovozní aktiva	195 982
	60 383	MVE(c)	256 365
-DLOM @ 20%	-12 077	-DLOM @ 20%	-51 273
MVE(c)	48 307	MVE(d)	205 092

- Kombinace DLOC a DLOM – spíše multiplikativní než aditivní
 - $MVE(c) = MVE(a) + CP - DLOM$
 - $MVE(c) = MVE(a) \cdot (1+CP) \cdot (1-DLOM)$
 - $48\,307 = 43\,131 \cdot (1+40\%) \cdot (1-20\%)$
- Pozor - kontrolní prémie je v modelu implicitně zahrnuta i v přičtení neprovozních aktiv
- Pro aplikaci DLOM je nutné znát strukturu neprovozních aktiv

Diskonty a prémie – zdroje dat

- Mergerstat – Global M&A Information; kontrolní prémie
 - www.mergerstat.com
- Mercer Capital website; DLOM
 - www.bizval.com
 - www.emorybizval.com
- Dr. Shannon Pratt's website
 - www.bvresources.com
- American Society of Appraisers; conference papers
 - <http://www.bvappraisers.org/content/public/>