

Hodnotové báze pro oceňování podniku – stále otevřený problém

Miloš Mařík, Pavla Maříková

Příspěvek byl zpracován jako součást výzkumného záměru MSM 6138439903 Rozvoj finanční a účetní teorie a její aplikace v praxi z interdisciplinárního hlediska

1. Úvod

Hodnotové báze (též lze použít označení kategorie hodnoty) jsou hlavním obsahem jak Mezinárodních oceňovacích standardů IVS, tak i Evropských oceňovacích standardů EVS. Nahlédneme-li však do standardu IVS z roku 2003, případně starších, pak vidíme, že vývoj není zdaleka u konce. Zatímco základní báze hodnoty má již celkem ustálenou definici, změnil se v průběhu minulého desetiletí výrazně obsah tzv. netržních bází hodnoty. Dochází také k postupnému sblížení hodnotových bází z účetnictví s jejich pojetím v Mezinárodních oceňovacích standardech, i když značné rozdíly stále zůstávají. Máme na mysli například vztah mezi fair value a tržní hodnotou v rámci účetních standardů, kde poslední vývoj směřuje ke ztotožnění obou pojmů, což podle našeho názoru rozhodně není žádoucí vývoj.

Chceme tedy naznačit, že ani na mezinárodní úrovni není stav věcí v této oblasti zcela příznivý. Ještě méně příznivý stav zjišťujeme na jednotlivých **národních úrovních**, kam Mezinárodní oceňovací standardy pronikají jen postupně a kde si většina zemí zachovává své specifické přístupy. Německo při **oceňování nemovitostí** i nadále zůstává u svých zásad, které jsou postaveny na tzv. Verkehrswert (což by se dalo přeložit jako obecná hodnota), a nehlásí se tedy příliš k mezinárodnímu standardu tržní hodnoty. Slováci vycházejí z definice, která odpovídá standardu IVS S1 tržní hodnota, ale z nějakých nám důvodů je označují jako všeobecnou hodnotu, přičemž zcela pomíjejí netržní standardy hodnoty, což ovšem platí pro Němce v oblasti oceňování nemovitostí také.

Snad nejméně pozitivní se jeví situace u nás, kde je právně definována pouze jedna báze hodnoty, a to tzv. cena obvyklá, a to na základě Zákona č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku. Jde jednak o to, že tato definice obsahuje některé svébytné rysy a jednak je zabudována do kontextu Zákona č. 151, takže znalcům vznikají při jejím použití značné potíže.

Snad nejhorší situace je podle našeho názoru v oblasti **oceňování podniku**. Američané zde mluví o férové tržní hodnotě (Fair Market Value), Němci zase mají objektivizovanou hodnotu a varianty subjektivní hodnoty vymezené v rámci Kolínské školy, Slováci i pro

podniky používají všeobecnou hodnotu a čeští znalci často zápasí s tím, že mají ocenit podnik na úrovni ceny obvyklé.

Stav věcí tedy není příliš uspokojivý, což se ale řadě odhadců může zdát jako málo důležité, protože čeští odhadci zjišťují často prostě jenom „hodnotu“ a s jejím vymezením se zase tak moc netrápí. Je však třeba zdůraznit, že správné vymezení hodnoty má v ocenění klíčový význam. Hodnotová báze vyjadřuje optiku pohledu na hodnotu konkrétního statku. Pokud oceňovatel nevymezení, jakou hodnotovou bázi bude hledat, a neřekne tedy, z pohledu koho bude hodnotu hledat, je ocenění málo použitelné, nebo spíše téměř nepoužitelné. Komu by se zdálo, že jde pouze o náš extrémní názor, můžeme připomenout vyjádření předního amerického odborníka na oceňování podniku Pratta: „**bez pečlivého definování pojmu hodnota nemají závěry obsažené v oceňovacím posudku žádný význam**“ (Pratt, 2000).

V české praxi je při oceňování podniku ve znaleckých posudcích asi nejčastěji zastoupeno tvrzení, že znalec hledá tržní hodnotu, přičemž si pomůže s tím, že pro účely posudku ztotožní tržní hodnotu a cenu obvyklou, aby se nevystavil nebezpečí, že nebude v souladu s českým právním řádem. Přitom se buď snaží využít značné podobnosti definic ceny obvyklé a tržní hodnoty, nebo si nechá posvětit od soudu, že může fakticky hledat tržní hodnotu. Znalecká obec si je ale vědoma toho, že tržní hodnota podniku je, zejména ve středoevropských podmínkách, dost problematická záležitost. Snad nejsilněji jsou možné pochybnosti a výhrady vůči tržní hodnotě podniku souhrnně vyjádřeny v publikaci Tomáše Krabce *Standardy hodnoty* (2009). Problém ale vidíme v tom, že T. Krabec v podstatě pro naše podmínky použití tržní hodnoty při oceňování podniku fakticky vyloučil, což považujeme za určité přexponování celého problému.

V současné době nazrává situace k tomu, aby byly nároky na znalecké posudky v České republice nějakým způsobem systematizovány, uspořádány a sjednoceny. Nezbytným východiskem je otevřít diskusi na dané téma a v rámci prvního kroku problém alespoň trochu uspořádat.

Cílem předkládaného článku je proto:

1. pokusit se o určitou systematizaci dostupných představ o bázích hodnoty obecně a z toho bázích hodnoty použitelných pro oceňování podniku,
2. zaujmout stanovisko k problému tržní hodnoty a jejího uplatnění pro oceňování podniku,

3. předložit návrh na výchozí uspořádání bází hodnoty použitelných pro oceňování podniku v České republice.

2. Tržní hodnota

Pokud jde o tuto základní bázi hodnoty, musíme se nejprve vyrovnat s otázkou, jak ji máme vlastně chápat a jaký je vztah tržní hodnoty a stavu trhu. Když zodpovíme tyto otázky na obecné úrovni, budeme se potřebovat vypořádat s problémem, zda je o tržní hodnotě možné mluvit i konkrétně při oceňování podniků ve středoevropském prostoru, kde vznikají v tomto směru ještě další specifické potíže oproti některým jiným typům oceňovaných statků.

2.1. Obecná východiska tržní hodnoty a problém trhu

Za hlavní obecně použitelný systém bází hodnoty je podle našeho názoru nutno považovat Mezinárodní oceňovací standardy (IVS – International valuation standards). I když toto východisko nemusí být jednoznačné, protože se můžeme u nás setkat s názorem, že by nám měly být bližší Evropské oceňovací standardy (EVS – European valuation standards). EVS však samy deklarují, že vycházejí z Mezinárodních oceňovacích standardů. Jejich výhodou by mohlo být větší přiblížení se evropským, zejména tedy kontinentálním podmínkám, což však v EVS není příliš patrné. Navíc se v posledních letech zaměřují velmi výrazně na oceňování nemovitostí a podnik v současnosti v podstatě pomíjejí. Proto doporučujeme, aby diskuse začala spíše u IVS.

IVS považují za rozhodující standard hodnoty samozřejmě hodnotu tržní. **Definice tržní hodnoty** je všeobecně známá (IVS 1, 2007, odst 3.1; IVS 2011, IVS Framework, odst. 30):

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“

Tržní hodnota je chápána jako hodnota aktiva bez ohledu na náklady prodeje nebo koupě a bez započítání daní souvisejících bezprostředně s transakcí (IVS 1, 2007, odst 3.3; IVS 2011, IVS Framework, odst. 36).

Tržní hodnota však obsahuje ještě jeden, v definici přímo neuvedený (a v praxi opomíjený) předpoklad, a to je **nejlepší možné využití**, které je v mezinárodních oceňovacích standardech definováno jako (IVS 1, 2007, odst 3.4; IVS 2011, IVS Framework, odst. 33):

„Nejpravděpodobnější použití majetku, které je fyzicky možné, odpovídajícím způsobem oprávněné, právně přípustné, finančně proveditelné a které má za následek nejvyšší hodnotu oceňovaného majetku“.

V každém případě však platí, že *„oceňování majetku založené na trhu předpokládá činnost trhu, na kterém k transakcím dochází, bez omezení mimotržními silami“* (Úvod k IVS 1 a 2, 2007, odst. 4.1). Dále pak platí (odst. 4.1.1 až 4.1.2):

- *„Ocenění založené na trhu musí určovat **nejvyšší a nejlepší využití**, ...*
- *Ocenění založená na trhu jsou odvozena z **dat specifických pro odpovídající trh (trhy) a měla by se opírat o metody a postupy, které se snaží odrážet myšlenkové postupy účastníků příslušného trhu.**“*

K nejčastěji používaným výnosovým metodám se v IVS dále praví (IVS 1, 2007, odst.1.4):

*„Metoda kapitalizovaných výnosů včetně analýzy diskontovaných peněžních toků by měla být založena na **tržně určeném cash flow a míře výnosnosti, která je odvozena z trhu.**“*

V odst. 6.2 IVS je také výslovně uvedeno: *„Pojem tržní hodnoty není závislý na skutečných transakcích provedených v k datu ocenění. Tržní hodnota je spíše odhad ceny, která by měla být dosažena při prodeji k datu ocenění za podmínek uvedených v definici tržní hodnoty“* (obdobně též IVS 2011, IVS Framework, odst. 31 b).

Podle našeho názoru hovoří tyto citáty jasně. Tržní hodnota nemusí být pouze hodnota odvozená přímo z cen daného aktiva na trhu. Může být zjištěna různými metodami včetně v našich podmínkách nejpoužívanějších metod výnosových, ale finanční plán a projekce výnosů musí být alespoň částečně postaveny na názorech trhu (tedy obecných názorech). Podobně diskontní míra musí alespoň rámcově vycházet z tržních dat. Zároveň to však znamená, že tržní hodnota není odhad mimo trh, jak se někdy uvádí. Jako příklad lze uvést článek J. Kratěny (2004) *„...znalec může pouze na základě analýzy trhu odhadnout buď obvyklou cenu, pokud tam existuje trh, nebo se pokusit odhadnout tržní hodnotu nemovitostí, pokud tam trh neexistuje“*. V každém případě však souhlasíme s další částí citovaného textu J.

Kratěny, kde se říká: „V žádném případě však nelze obvyklou cenu ani tržní hodnotu stanovit jako nějaké přesné číslo“.

T. Krabec si ale ve svých pracích položil otázku, kterou si kladou i odhadci, kteří o své práci přemýšlejí - **jaký trh je vlastně třeba, jaké by měl mít vlastnosti, kde je hranice, kdy už není správné, aby ocenění bylo nazýváno tržní hodnotou**. Do jaké míry je možné, aby odhadce indikoval tržní hodnotu pomocí výnosových modelů, respektive propočtů současné hodnoty a neoklasických ekonomických přístupů.

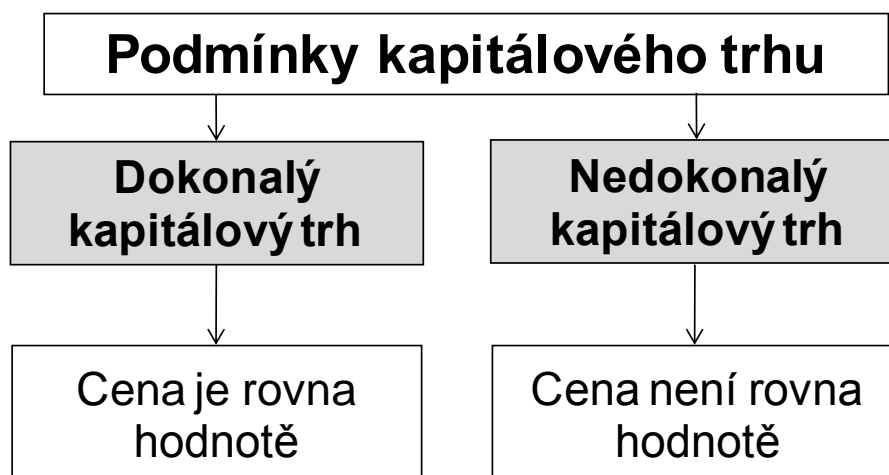
Neoklasické ekonomické přístupy staví na existenci trhu, a to dokonalého a úplného trhu. Aniž bychom se chtěli nyní pouštět do podrobnějších teoretických analýz, připomeňme, že **dokonalý trh**:

- by měl být úplný, to znamená, že by měl zahrnovat co nejširší okruh statků,
- obchodovaný statek na konkrétním trhu by měl být homogenní, což znamená, že se obchoduje aktivum s více méně obdobnými vlastnostmi,
- by měl být konkurenční a v rámci pokud možno dokonalé konkurence by se měla vytvářet rovnovážná cena,
- trh je v rovnováze, tomu odpovídají rovnovážné ceny,
- trh by měl být transparentní,
- dokonalý trh je rovnovážný, nebo se k rovnováze rychle blíží.

Důležité je, že na běžném nedokonalém trhu se liší cena a hodnota, která je pojímána jako hodnota z pohledu konkrétních individuí. Má tedy smysl zjišťovat hodnotu, poněvadž rozdíl mezi hodnotou a cenou je jedním ze základních podnětů k hospodářské činnosti. Vytváří se tak i prostor pro činnost zvanou oceňování.

V případě dokonalého trhu nacházejícího se v rovnováze je ale hodnota a cena shodná. Dokonalý trh tedy poskytuje ceny, které jsou shodné s hodnotou jednotlivých statků. Jinak řečeno dokonalý trh poskytuje i odpovídající ocenění. V případě podniků by se pak jednalo zároveň i o ocenění předpokládaných peněžních toků. Můžeme zjistit i skutečnou diskontní míru, ale již ji k ničemu nepotřebujeme. Činnost oceňovatelů na dokonalém trhu je tedy zbytečná, odpovídající ocenění poskytuje trh. Naznačené vztahy zjednodušeně vyjadřuje obrázek č. 1.

Obr. 1: Podmínky trhu a vztah mezi hodnotou cenou



Dokonalý trh v plném slova smyslu ale neexistuje. Existují pouze dílčí trhy, které mají k podmínkám relativně dokonalého trhu více nebo méně daleko. Podle našeho názoru je možno orientačně rozlišovat **tři typizované tržní situace**:

- a) Situace, kdy příslušný **dílčí trh se v mnohém přibližuje parametrům dokonalého trhu**. Konkrétně to znamená, že se obchoduje statek, který je poměrně homogenní, obchoduje se často, ceny na trhu, alespoň ty základní, jsou průběžně sledovány a jsou běžně k dispozici. Takový **trh přímo poskytuje relativně spolehlivé ocenění** příslušného statku. Je pouze potřeba počítat s tím, že cena se často mění (cena ropy).
- b) Do druhé skupiny řadíme trhy, které také obsahují **zboží s jistou mírou homogenity, které se často obchoduje, kde se ale ceny zcela běžně nesledují**. Je tedy žádoucí, aby si odhadce nebo odborník pracující trvaleji v dané oblasti ceny průběžně zjišťoval. Typickým případem jsou ceny spotřebního zboží, ceny materiálu, součástek, dílčích složek různých zařízení apod. Tuto situaci považujeme za nejbližší konceptu **ceny obvyklé**, kterou definuje zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku:

„Majetek a služba se oceňují obvyklou cenou, pokud tento zákon nestanoví jiný způsob oceňování. Obvyklou cenou se pro účely tohoto zákona rozumí cena, která by byla dosažena při prodeji stejného, popřípadě obdobného majetku nebo při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém obchodním styku v tuzemsku ke dni ocenění.

Přitom se zvažují všechny okolnosti, které mají na cenu vliv, avšak do její výše se nepromítají vlivy mimořádných okolností trhu, osobních poměrů prodávajícího nebo kupujícího ani vliv zvláštní oblíbenosti.“

Okolo ceny obvyklé byla v posledních letech vedena řada diskusí, poněvadž její definice je poměrně blízká definici tržní hodnoty. Podrobnější srovnání obou definic však ukazuje i nezanedbatelné rozdíly, které se týkají například přiměřeného vystavení na trhu, potřebného marketingu a zejména se zde nezmiňuje požadavek nejlepšího využití. Z kontextu Zákona č. 151/1997 Sb. a z podrobnější analýzy definic tedy vyplývá, že cena obvyklá byla primárně myšlena jako cena vyčtená z trhu. Ceny na trhu se však i u běžného zboží zpravidla nezanedbatelně liší, proto je vhodné souhlasit se stanoviskem Ministerstva financí: „**Cena obvyklá je statisticky vyhodnocená největší četnost skutečně realizovaných cen v daném místě a čase**“ (Bradáč – Superatová: Problematika názvosloví ceny obvyklé, 2010).

Jistý problém vidíme však v následujících bodech:

- Většina zboží je málokdy úplně homogenní. Vyznačuje se různými odlišnostmi ve vlastnostech. Pokud jsou tyto odlišnosti větší, jedná se zřejmě ve smyslu zákona o oceňování již o metodu tržního porovnání, kterou však tento zákon zařazuje do skupiny „jiné metody“ (srov. shora uvedenou citaci zákona).
- Druhý problém pak lze spatřovat v tom, že si různé orgány v České republice začaly vymýšlet svoje definice ceny obvyklé. Například zákon č. 219/2000 Sb., o majetku České republiky a jejím vystupování v právních vztazích uvádí v § 3 pojem tržní cena obvyklá v daném místě a čase.

Cena obvyklá je podle našeho názoru pojem, který odráží skutečnost, že při oceňování zboží, které je alespoň do jisté míry homogenní a je v dostatečné míře na trhu obchodováno, lze při ocenění vyjít ze statistického zpracování cen zjištěných na tomto trhu. Zjišťování ceny obvyklé lze pak podle našeho názoru považovat za jednu z cest ke zjišťování tržní hodnoty.

- c) Do třetí skupiny pak řadíme situace, kdy **sice existuje trh, tento trh je do značné míry transparentní, zboží je však homogenní jen v omezené míře**. Vyvození ceny z tohoto trhu je možné, ale především na základě **tržního porovnání**, poněvadž jednotlivé případy prodejů se nezanedbatelně liší konkrétními parametry prodávávaného zboží. Pro metodu srovnání je pak nutné upravit na trhu zjištěné ceny tak říkajíc „na stejnou kvalitu“, což není možné bez dostatečných odborných znalostí a přiměřených zkušeností. Zde se pak otvírá hlavní pole pro práci odhadců specializovaných na určitou oblast. Za typický příklad považujeme trh s nemovitostmi.

Uvedené však neznamená, že v těchto případech vystačíme pouze s metodou tržního porovnání, jak tomu velmi často v naší praxi je. V tomto bodě je třeba souhlasit s názorem, že tržní hodnota nemovitostí by v zásadě měla vycházet z využití všech tří oceňovacích přístupů, tedy nejen tržně-porovnávacího, ale i výnosového a nákladového. Výslednou indikaci tržní hodnoty pak získáme na základě vyhodnocení výsledků všech tří oceňovacích přístupů, tedy postupem, který např. Z. Zazvonil nazývá pojmem „rekoncilie“. Tento pojem uvádí i IVS, není však častý v naší praxi. Samozřejmě platí, že v konkrétních případech nemusí být využití všech tří přístupů možné. Tvrdíme pouze, že by žádný z nich neměl být pominut bez řádného zdůvodnění.

Zkušení praktici samozřejmě namítnou, že v současné oceňovací praxi se často stává, že například výnosové ocenění poskytuje podstatně nižší ocenění, než vychází z tržního porovnání. Tato námitka však pomíjí skutečnost, že i výnosové ocenění není nic jiného než důkladnější varianta tržního porovnání. Porovnávací moment je zde u nemovitostí obsažen v kapitalizační či diskontní míře. Pokud tedy dochází k tomu, že výnosové ocenění vyjde často nižší než ocenění porovnávací, pak to pravděpodobně může znamenat, že znalec použil pro výnosové ocenění neúměrně vysokou kapitalizační míru.

Tuto část uzavřeme tvrzením, že **hodnotovou bází pro nemovitosti**, které jsou častěji obchodované na trhu, by měla být zpravidla **tržní hodnota**. Bude ovšem existovat řada výjimek, jejichž podrobnější analýzou se zde nebudeme zabývat. Můžeme však uvést vybrané příklady:

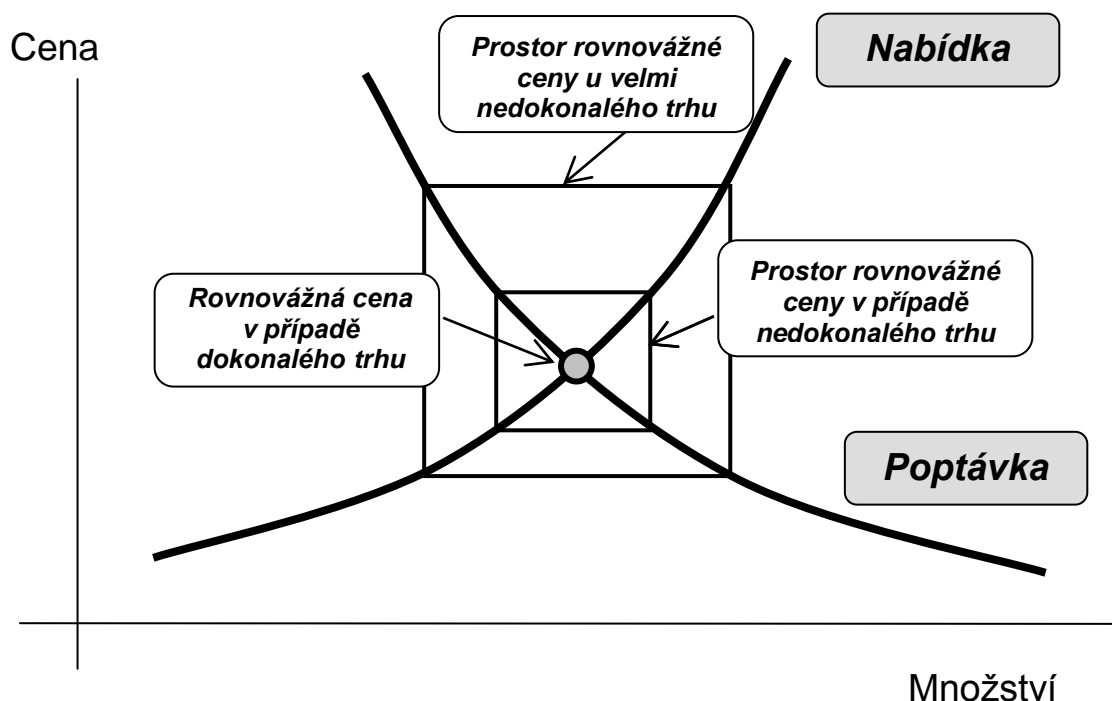
- a) nemovitost jako součást substanční hodnoty podniku v užším slova smyslu je podle našeho názoru vhodné oceňovat metodou DRC (depreciated replacement cost),
- b) stejný postup doporučujeme pro speciální nemovitosti, které je možno i dnes reprodukovat.

Otevřenou otázkou zůstává, jaké parametry musí mít trh, případně jaké parametry musí mít alespoň částečně srovnatelné transakce, aby bylo možno hovořit ještě o tržní hodnotě. Při současném stavu poznání je asi nezbytné ponechat odpověď na tuto otázku odbornému úsudku znalce, který může při dostatečných zkušenostech simulovat nedokonalé fungování trhu pomocí vlastní úvahy. Je však jeho povinností uvést tuto skutečnost ve svém posudku.

Situace se ještě více komplikuje, pokud existuje jen velmi omezený trh. Pak je nutné, aby tržní data suploval znalec svými odbornými odhady, a je samozřejmě otázka, do jaké míry mohou úvahy znalce simulovat reálné uvažování trhu.

V každém případě však platí, že pokud neexistuje dokonalý a úplný trh, je velmi problematické určit tržní hodnotu jako bodový odhad, tedy jako jedno číslo. Reálný pohled na věc říká, že tržní hodnota, která je z definice odhadem, by měla být vyjádřena jako **odhad intervalový**. Lze přitom očekávat, že tento interval bude tím širší, čím vzdálenější bude skutečný trh od trhu, který lze označit jako dokonalý. Zmíněnou úvahu může znázornit obrázkem č. 2.

Obr. 2: Rovnovážná cena na dokonalém a nedokonalém trhu

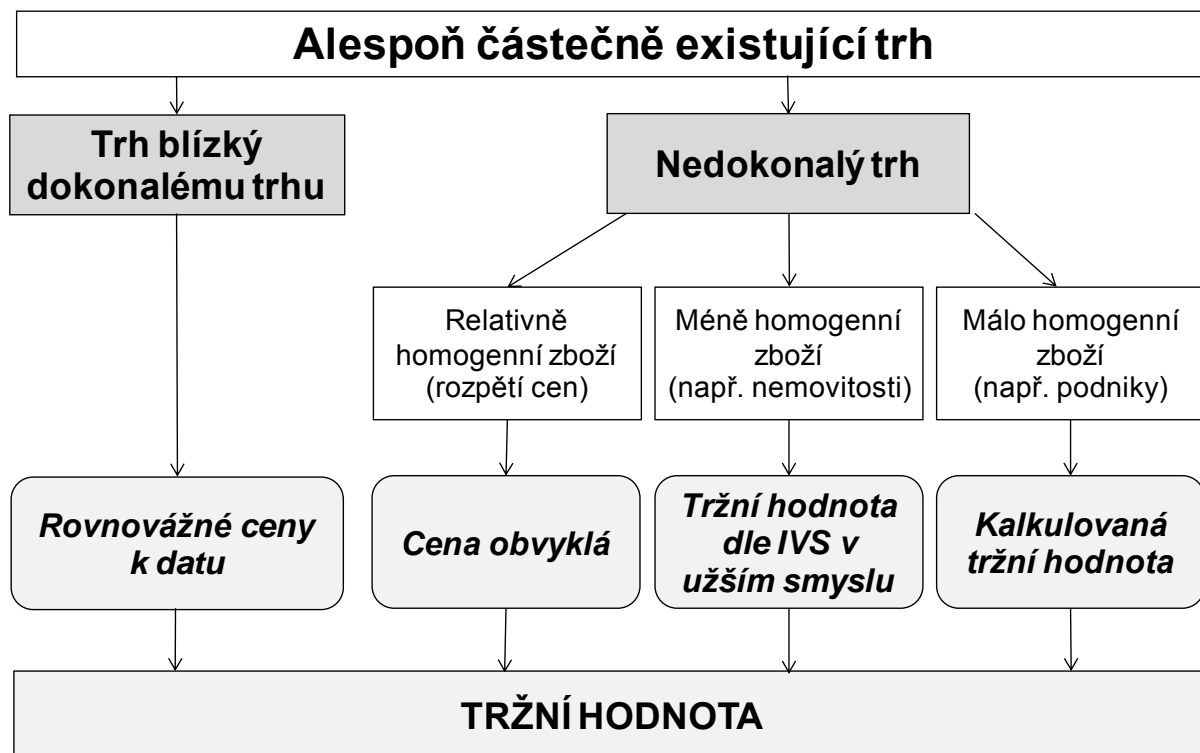


Je zřejmé, že čím bude interval širší, tím spíše bude v souladu s realitou, ale tím menší bude jeho praktický význam. Zejména u ocenění vyžadovaných obchodním zákoníkem a ocenění pro účely soudních případů se obvykle předpokládá výsledek ve formě jedné částky, takže znalec může narazit na nepochopení. V každém případě však bude žádoucí začít přesvědčovat klienty, že bodové odhady jsou sice žádané zboží, ale že takovéto ocenění je do značné míry fikcí.

Nyní ještě shrneme výše popsané tři základní tržní situace a z nich plynoucí oceňovací výsledky do souhrnného schématu (obrázek 3). Jak je z obrázku patrné, představuje tržní hodnota zastřešující veličinu, ke které je možné dospět v zásadě třemi různými postupy podle

charakteristik daného trhu. Samozřejmě hranice mezi těmito třemi typy trhů a s nimi souvisejícími cestami k tržní hodnotě nebudou zcela ostré.

Obr. 3: Vzájemné vztahy v rámci tržní hodnoty



Zde se vracíme k názoru, který jsme již dříve uveřejnili, a tím je odlišení tržní hodnoty vycházející bezprostředně z dat z trhu a tržní hodnoty vycházející z výnosového, případně nákladového přístupu, kde bychom doporučovali uvažovat o názvu kalkulovaná tržní hodnota. Oceníme-li podnik na základě tržní kapitalizace, jde přece jen o poněkud jiné ocenění s jinou informační hodnotou, než když kalkulujeme výnosnost podniku a alternativní možnosti investování, např. v rámci metody DCF.

2.2. Tržní hodnota a oceňování podniku

V předchozí části jsme vyslovili názor, že ve velké části případů týkajících se nemovitostí, ale i movitého majetku nějaký trh zpravidla funguje a je tedy možné, aby znalec hledal tržní hodnotu. Nyní se dostáváme k problému, který by nás měl nejvíce zajímat, a to je problém vztahu oceňování podniku a tržní hodnoty.

Tomáš Krabec ve své publikaci (2009) k tomuto problému zaujal jednoznačný názor, který formulujeme takto: „ve středoevropských podmínkách není transparentní trh s podniky, a tudíž v podstatě nelze hledat tržní hodnotu podniku.“ Skutečnost, že zpravidla není k dispozici tržní kapitalizace vyvozená z kapitálového trhu a že jsou jen omezené podmínky pro

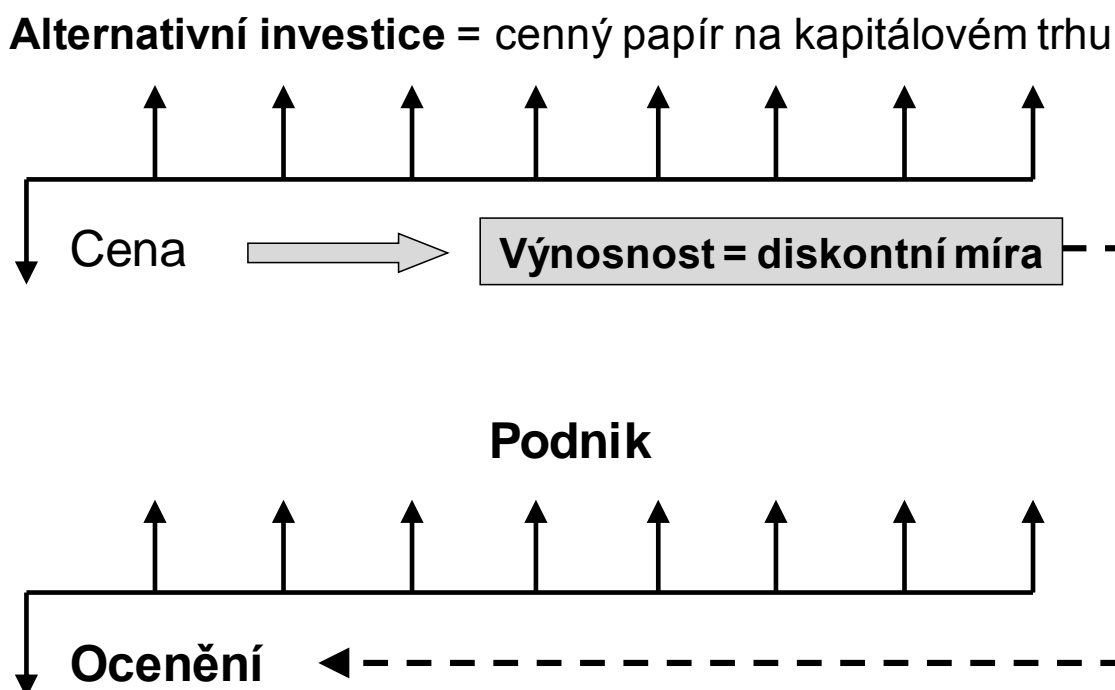
tržní porovnání, vede k tomu, že rozhodujícím způsobem ocenění fungujících podniků je ocenění výnosové. Tomáš Krabec připouští, že v rámci tzv. standardizace je možno se domluvit, že ocenění na základě výnosových modelů je akceptovatelným základem pro hospodářský život. Nicméně výnosovým oceněním, které není opřeno v dostatečné míře o vstupní data odvozená z reálného trhu, nelze podle jeho názoru dospět k tržní hodnotě. Tržní hodnotu v podstatě chápe jako dostatečně přesný odhad rovnovážné ceny blížící se ceně na dokonalém trhu. Tomáš Krabec dále argumentuje, že i zde samozřejmě určitý trh existuje, ale není dostatečně rozvinutý a transparentní, a v tom má samozřejmě pravdu. Otázkou ovšem je, jak chápat přiměřený trh pro podnik. T. Krabec se domnívá, že podobně jako v jiných případech musí jít o trh s příslušným aktivem, v daném případě tedy s podniky určitého typu. Na tomto místě ještě připomeňme, že diskuse je nyní vedena ne o ocenění podniku na zcela obecné úrovni, ale o ocenění podniku, které by mělo obecnější platnost tak, jako má platnost sdělení obchodníka s auty, že např. „určitý model auta značky Škoda v určitém stáří prodáte za cenu 250 000 Kč“.

Od tohoto bodu máme na věc jiný názor než T. Krabec. **Náš názor na to, že tržní hodnota nemusí vycházet přímo z trhu s podniky určitého typu**, se pokusíme stručně vyjádřit v následujících bodech:

- a) V prvé řadě je potřeba si uvědomit, že **základním principem oceňování je porovnání**. Jakýkoli statek můžeme ocenit jen tak, že máme jiný podobný statek, který již byl předmětem transakce. Předpokládá se, že pokud oba dva statky vykazují podobné parametry, tedy parametry, které mají rozhodující vliv na hodnotu těchto statků z pohledu těch, kteří by je mohli mít zájem koupit, pak platí, že oba statky by měly být oceněny na podobné úrovni. Zjednodušeně řečeno, pokud podnik A poskytuje trvalý zisk 100 a byl prodán za 1000 a podnik B, který máme ocenit, poskytuje také trvalý zisk 100, pak jeho hodnota bude též 1000. Předpokladem ovšem je, že oba dva podniky mají nejen stejný očekávaný zisk, ale jsou vystaveny podobnému riziku. Pokud podnik B poskytuje trvalý zisk ve výši 500, pak se zde zpravidla pracuje s lineárním vztahem, tzn., že hodnota podniku B bude 5000.
- b) V reálné praxi ovšem těžko budeme hledat podobný podnik s dostatečně podobnými parametry, a proto při ocenění vycházíme z možnosti **investovat do instrumentů kapitálového trhu**, u nichž předpokládáme především stejné riziko. Pokud tedy investice na kapitálovém trhu se stejným rizikem (jaké odhadujeme pro podnik) slibuje výnosnost 10 %, potom předpokládáme, že i oceňovaný podnik by měl dosahovat výnosnosti 10 %.

Výnosnost 10 % pak použijeme jako diskontní míru, pomocí které známým způsobem převedeme prognózované čisté příjmy z oceňovaného podniku na současnou hodnotu. Pro větší názornost vyjádříme princip porovnání při ocenění podniku prostřednictvím diskontní míry ještě obrázkem č. 4.

Obr. 4: Princip porovnání v rámci výnosového ocenění prostřednictvím diskontní míry



- c) Znovu si tedy připomeňme základní myšlenku – **každé ocenění je porovnáním**. Je tedy zcela nesmyslné tvrdit, že v Čechách nemůžeme používat metodu srovnatelných podniků, protože nemáme dostatek podniků pro srovnání. Pokud nemáme srovnatelné podniky, nemůžeme podnik ocenit ani výnosově. Je s podivem, jak těžce se tato jednoduchá myšlenka u nás prosazuje.
- d) Pokud se však vrátíme k hlavní linii našeho výkladu, musíme si položit otázku, jaká jsou **základní kritéria pro výběr srovnatelných podniků**. Běžná odpověď zní: podnik ve stejném oboru, podobné velikosti, vyrábějící podobné produkty na stejném trhu se stejnými konkurenty atd. Na první pohled logické, ale ve skutečnosti to tak zcela pravda není. Podobný podnik musí být podobný především z hlediska hlavních parametrů rozhodujícím způsobem vytvářejících hodnotu, tedy jinak řečeno, z hlediska tzv. generátorů hodnoty. Jak známo, rozhodujícími generátory hodnoty (viz Mařík: Metody oceňování podniku, kap. 3.5, str. 186 a str. 306) jsou:

- **rentabilita investovaného kapitálu**

- **předpokládané tempo růstu do budoucnosti.**

Třetím základním kritériem pro výběr podobných podniků je pak samozřejmě ještě **riziko**. Proto musíme jen souhlasit s prof. Damodaranem (např. Damodaran 2001), který se snaží důsledně vycházet z konceptu generátorů hodnoty, a proto například výběr multiplikátorů pro tržní porovnání provádí na základě vybraných generátorů hodnoty bez ohledu na příslušnost jednotlivých podniků k daným odvětvím.

Pokud použijeme pro výběr srovnatelných podniků primárně základní parametry podnikání – obor, trh, produkt, konkurenti..., pak se jedná o kritéria náhradní, kdy předpokládáme, že podnik s podobným charakterem podnikání bude mít i obdobný růst, výnosnost a riziko.

Zajímavá je v uvedených souvislostech i definice diskontní míry amerického sdružení odhadců ASA, podle které diskontní míra je:

- míra výnosnosti užívaná pro přepočítání peněžní částky, která má být vydána nebo přijata v budoucnosti, na současnou hodnotu této částky,
- míra výnosnosti očekávaná investorem při akvizici budoucího peněžního toku s ohledem na riziko spojené s možností tento výnos získat.

Všimněme si zejména druhé části. Nehovoří se zde o tom, že investor bude investovat do konkrétní výroby, ale jeho cílem je akvizice peněžního toku zatíženého určitým rizikem. Je třeba totiž vidět, že celý současný koncept oceňování postavený mimo jiné na modelu CAPM není modelem pro tradičního podnikatele, který chce vyrábět koloběžky, ale modelem pro investora, který hledá majetkové podíly (především tedy akcie), za nimiž stojí určité očekávané peněžní toky, a je mu celkem lhostejné, jestli je to akcie dopravní společnosti či akcie společnosti zábavního průmyslu.

Uvedený text si klade za cíl zdůvodnit naše výchozí tvrzení, že tržní ocenění vycházející ze zmíněných amerických konceptů nemá primárně za základ trh s konkrétními podniky, ale trh s peněžními toky a je doprovázejícím rizikem. Proto považujeme za celkem logické, že se i česká znalecká obec při hledání vhodné diskontní míry obrátila ke kapitálovým trhům.

- e) Samozřejmě náš problém spočívá v tom, že stále nemáme k dispozici zcela adekvátní český kapitálový trh. Je ale dobré si uvědomit, že nejen při metodě tržního porovnání, ale například i při volbě diskontní míry v rámci výnosového ocenění znalci ve skutečnosti

stavějí na výše popsaném principu, i když nepracují přímo s generátory hodnoty. Obvykle přebírají rizikovou prémii kapitálového trhu a koeficienty beta, případně další složky diskontní míry, ze zahraničních kapitálových trhů, nejčastěji ze Spojených států. Přitom vlastně předpokládají, že když použijí údaje z podniků ze stejného odvětví, tak po úpravě na zadlužení, velikost a případně některé další charakteristiky oceňovaného podniku získají tržní data, která budou spojena s obdobnou rentabilitou, vyhlídkami dalšího vývoje a rizikem, a tedy i obdobnou požadovanou výnosností. Tu pak použijí jako diskontní míru pro ocenění daného podniku.

Vraťme se však k základní otázce a tou je, zda je možné pro podnik zjišťovat tržní hodnotu. Tomáš Krabec jednoznačně tvrdí, že v našich podmínkách nemá smysl hledat tržní hodnotu podniku a nabízí pouze německý koncept objektivizované hodnoty. Pochybnosti o tržní hodnotě u nás a všeobecné hodnotě na Slovensku mají i mnozí znalci, kteří o věci přemýšlejí. Pokusme se proto zaujmout k jednoznačnější **stanovisko k tomu, zda lze u podniků vůbec hovořit o tržní hodnotě:**

1. Pokud nahlédneme do Mezinárodních oceňovacích standardů a vyhledáme zde doporučení k oceňování podniků, tak zde nalezneme jednoznačné vyjádření: „*Ocenění podniku je obvykle hledáno a prováděno na základě tržní hodnoty podle IVS 1*“ (IVS 2007, GN6 – Business Valuation, odst. 1.2). IVS 2011 to již výslovně neuvádí, ale důvodem je skutečnost, že standard pro oceňování podniku již znova neopakuje ty společné části standardu, které platí i pro dané konkrétní aktivum. To se týká i možných bází hodnoty včetně tržní hodnoty.

Může se objevit námitka, že Mezinárodní oceňovací standardy jsou v tomto ohledu ovlivněny americkou praxí, která každopádně poskytuje pro tržní hodnotu mnohem větší prostor. Proto je na místě se obrátit na Evropské standardy. Bohužel poslední verze EVS se v podstatě soustřeďují na nemovitosti a oceňování podniku spíše pomíjejí. Dřívější verze těchto standardů však přímo uváděly definici hodnoty podniku, a to jak hodnoty brutto, tak hodnoty netto. Pro ilustraci proto uvádíme překlad definice hodnoty brutto, která byla obsažena v EVS v roce 2000: „*Hodnota podniku (jako celku, pozn. MM) je odhadovaná brutto částka, bez srážek za znehodnocení a amortizaci, za kterou by byl podnik dobrovolně směněn k datu ocenění mezi nespřízněným poptávajícím kupujícím a nabízejícím prodávajícím po odpovídající tržní transakci, při níž každá ze stran měla dostatek informací, jednala racionálně a bez nátlaku*“ (EVS 2000, GN 7 – Business Valuation, odst. 7.04). Je patrné, že tato definice sice nehovoří o tržní hodnotě, ale je

definici tržní hodnoty velmi blízká. Proto ještě uvedme definici z EVS 2003 převzaté z jejich překladu do němčiny:

„Hodnota podniku jako podnikatelské jednotky je celková hodnota celého obchodního provozu včetně dluhů, jinak také akciového kapitálu plus přednostních akcií a dluhů minus hotových peněz a peněžních ekvivalentů, za kterou by mohl být obchodní provoz prodán k datu ocenění, v transakci v rámci obvyklých obchodů mezi prodávajícím připraveným prodat a kupujícím se zájmem koupit, a to po přiměřeném vystavení na trhu, kde každá strana jedná se znalostí věci, obezřetně a bez nátlaku.“ (EVS 2003RL 7.04, překlad MM).

Německý překlad nepoužívá slovo tržní hodnota, ale definice je prakticky identická s definicí tržní hodnoty podle IVS.

Závěr k tomuto bodu: Standardy EVS i IVS běžně připouštějí možnost, aby byla hledána tržní hodnota i v evropských podmínkách, přičemž lze předpokládat, že EVS neměly na zřeteli pouze Velkou Británii. Samozřejmě připouštějí i jiné standardy (báze) hodnoty.

Tržní hodnotu jako bázi hodnoty pro podnik nelze tedy v žádném případě vyloučit.

Je však třeba položit si otázku, **za jakých podmínek** lze o použití této báze pro oceňování podniku hovořit:

- Základem pro tržní ocenění je trh, kde nalezneme srovnatelné podniky. Na rozdíl od T. Krabce však zastáváme názor, že v rámci teorie shareholder value a jí odpovídajících metod oceňování je rozhodující existence nikoliv trhu se shodnými podniky, ale se shodnými výnosy (výnosností) pro akcionáře a přitom zatíženými podobným rizikem.
- Samozřejmě platí, že by bylo nejvhodnější, kdybychom takové podniky nacházeli na českém kapitálovém trhu a kdyby tedy byl k dispozici dostatečně funkční český kapitálový trh. Poněvadž český kapitálový trh, jak se zdá, tomuto požadavku ještě zcela nedorostl, hledáme srovnatelné podniky na cizích kapitálových trzích, především na trhu americkém.
- Použití tohoto postupu předpokládá, že zahraniční podniky vybrané pro srovnání budou mít stejné obchodní riziko (business risk) jako podniky české, což je zřejmě velmi silný předpoklad. Tento předpoklad nemusí být splněn. Autorům tohoto článku není známo, že by byly v České republice provedeny nějaké analýzy, které by uvedenou hypotézu buď potvrdily, nebo vyvracely.

- Předchozí bod také v zásadě znamená, že by srovnatelné podniky vybrané v zahraničí měly mít podobné základní parametry, tzn. podobnou velikost, podobné vyhlídky na trhu, podobné prostředí atd. Je opět zřejmé, že tento požadavek bude zpravidla naplněn v různé míře. Například americké podniky jsou obvykle daleko větší, zejména pokud jejich velikost měříme jejich tržní kapitalizací.
2. Jak bylo naznačeno dříve, není tak zcela jasné, jak přesně IVS chápou tržní hodnotu. Lze pouze dovozovat, že tržní hodnota by měla být odhadem rovnovážné ceny. Rovnovážná cena se však může vyskytovat pouze na dokonalém trhu, případně na trhu, který se dokonalému trhu přibližuje. V případě nedokonalého trhu a nehomogenního zboží zřejmě žádná obecněji platná rovnovážná cena neexistuje a nelze ji tedy ani modelově odhadnout. Souhlasíme navíc s Tomášem Krabcem, že i kdyby taková cena byla v ideálním případě zjistitelná, běžný modelový aparát (například výnosové metody) k jejímu zjištění prostě nestačí. Tržní hodnota, a platí to zejména pro podniky, nemůže být tedy bodovým odhadem nějaké „správné“ rovnovážné ceny a ve většině případů nemůže být ani bodovým odhadem nejpravděpodobnější ceny. Tvrdíme tedy, že **tržní hodnota podniku existuje, ale je nezbytná její určitá redefinice**, pokud za základ bereme definici tržní hodnoty uvedenou v IVS.
 3. V návaznosti na předchozí text proto navrhuje, aby tržní hodnota nebyla chápána jako „*odhadovaná částka, za kterou by majetek měl být prodán (should exchange) ...*“. Podle našeho názoru uvedená formulace definice tržní hodnoty v IVS navozuje představu, že znalec či odhadce indikuje nějakou správnou cenu. Správnou v tom smyslu, že je správnější než jiné cenové odhady.

Tato představa je ovšem, jak dokládá i praxe v České republice, v podstatě nereálná. Stačí se podívat na složitější soudní případy, kdy soudce velmi často oslovuje znalecké ústavy vysokých škol, protože má na stole třeba osm znaleckých posudků, které obsahují rozličné výsledky. První vysvětlení je (a je to ve velké části případů vysvětlení pravdivé), že znalecké posudky nejsou příliš kvalitní, případně jsou zcela nekvalitní. Tato skutečnost však, jak známo, zcela nevylučuje, že zkušený znalec sice svůj výsledek nedokáže patřičně doložit (a za příslušnou chabou odměnu ani není ochoten podrobně doložit), ale díky jeho dlouholeté zkušenosti nemusí být výsledný odhad zcela špatný.

Když tedy vyloučíme nekvalitní posudky, je zřejmé, že i v případě, že znalci vycházejí z podobného metodologického základu a z podobných dat (statistiky, data od oceňovaných podniků, Damodaran atd.), tak většinou dospívají k poměrně rozdílným výsledkům. Na základě našich zkušeností tvrdíme, že variabilita výsledků bývá tím větší, čím menší podnik je oceňován. Zastáváme také názor, že pokud by znalci výrazněji sjednotili své postupy například na základě českých oceňovacích standardů, tak by to variabilitu výsledků zmenšilo jen částečně.

Dovolíme si proto vyslovit hypotézu, že neschopnost znalců více sjednotit své odhady, pokud pracují nezávisle, nevyplývá ani tolik z jejich nedostatečné kvalifikace, ale z toho, že žádná správná hodnota podniku prostě neexistuje. Z toho však nemůžeme jednoznačně vyvozovat závěr, že tržní hodnota jako báze pro oceňování podniku také neexistuje. Když se podíváme na věc z blízka, tak vidíme, že poctivěji pracující znalec se prostě snaží na základě ekonomických kalkulací především metodou DCF odhadnout, jakou cenu by nějaký hypotetický standardizovaný investor mohl považovat za přiměřenou. Poněvadž takový investor samozřejmě může uvažovat různě o budoucnosti, různě kalkulovat diskontní míru, mohou znalci dospět i různým výsledným oceněním.

Tržní hodnota podniku pak není bodový odhad nejpravděpodobnější ceny, ale pouze odhad „také možné“ ceny, přičemž by tato cena měla být v posudku stanovena s nějakým rozumným rozpětím. Rozumná cena je taková cena, která respektuje variabilitu ještě rozumných předpokladů, přičemž je třeba se snažit, aby tato variabilita nepřekročila mez, kdy odhad je ještě použitelný.

Rozpětí možné ceny odhadnuté jednotlivým znalcem však ještě nemusí být nejlepším řešením, poněvadž toto rozpětí je také ještě zatíženo subjektivními postoji a možnostmi jednotlivého znalce. Objektivizovanější obraz dostaneme jedině tehdy, když odhad provede více znalců, každý s rozpětím, čímž získáme určitou množinu možných rozpětí. Pak průnik odhadů možných rozpětí jednotlivých znalců je asi nejlepší možnou indikací tržní hodnoty. Z logiky našich úvah pak plyne, že je třeba rozlišovat individuální odhad tržní hodnoty a skupinový odhad tržní hodnoty, přičemž znovu zdůrazňujeme, že oba dva tyto odhady by měly být s rozpětím. Skupinový odhad tržní hodnoty je však spíše teoretická možnost, která bude použitelná jen výjimečně, například v rámci soudních sporů, kdy by se soudce mohl rozhodnout v rámci rozpětí obsaženém v několika přesvědčivě zpracovaných znaleckých posudcích.

4. Tržní hodnota podniku je tedy, reálně nahlíženo, množina kvalifikovaných odhadů možné ceny na základě různě posuzovaného budoucího vývoje, různě strukturovaných výchozích dat, na základě různých možností jak kalkulovat diskontní míru a jaká kombinace oceňovacích metod byla použita.
5. Individuálně kalkulovaná tržní hodnota podniku by pak vycházela z běžné, ale poněkud poupravené definice tržní hodnoty: *Tržní hodnota podniku (kalkulovaná) je množina odhadnutých částek, za které by mohl být podnik směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.* Předpokládá se přitom, že odhad byl proveden s využitím běžně doporučovaných a uznávaných poznatků a s náležitou odbornou péčí.
6. Zvláštním problémem u tržní hodnoty podniku je **předpoklad nejlepšího využití**. Tento předpoklad je, jak známo, nedílnou součástí základní definice tržní hodnoty. Nejlepším využitím v rámci oceňování nemovitostí se zabýval např. V. Melen (2006). Nejde o jednoduchou záležitost, ale v principu by uplatnění tohoto požadavku u oceňování nemovitostí nemělo být zase tak složité.

Jiná situace je u oceňování podniku. Zde vládnou poněkud rozpaky nad možností definovat tržní hodnotu. Následným požadavkem na nejlepší využití se dostupná literatura příliš nezabývá. Je však známou skutečností, které se někdy chytají i čeští znalci, že v anglosaských zemích, především v severní Americe, se požadavek na nejlepší využití při oceňování podniku uplatňuje především tak, že se znalec pokouší optimalizovat kapitálovou strukturu. Problém však vidíme v tom, jakým způsobem se to provádí (podrobněji viz Mařík-Maříková, 2010):

- a) Za odhad optima kapitálové struktury se považuje průměrná kapitálová struktura podobných společností. Podle našeho názoru se jedná o přibližné řešení, které může mít svůj význam jen tehdy, pokud se zadlužení podobných společností pohybuje v nějakém užším rámci. Pokud je však rozptyl zadlužení vysoký, pak nepovažujeme za příliš podložené použít průměrnou hodnotu jako optimum.
- b) Uživatelé často přehlížejí nekonzistenci takto zvolené kapitálové struktury pro diskontní míru s finančním plánem. Jinak řečeno, pokud do budoucna zvolím jinou kapitálovou strukturu, než podnik zatím má, je nutno uvést tuto změnu do

souladu s finančním plánem, ze kterého výnosové ocenění vychází. Jinak se jedná o zcela chybné ocenění.

- c) V dnešní turbulentní době nelze přehlížet, že snaha zadlužovat podnik pouze z důvodu zvyšování odhadu jeho hodnoty může být nebezpečná. Vyšší zadlužení může podnik významně ohrozit v případě, že dojde k výkyvům jeho hospodářské činnosti. Na druhé straně nemusí být případný vliv vyššího zadlužení na hodnotu podniku vůbec zaznamenán, pokud daný podnik není akciovou společností, jejíž akcie jsou obchodovány na burze.

Z uvedených důvodů bychom doporučovali zacházet s optimalizací kapitálové struktury v rámci naplňování zásady nejlepšího využití raději velmi opatrně. Pohled do znaleckých posudků zpracovávaných v naší republice také ukazuje, že pokusy o optimalizaci kapitálové struktury v naznačeném smyslu nejsou příliš časté.

Z uvedeného zdánlivě vyplývá, a také jsme to tak v našem předchozím článku zmiňovali, že při hledání tržní hodnoty podniku jde spíše o tržní hodnotu stávajícího využití. Bližší pohled však ukazuje, že tomu tak zcela není. Pokud totiž znalec při oceňování podniku postupuje správně, tak provádí některé úkony, které lze považovat za součást snahy o lepší využití majetku:

- Znalec by měl vždy posuzovat využití majetku pro základní business podniku a vyčleňovat majetek, který se základním businessem buď vůbec nesouvisí, nebo je v podniku ve větší míře, než je nezbytně nutné. Tento majetek by měl být buď prodán, pronajat nebo případně zlikvidován.
- Základem ocenění podniku, který není ve zcela špatném stavu, by mělo být vyčíslení jeho výnosové hodnoty a porovnání s hodnotou likvidační. Pokud likvidační hodnota bude vyšší než výnosová, a podnik tedy není schopen svůj majetek využívat dostatečně efektivně a není ani naděje na výraznou změnu, je třeba zvážit, zda není výhodnější činnost zastavit a majetek odprodat.

Podle našeho názoru je těžko představitelné, že by znalec mohl zásadním způsobem podnik optimalizovat a dospět tak skutečně k nejlepšímu možnému využití. Lze se však setkat s tím, a považujeme to za správné, že znalec se při analýze činnosti podniku setká s některými dílčími projevy výrazné nehospodárnosti. Podnik například vykazuje o hodně nižší produktivitu práce než jeho konkurenti, přičemž při návštěvě podniku zjistíme, že se jeho pracovníci právě nepředřou. Pak je asi na místě uvažovat o tom, že nový majitel by

rychle hledal cestu, jak tuto produktivitu zvýšit. V praxi by bylo jistě možné najít i podobné další případy.

Z uvedených důvodů zastáváme názor, že při oceňování podniku se nemůže jednat o zásadu nejlepšího využití, ale pouze o zásadu **pravděpodobného využití investovaného kapitálu**. Jednalo by se tedy o zásadu, podle které by byl podnik oceněn z hlediska racionálně uvažujícího a hospodařícího investora, ale která by nevyžadovala od znalce hledat nejvyšší dosažitelnou hodnotu podniku.

Z uvedeného tedy můžeme vyvodit jednoduchý závěr. **Podle našeho názoru je správné, aby i u nás znalec hledal tržní hodnotu podniku s tím, že se jedná o odhad ceny, za kterou by podnik nikoliv měl, ale mohl být prodán, odhad by měl být proveden s vhodně zvoleným rozpětím a měla by být uplatněna zásada, nikoliv nejlepšího, ale pravděpodobného využití.**

3. Netržní báze hodnoty

Je třeba připomenout, že ocenění na bázi trhu není zdaleka jediným způsobem ocenění. Obecně lze říci, že rozhodujícím způsobem ocenění podniku je ocenění z pohledu konkrétního subjektu. Investor si prostě odhadne, jaké výnosy z určité investice dokáže získat a chce-li investici ocenit, může vybrat nejlepší variantu použití svých prostředků a odhadnout, jakou výnosnost zde může očekávat. Když tuto výnosnost použije jako diskontní míru, může propočítat hodnotu uvažovaného projektu, či podniku, který by mohl koupit. Podle některých odborníků (Matschke, 2007) se jedná o jediné reálné ocenění. Konkrétní subjekt posuzuje situaci podle svého uvážení a pro své skutečné potřeby, pro své rozhodování. Je to zřejmě poněkud jiná situace, než když znalec podle své úvahy simuluje hodnocení jakéhosi typizovaného, hypotetického subjektu na trhu. Skutečný subjekt potřebuje podklady pro své rozhodnutí.

Uvedené skutečnosti nacházejí svůj odraz i v oceňovacích standardech. Mezinárodní oceňovací standardy hovoří o netržních bázích hodnoty, Němci mají svou Kolínskou školu (Mařík 2011). K netržním bázím hodnoty je však třeba počítat i hodnotu pro všechny - především objektivizovanou hodnotu.

3.1. Netržní báze hodnoty v Mezinárodních oceňovacích standardech

Mezinárodní oceňovací standardy z roku 2011 rozlišují obecně tři kategorie bází hodnoty (IVS Framework, odst. 28):

1. První kategorii představuje nejpravděpodobnější cena, která by byla dosažena při hypotetické směně na volném a otevřeném trhu. Do této kategorie spadá **tržní hodnota**.
2. Druhá kategorie představuje **užitky plynoucí z držení aktiva**. Tato hodnota je specifická pro konkrétní subjekt a nemusí být relevantní pro účastníky trhu obecně. Spadají sem tyto kategorie:

a) **Investiční hodnota (investment value)**, tzn. pohled na hodnotu z hlediska konkrétního subjektu. Jedná se o hodnotu plynoucí ze stávající nebo zamýšlené držby aktiva (podniku), a nemusí tedy být nutně spojena s jeho prodejem. Investiční hodnota dle IVS odpovídá podle našeho názoru mezním (rozhodovacím) hodnotám dle Kolínské školy.

b) **Speciální hodnota (special value)** je částka, která odráží konkrétní vlastnosti aktiva, které mají hodnotu jen pro konkrétního kupujícího (tzv. speciálního kupujícího). Tento speciální kupující má z vlastnictví daného aktiva určité výhody, které ostatní kupující na trhu nemají, a aktivum je proto pro něho atraktivnější než pro ostatní kupující. Může se jednat například o vlastnosti fyzické, geografické, ekonomické nebo právní. (IVS Framework, odst. 44 až 47).

Synergická hodnota (synergistic value) je vymezena jako „dodatečný prvek hodnoty vytvořený kombinací dvou a více majetkových podílů, kdy tato kombinace má vyšší hodnotu než suma jednotlivých podílů. Pokud je synergická hodnota dosažitelná jen pro specifického kupujícího, je chápána jako příklad speciální hodnoty (IVS Framework, odst. 48).

3. Třetí skupina indikuje cenu, která by byla **rozumně dosažitelná při směně aktiva mezi dvěma specifickými stranami**. Tyto strany mohou být nepropojené a mohou jednat nezávisle. Na rozdíl od tržní hodnoty není však majetek nezbytně vystaven na širším trhu a dohodnutá cena může odrážet specifické výhody nebo nevýhody z vlastnictví aktiva pro zúčastněné strany a nikoli pro trh obecně. Do této skupiny patří **spravedlivá hodnota**.

Spravedlivá hodnota (fair value) je poněkud komplikovaným případem hodnoty, protože nemá jednoznačný význam. V IVS 2011 je vymezena jako „*odhadovaná cena pro převod aktiva nebo závazku mezi určitými informovanými a ochotnými stranami, která odráží příslušné zájmy těchto stran*“ (IVS Framework, odst. 39). IVS výslovně uvádí, že jde o širší pojem než tržní hodnota (IVS Framework, odst. 42). V některých případech může být pro dvě strany spravedlivá cena právě na úrovni tržní hodnoty. Mohou ale

existovat případy, kdy ocenění na bázi fair value bude brát v úvahu faktory, které do tržní hodnoty nesmějí být promítány. Jako příklad lze uvést zvláštní synergie mezi dvěma specifickými stranami, které mohou znamenat, že cena, která je spravedlivá mezi těmito konkrétními stranami, bude jiná, než by byla cena dosažená na širším trhu. Naopak tržní hodnota vyžaduje, aby byl vyloučen jakýkoli prvek zvláštní hodnoty, jako je například hodnota synergická. Všimněme si, že spravedlivá hodnota v tomto pojetí v podstatě odpovídá konceptu Kolínské školy, tedy takzvané **rozhodčí hodnotě (Schiedswert)**.

Pojem fair value je však dnes také často používán v **účetním výkaznictví** (v české účetní terminologii je překládán jako reálná hodnota). Tento pojem má blíže k tržní hodnotě a IVS 2011 výslovně uvádějí, že definice fair value pro IFRS je odlišná od definice fair value v oceňovacích standardech (IVS Framework, odst. 40).

Standard dále připouští, že oceňování může vyžadovat další báze hodnoty. Mohou to být například případy, které jsou stanoveny zákonem, jinými formami regulace nebo smlouvou. Zákonné báze hodnoty jsou často definovány pro daňové účely. IVS do této oblasti řadí i báze hodnoty pro IFRS. Tyto další báze hodnoty mohou vyžadovat jiné oceňovací přístupy, než ty, které jsou popsány v IVS.

Standard IVS z roku 2007 dále uvádí ještě tři příklady často používaných termínů „hodnota“, u kterých však zdůrazňuje, že nejsou dalšími samostatnými bázemi hodnoty, ale **předpoklady**, se kterými se různé báze hodnoty spojují (IVS 2, 2007, odst. 6.9):

1. **Hodnota pokračujícího podniku (going concern value)**: popisuje situaci, kdy je celý podnik převáděn jako funkční provozní jednotka. Opakem je hodnota podniku, který již dále nebude fungovat, nebo hodnota aktiva, které bude prodáno samostatně.
2. **Likvidační hodnota (liquidation value)**: popisuje situaci, kdy je skupina aktiv fungujících dohromady nabídnuta k odprodeji po částech, obvykle s následným ukončením provozu podniku. V části GN 6 věnované speciálně oceňování podniku (odst. 5.7.1.1) je pak upřesněno, že při likvidaci podniku se hodnota podniku snižuje o související náklady (tj. prodejní poplatky, související administrativní náklady, daně atd.).
3. **Zbytková hodnota (salvage value)**: jde o hodnotu majetku, který dosáhl konce svojí životnosti v rámci účelu, pro který byl vyroben. Může mít však dále hodnotu pro alternativní použití nebo pro recyklaci.

IVS 2011 sice není takto konkrétní, ale uvádí v podobném duchu jen příklady obecněji vymezených předpokladů, se kterými je třeba zvolené báze spojit.

Mezi netržní báze hodnoty navrhujeme zařadit i německý koncept objektivizované hodnoty.

3.2. Objektivizovaná hodnota

Již před lety se však odborníci v německy hovořících zemích shodli k lítosti mnoha odhadců na tom, že objektivní hodnota v podstatě neexistuje, že hodnota není objektivní vlastností podniku. Odhadci proto začali pracovat s pojmem „**objektivizovaná**“ hodnota.

Podle německých oceňovacích standardů je objektivizovaná hodnota **definována** takto (IDW S1): „*Objektivizovaná hodnota (něm. der objektivierte Unternehmenswert) představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku*“.

Cílem je dosáhnout co největší reprodukovatelnosti ocenění. Tyto zásady jsou následující (Srov. WP Handbuch 2008, díl II, IDW 2007, bod 76-82; IDW Standard 2007):

1. Objektivizovaná hodnota podniku představuje hodnotu budoucích výnosů z hlediska vlastníka, kterou lze snadno nezávisle přezkoumat a která se vypočte při
 - pokračování podniku v činnosti při **nezměněném podnikovém konceptu**,
 - zohlednění všech realistických budoucích očekávání v rámci tržních šancí a rizik
 - a zohlednění finančních možností podniku a dalších faktorů.
2. Definice objektivizované hodnoty podniku zdůrazňuje nezávislost budoucích finančních přebytků na (čistě) subjektivních charakteristikách a možnostech konkrétního vlastníka resp. rozhodující význam potenciálu, který má podnik k rozhodujícímu dni ocenění.
3. **Podnikový koncept** je základem zpravidla střednědobého podnikového plánování. Růstová očekávání podnikových plánů by měla být v souladu s prognózami odvoditelnými z tržních dat a informací v rámci branže.
4. Protože jsou pro ocenění relevantní osobní výnosové daně, je při určení objektivizované hodnoty podniku nutné **účelově typizovat daňové zatížení** v závislosti na konkrétním důvodu, pro který se objektivizované ocenění zpracovává.
5. Protože se ocenění podniku zakládá na **výnosové síle podniku k rozhodnému dni**, má ohraničení disponibilního nebo realizovatelného potenciálu značný význam. V zásadě se disponibilní výnosová síla odvozuje z výnosových faktorů. Možné, ale dosud

nezavedené změny (např. rozšiřující investice nebo desinvestice) nebo opatření dosud nedokumentovaná v podnikovém plánu a finanční přebytky, které z toho pravděpodobně plynou, se proto při ocenění nezohledňují. Jejich zohlednění by bylo také v rozporu se základní myšlenkou **kořenové teorie** Spolkového soudního dvora, podle níž se pozdější vývoj (zde důležité rozšiřující investice/desinvestice) promítá jen tehdy, když jeho kořeny sahají před rozhodný den ocenění.

6. K ocenitelné výnosové síle patří jen takové výnosové šance a opatření, které byly k rozhodnému dni **již zavedené nebo dokumentované v podnikovém konceptu**. Nápad samy o sobě se v rámci určení objektivizované hodnoty podniku neoceňují. Právo v této souvislosti vyžaduje „odhad založený na prokazatelných skutečnostech“. Za použitelné vymezení rozsahu podniku je možné u akciových společností považovat dozorčí radou schválené záměry a jejich zobrazení v podnikových plánech schválených též dozorčí radou.

Koncepce objektivizované hodnoty se tedy od ostatních ocenění dost odlišuje, ale lze najít styčné body. V prvním stupni bere v úvahu jen všeobecně uznávané skutečnosti, které jsou relevantní k datu ocenění. V druhém stupni se pak přihlíží k faktům, která mají vliv na ocenění, jsou obecně známá, i když se týkají budoucnosti, ale jejich působení nemusí být jednoznačné. Až ve třetím stupni lze do ocenění promítnout ryze subjektivní hlediska, jak je tomu u investiční hodnoty.

Naskýtá se otázka, jaký je vztah mezi objektivizovanou hodnotou a tržní hodnotou. Tržní hodnotu můžeme také chápat jako určitou formu objektivizace. Objektivní je evidentně to, co existuje nezávisle na našem vědomí a případně na našem rozhodování. Objektivizací lze rozumět postup založený na datech, která jsou nezávislá na konkrétním znalci nebo investorovi, a na obecně přijímaných metodách. Je zřejmé, že objektivizace prostřednictvím metod je víceméně obdobná jak u tržní hodnoty, tak u hodnoty objektivizované. Objektivizace dat může být, alespoň podle našeho názoru, prováděna dvěma základními způsoby.

Prvním je použití dat z trhu, především z trhu kapitálového. Při použití těchto dat nám objektivizovaná a tržní hodnota do značné míry splývají. Nesplývají však zcela, protože objektivizovaná hodnota je v zásadě postavena na setrvání ve stávajícím konceptu podniku, tržní hodnota může vycházet i z předpokládané zásadní změny konceptu podniku, pokud je tato změna známa a v zásadě akceptována trhem.

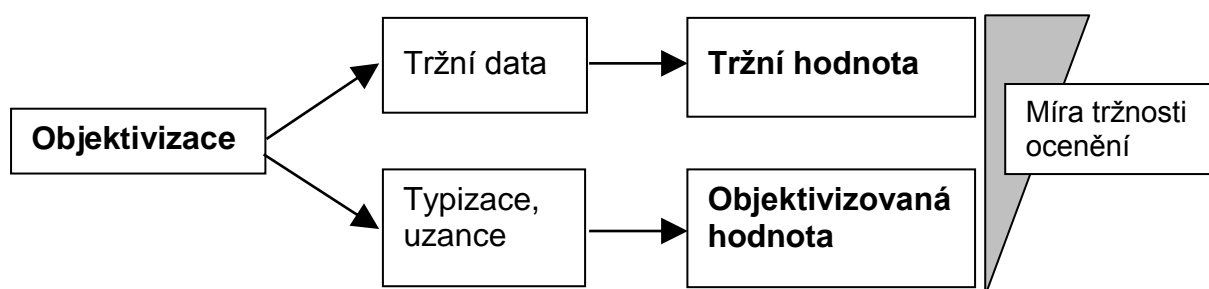
Objektivizace však může mít ještě další formu, a tou jsou odbornou veřejností přijaté uzance. Tyto uzance přijímáme zejména tehdy, když dostupná data nejsou k dispozici nebo

není zcela jasné, který zdroj dat použít. Jako příklad lze uvést německý standard IDW S1, který pracuje s uzanci, že budeme při ocenění uplatňovat i daně placené vlastníky. Poslední uzanci v Německu uplatňovanou je sazba 35%. Za uzance lze považovat i řadu dalších zásad uplatňovaných v rámci objektivizované hodnoty.

Je třeba také zdůraznit, a z uvedených definic to vyplývá, že objektivizovaná hodnota neaspiruje na to, aby byla dobrým odhadem pravděpodobné prodejní ceny. Konkrétní data z transakcí s velkými německými podniky naznačují, že realizované ceny byly často vyšší než znalci určená objektivizovaná hodnota. U perspektivních podniků lze tuto relaci celkem logicky očekávat.

Naznačenou úvahu můžeme znázornit jednoduchým schématem.

Obr. 5: Vztah tržní a objektivizované hodnoty



Objektivizovanou hodnotou doporučujeme použít pro menší a střední podniky, kde je "vzdálenost" k západním kapitálovým trhům přece jen již příliš velká na to, abychom zde hledali srovnatelné podniky. V případě větších českých podniků není také srovnání s investicemi na kapitálových trzích prosto problémů, přece jen se však jeví jako přijatelnější.

4. Závěrečná doporučení

Pro oceňování podniku doporučujeme používat následující hodnotové báze:

1. **Tržní hodnotu**, ale redefinovanou jako množinu cen, za které by podnik mohl (nikoliv tedy měl) být prodán. Odhad by měl být proveden s rozpětím. Použití: Ocenění větších českých podniků pro velkou část podnětů, které mohou v hospodářském životě nastat.
2. **Objektivizovanou hodnotu** pro menší podniky a pro případy různých sporů.
3. **Investiční hodnotu** jako východisko pro rozhodování z pohledu jednotlivých stran účastných na hospodářských transakcích.

4. **Spravedlivou value** jako základ pro řešení sporů. Výhodou je zde snaha respektovat specifické zájmy a možnosti stran účastných na sporu. Podmínkou je reálná možnost zájmy stran zohlednit. Například dostatečná informovanost.
5. Z IVS je možné převzít i pojem **specifické hodnoty** a **synergické hodnoty**.

Uvedené báze by pak byly modifikovány v jednotlivých případech podle toho, zda jde zároveň o going concern hodnotu, či hodnotu likvidační.

Použitá literatura

1. Bradáč, A. – Superatová, A. (2010): Problematika názvosloví ceny obvyklé. Soudní inženýrství, roč. 21, č. 3/2010, str. 153-162
2. Damodaran, A. (2001): Dark side of Valuation, USA, Prentice Hall, 2001
3. EVS (2000, 2003, 2009): European valuation standards, TEGoVA 2000, 2003, 2009
4. IDW Standard S1 2007 (standardy německého institutu auditorů IDW - Institut der Wirtschaftsprüfer)
5. IVSC (2007): International Valuation Standards, London 2007
6. IVSC (2011): International Valuation Standards, London 2011
7. Krabec, T. (2009): Oceňování podniku a standardy hodnoty. Praha, Grada 2009
8. Kratěna, J. (2004): Několik poznámek k obvyklé ceně a tržní hodnotě. Znalec, roč. XIV, č. 3/2004, str. 8-9.
9. Matschke, M. - Brösel, G. (2007): Unternehmensbewertung. 3. vydání, Wiesbaden, Gabler 2007
10. Mařík, M. a kol. (2011): Metody oceňování podniku. 3. vydání, Praha, Ekopress 2011
11. Mařík, M. - Maříková, P. (2010): Tržní hodnota podniku, princip nejlepšího využití a kapitálová struktura. Odhadce a oceňování podniku č. 2/2010, ročník XVI, str. 4-24
12. V. Melen (2006), Soudní inženýrství roč. 17, č. 4/2006, str. 203-208
13. Pratt, S. P. – Reilly, R. F. – Schweihs, R. P. (2000): Valuing a Business. New York, McGraw-Hill 2000
14. WP Handbuch 2008, 13. vydání, díl II. Düsseldorf. IDW 2007

15. Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku

16. Zákon č. 219/2000 Sb., o majetku České republiky a jejím vystupování v právních vztazích

Value basis for business valuation – still an open problem

ABSTRACT

The article recapitulates definitions of value basis stated in various international and foreign valuation standards. Further usability market value for business is widely discussed. On the one hand market value of an European firm is a problem due to uniqueness of each firm without adequate market but on the other hand authors of the article do not agree with opinion that market value of a business does not exist at all. The result is a recommendation to moderately reformulate the market value definition for business. The article concludes by proposal of value basis suitable for business valuation in the Czech conditions.

Key words: value, business valuation, value base, market value, investment value, fair value