

Slabší místa v ocenění českých podniků – 1. část

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

Po dvaceti letech můžeme s uspokojením říci, že se výrazně zlepšila úroveň ocenění podniků zpracovávaných českými znalci a odhadci. Když porovnáme znalecké posudky z poloviny 90. let a znalecké posudky zpracovávané v současné době, je patrný výrazný pokrok. Tento pokrok však není tak zcela všeobecný. Můžeme se setkat s oceněními, která byla pravděpodobně zpracována v průběhu jediného večera, kdy znalec vyšel z účetní rozvahy a tu mírně upravil ve vybraných položkách na, podle jeho mínění, reálné hodnoty a tuto úpravu označil za tržní hodnotu podniku. A můžeme se běžně setkávat se znaleckými posudky předních znaleckých společností, které mají již poměrně slušnou úroveň. První poznatek tedy je, že se peloton výrazně roztáhl. Rozdíly v úrovni ocenění podniku jsou tedy mnohdy až překvapivě veliké.

Naše uznání předním znaleckým firmám však zdaleka neznamená, podobně jako v předchozích etapách vývoje, že můžeme být s úrovní oceňování podniku zcela spokojeni.

Sepsání tohoto článku předcházeli především sběr zkušeností z vlastní oceňovací činnosti Institutu oceňování majetku VŠE Praha, kdy často zpracováváme revizní posudky, což nám poskytuje bohatý informační zdroj o úrovni posudků jiných znaleckých ústavů a znalců jednotlivců. Dále byla na Katedře financí a oceňování podniků VŠE Praha zpracována zajímavá diplomová práce studentky Lucie Doležalové (2011), která analyzovala metodickou úroveň souboru vybraných znaleckých posudků pro ocenění podniku. Zkoumaný soubor nebyl sice asi zcela reprezentativní, nicméně nám umožnil dát našim tvrzením určitý statistický podklad.

Jak bylo naznačeno, je cílem tohoto článku vymežit a poukázat na ta místa ve znaleckých posudcích zaměřených na ocenění podniku, která považujeme za problematická a na která by měla znalecká obec soustředit svoji pozornost.

Podle našeho názoru by mělo jít o analýzu, která by se mohla stát jedním z opěrných bodů pro tvorbu budoucích českých standardů upravujících základní zásady, na kterých by měla stát ocenění podniku v našich podmínkách.

V tomto článku, který tvoří první část rekapitulace slabých míst, se zaměříme na celkovou koncepci znaleckých posudků. Z tohoto pohledu lze zmíněná slabší místa znaleckých posudků podle našeho názoru shrnout do následujících problémových okruhů:

1. vymezení hodnotových bází jakožto východiska pro celkové pojetí znaleckého posudku,
2. úroveň provázanosti jednotlivých částí znaleckého posudku a jejich odůvodněnost,
3. hlavní funkce strategické analýzy,
4. odpovídající pojetí finanční analýzy,
5. konstrukce finančního plánu pro ocenění.

Samozřejmě nelze opominout, že kvalita posudku má minimálně dvě stránky. Jednou stránkou je použitý postup (metodika), druhou stránkou je umění znalce, jeho zkušenost, porozumění danému podnikání, cit pro trh. Je patrné, že tento článek se bude věnovat pouze metodické stránce.

Nyní se v souladu s vymezeným cílem budeme věnovat jednotlivým problémovým okruhům a slabším místům znaleckých posudků.

2. Vymezení hodnotové báze

Je zajímavé, že ačkoliv v naší a třeba i slovenské praxi do jisté míry pokročilo vědomí o Mezinárodních oceňovacích standardech, znalci stále nechápou zcela zásadní význam této věci. Dokonce se setkáváme s tím, že zejména technicky a přírodovědecky vzdělaní odhadci a znalci považují vymezení hodnotových bází za spíše slovní cvičení.

Zde se projevuje nepochopení rozdílu mezi přírodními a technickými vědami na jedné straně a společenskými disciplínami na druhé straně. Ne vždy se chápe, že pokud znalec na základě různých výpočtů dospívá k hodnotě určitého statku, není to zdaleka totéž, jako když někdo propočte parametry krakorcového nosníku. Hodnota není objektivní vlastností statku a nelze ji přesně spočítat. Navíc je patrné, že různé věci mohou mít různou hodnotu z hlediska různých subjektů.

Protože je však nutno udělat ve věci určitý pořádek, definují zahraniční standardy různé hodnotové báze, které vlastně vyjadřují jistou typizaci možných pohledů na hodnotu. Hodnotová báze, nebo též kategorie hodnoty, tedy vyjadřuje optiku pohledu na hodnotu konkrétního statku. Pokud nevymezím, jakou hodnotovou bázi budu hledat, a neřeknu tedy, z pohledu koho budu hodnotu hledat, je takové 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).

Máme za to, že uvedené by mělo být dnes jako přístup zcela nesporné. Složitější záležitostí je však odpověď na otázku, jaké hodnotové báze použít. Znalci dlouho tento problém řešili tím, že vždy hledali tržní hodnotu. Této záležitosti byla věnována značná pozornost v rámci výzkumné činnosti Katedry financí a oceňování podniku VŠE Praha. Jedním z podstatných výstupů pak je publikace Tomáše Krabce *Oceňování podniku a standardy hodnoty* (2009). Tomáš Krabec zde vyvrací donedávna velmi rozšířenou představu, že jakýkoli oceňovací výsledek můžeme označit bez problému jako tržní hodnotu, což považujeme za užitečný průlom do českého oceňovacího myšlení. Jeho souhrnný závěr však je, že tržní hodnotu lze možná používat ve Spojených státech, nikoliv však ve střední Evropě. Podle našeho názoru je tento závěr poněkud extrémní. Domníváme se, že tržní hodnotu nelze z řady důvodů úplně vyloučit z oceňování podniku ani v našich podmínkách.

Podrobnějšímu rozebrání hodnotových bází chceme věnovat samostatný článek. Na tomto místě pouze zdůrazníme, že znalci by měli rozlišovat minimálně investiční hodnotu, tržní hodnotu a dále pak férovou hodnotu, případně podle německého vzoru objektivizovanou hodnotu. Použití objektivizované hodnoty se ve své publikaci přiklání i Tomáš Krabec. Pokud se týká férové hodnoty, máme pro oceňování podniku na mysli její vymezení podle IVS.

Podle L. Doležalové (2011) neuvádí hodnotovou bázi cca 20% zkoumaných znaleckých posudků, což lze považovat za významný nedostatek.

Doporučení č. 1:

Znalecký posudek by měl mimo jiné vždy vycházet z formulace hodnotové báze, jinak je do značné míry nepoužitelný. Výběr hodnotové báze by měl být projednán s klientem.

3. Úroveň provázanosti jednotlivých částí znaleckého posudku a jejich odůvodněnost

V tomto bodě chceme připomenout, že znalecký posudek by neměl vznikat na bázi libovolného vršení různých kapitol, k nimž je pak přilepeno to, co je považováno za podstatné, a tím jsou propočty výnosové hodnoty, případně hodnoty majtkové, na nich je pak postaveno výsledné ocenění. Někdy se nelze ubránit dojmu, že pokud klient zaplatí za ocenění podniku částky, které nejsou právě malé, je pak žádoucí poskytnout mu jako protihodnotu pokud možno tlustý spis. Uvedené tvrzení, pokud je napsáno v takto obecné podobě, by bylo možno právem považovat spíše za invektivu vůči znalecké obci. Podívejme se však na konstrukci některých posudků poněkud podrobněji.

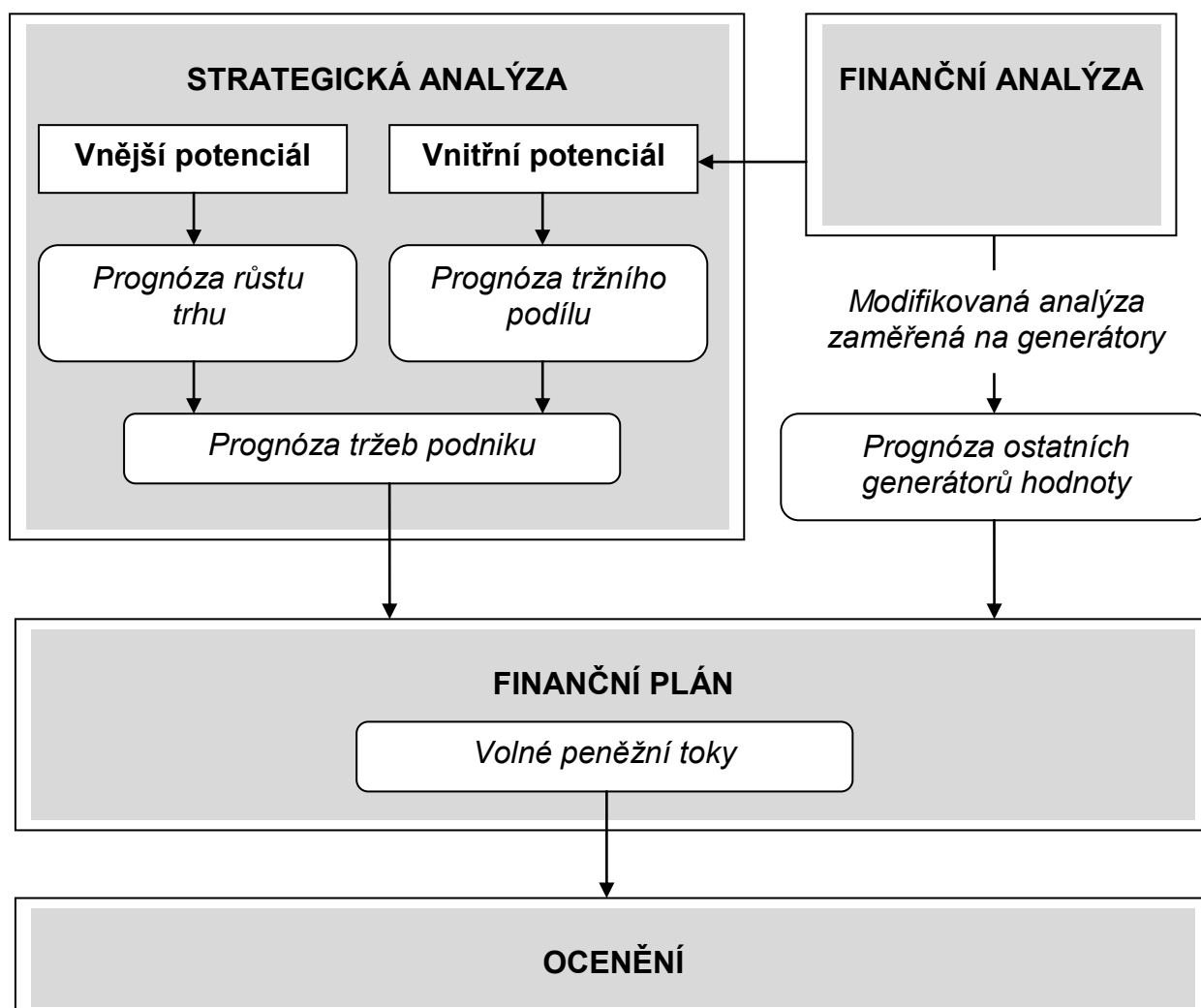
Podle našeho názoru je správné, že alespoň ty lepší posudky zpravidla obsahují finanční analýzu, často tam najdeme strategickou analýzu, následně pak finanční plán a vlastní ocenění. Bližší pohled na strategickou analýzu však mnohdy ukáže, že obsahuje především soubor národohospodářských dat, případně dat o stavu předních světových ekonomik. Již méně se tam pak dočteme něco o vlastní oblasti, ve které oceňovaný podnik podniká, o jeho konkurentech, o vyhlídkách relevantního trhu apod.

V posudku je obsažena i finanční analýza, která je však často redukována na tabulku hlavních poměrových ukazatelů. Méně se tam dočteme o účetní politice podniků, ne vždy jsou rozebírány hlavní výkazy.

Těmto jednotlivým oblastem se budeme věnovat v následujícím textu. V tomto bodě nám jde o souhrnný pohled na věc. V našem pojetí to znamená, že znalecký posudek by neměl být málo uceleným souborem informací. Měl by být spíše pojímán jako stavba, která má své základy, svá patra, a vrcholí vlastním oceněním. To znamená, že **každá část by měla mít jednoznačnou funkci ve vztahu k závěrečnému ocenění**. Měla by poskytovat informační výstup, který použijeme v následujících fázích zpracování znaleckého posudku. Naším studentům vždy říkáme, že pokud je možno z posudku nějakou kapitolu vypustit, aniž by samotné ocenění ztratilo na srozumitelnosti, tak pak je takováto kapitola pravděpodobně téměř zbytečná.

Náš pohled na strukturu znaleckého posudku a smysl jednotlivých částí můžeme například znázornit obrázkem č. 1.

Obr. 1: Funkce jednotlivých částí znaleckého posudku na příkladu metody DCF



Součástí toho, aby jednotlivé části byly průkazné, důvodné a odůvodněné, aby mohly skutečně plnit svou funkci, je i jasné **uvádění pramenů**. Podle již zmíněné práce Doležalové je tato podmínka splněna v případě účetních dat, ale nebývá splněna v dalších případech. L. Doležalová k tomu ve své práci uvádí:

"Co se týče uvádění odborné literatury jako zdroje informací k průběhu ocenění, tak 47 % posudků obsahuje seznam literatury a 53 % nikoliv. Tedy více jak polovina posudků neuvádí, z jakých odborných pramenů čerpá a jakou metodikou se řídí. Při zpracování ocenění by se ovšem znalec měl řídit aktuální odbornou literaturou, popřípadě některými ze standardů jako je česká metodika ZNAL, mezinárodní IVS, evropské EVS či německý IDW S1".

Důležitou skupinou pramenů se v poslední době stávají stále více internetové zdroje. K této oblasti se v diplomové práci uvádí: "Nejvíce zaostává zveřejňování veřejně dostupných

internetových zdrojů. Jen 27 % zpracovatelů posudků důsledně zveřejňuje a odkazuje na konkrétní URL adresy". Ostatní buď nevádějí premeny vůbec, nebo s odkazem jen na příslušné instituce (třeba ČSU), což nelze považovat za dostatečné.

Doporučení č. 2:

Každá část posudku by měla mít konkrétní výstup, na kterém pak staví vlastní ocenění, které by mělo být syntézou jednotlivých částí.

4. Hlavní funkce strategické analýzy

Prosazení strategické analýzy jakožto nezbytné součásti znaleckých posudků pro ocenění podniku jsme věnovali v posledních patnácti letech značné úsilí, a proto nás těší, že se ve velké části lepších posudků skutečně objevuje. Méně potěšitelné však je, že strategická analýza nemá ve smyslu shora zmíněného požadavku v rámci posudku zcela jasnou funkci. Je často pojímána jako výčet nejrůznějších a mnohdy i málo uspořádaných národohospodářských dat a v lepším případě je doplněna určitým rozbořem příslušného odvětví. Predikce zde obvykle nejsou uvedeny žádné.

Takto sepsaná strategická analýza je však v lepším případě pouhým informačním úvodem a lze se obávat, že zejména její národohospodářskou částí se nikdo moc nezabývá a pravděpodobně ji ani nečte. Propojenost s vlastním oceněním v závěru posudku je pak zcela minimální a při čtení takovýchto strategických analýz se nelze ubránit pocitu, že celé úsilí při jejich sepsání končí jako slepá kolej, protože neobsahují žádné jasné výstupy pro další postup ocenění.

Již dlouho se snažíme přesvědčit znaleckou veřejnost, že i strategická analýza by měla mít v rámci ocenění jasnou funkci a poskytovat důležité výstupy. S odvoláním na naše publikace (např. Mařík, M. a kol.: Metody oceňování podniku, 2011) lze říci, že strategická analýza by se měla stručně a přehledně zabývat trhem, na kterém je podnik činný, a postavením oceňovaného podniku na tomto trhu. Je přeci zřejmé, že když budeme oceňovat například Škodu Auto Mladá Boleslav, tak je pro nás důležité, jak se vyvíjí trh osobních automobilů, jaké jsou zde perspektivy a jaké je postavení Škody Auto na tomto trhu.

Jak správně říká Jaroslav Šantrůček v komentáři ke své publikaci Pohledávky, jejich cese a hodnota (2005): „Když jsem sestavoval příslušný model pro oceňování pohledávek,

snažil jsem se uvažovat tak, jak uvažuje skutečný účastník trhu s pohledávkami a brát v úvahu ty faktory, které mají pro případného kupce největší význam“. Pokud tedy hledáme tržní nebo objektivizovanou hodnotu podniku, musíme se snažit vymezit i faktory, které mají pro případného kupce rozhodující význam.

Podle našeho názoru by funkcí strategické analýzy mělo být **hledání odpovědi na tyto základní otázky**:

1. Jak atraktivní a perspektivní je trh, na kterém podnik vyvíjí svou činnost.
2. Jak je podnik úspěšný ve svém boji o životní prostor na tomto trhu, jak se tedy vyvíjí jeho tržní podíl.
3. Jaký je pravděpodobný dlouhodobý vývoj tržeb podniku.
4. Přispět k odpovědi na otázku, jak je podnik perspektivní a jakými metodami jej tedy máme ocenit.

Je nutno zdůraznit, že máme zásadní výhrady k pojetí znaleckého posudku, kde se desítky stránek mluví tak říkajíc „okolo“ a pak se přejde k Excelovským tabulkám a začnou se bez přílišného zdůvodňování chrlit čísla do finančního plánu, případně se rovnou sestaví Excelovská tabulka jako model ocenění metodou DCF, kde se najednou objeví rozhodující čísla a z nich vyvozené výnosové ocenění.

Připomeňme, že znalecký posudek by měl být ve většině případů (tržní hodnota, objektivizovaná hodnota) **simulací uvažování jakéhosi průměrného kupujícího**. Jde o simulaci uvažování o budoucnosti, v případě podniků a do značné míry i významných nemovitostí o dlouhodobé budoucnosti. Čtenáře takového posudku je třeba přesvědčit, že tak, jak uvažuje znalec, by jakýsi typizovaný kupec (investor) pravděpodobně skutečně uvažoval. Kvalita posudku je pak dána právě schopností přesvědčit, že pohled znalce se jeví jako rozumný a přijatelný, což lze těžko dosáhnout jinak než volbou vhodných argumentů.

Vývoj budoucích tržeb je, a o tom snad není sporu, výchozím faktorem (generátorem) hodnoty. Je tedy třeba tomuto generátoru hodnoty věnovat přiměřenou pozornost a v lepším případě jej opřít i o dostupné analýzy příslušného trhu zpracované specializovanými agenturami, případně zpracované v existujících databázích, jako je např. Datamonitor. Strategická analýza je pak v tomto pojetí především **souborem argumentů zdůvodňujícím použitou prognózu trhu a tržeb podniku**. Bez tohoto výstupu má strategická analýza jen velmi omezený význam.

Dále poznamenejme, že nepovažujeme za zcela vhodné primárně vycházet z analýzy příslušného odvětví. Tento přístup má samozřejmě jednu hlavní výhodu, že data o odvětví lze zpravidla bez problémů získat z dostupných statistických materiálů. Jenomže data o odvětví jsou pohledem na trh pouze z hlediska nabídky, a to dokonce nabídky tuzemské. Jádrem strategické analýzy by však měla být analýza relevantního trhu, u některých firem i více relevantních trhů. V relativně uzavřené ekonomice jistě postačí vycházet z odvětví, a tedy z nabídky. V otevřené ekonomice může být takovýto pohled velmi zkreslující. Rozhodující pro pohled na trh je v tržní ekonomice velikost a vývoj poptávky a **poptávka je dána tuzemskou produkcí sníženou o export a zvýšenou o import**. Import pak hraje u velké části komodit rozhodující roli ve vývoji trhu, a tedy ve vývoji koláče, o který se podniky mohou dělit. Pokud se omezíme například u textilního průmyslu pouze na vývoj tohoto odvětví v ČR, nezískáme zdaleka úplný obrázek o situaci.

Co však téměř vždy postrádáme ve znaleckých posudcích, je **analýza konkurenční pozice oceňovaného podniku**. Je přeci zřejmé, že hodnota podniku je dána snad ze všeho nejvíc jeho postavením v konkurenci, poměru jeho síly ve vztahu k hlavním konkurentům. Podniky, které mají převahu nad konkurenty, splňují předpoklad k tomu, aby vytvářely novou hodnotu. Je proto s podivem, že většina znaleckých posudků se touto záležitostí téměř vůbec nezabývá. Je přece nutné klást si otázku, jaký je tržní podíl příslušné firmy a jaké tendence v jeho vývoji lze pozorovat.

Úkolem strategické analýzy není však jen připravit a zdůvodnit prognózu tržeb pro řádově pětileté období plánu, ale i odhad dlouhodobého vývoje tržeb a podle našeho názoru i trhu pro potřeby kalkulace pokračující hodnoty. Nepokládáme za příliš logické, když znalec ve spolupráci s vedením podniku a v návaznosti na minulý vývoj nějak odhadne projekci tržeb pro pětileté období plánu a odhad pro rozhodující část ocenění, tedy pro pokračující hodnotu postaví pouze na jednoduché úvaze, že by mohl odpovídat vývoji inflace, nebo se od této inflace mírně odlišovat. Samozřejmě úvahy o dlouhodobém vývoji stojí vždy více méně „na vodě“. To však neznamená, že znalec může tuto část ocenění jednoduše odbýt a odpovídající analýzu omezit na jednu až dvě věty. Ještě poznamenejme, že na rozdíl od řady jiných autorů se domníváme, že dlouhodobě lze snáze projektovat tržby než výsledek hospodaření či peněžní toky, a že **nejvhodnější je projektovat dlouhodobý vývoj trhu a předpokládat, že tržní podíl podniku ve druhé či třetí fázi se již nebude měnit**.

Nyní se zastavme u zjištění, která na základě analýzy znaleckých posudků sestavila L. Doležalová (2011, str. 54 - 61) - případy, kde byla hledána tržní hodnota:

- 27% posudků strategickou analýzu vůbec neobsahovalo,
- vymezení relevantního trhu bylo uvedeno jen asi v 50 % případů,
- projekce trhu zřejmě většinou chyběla (pozn. MM),
- tržní podíl byl zkoumán ve 20 % případů, konkurenti byli vymezení ve 40 % případů,
- konkurenční síle - což je jeden z klíčových faktorů ocenění - se věnovalo jen 10% znalců (!),
- vnitřním potenciálem se zabývalo ale cca 2/3 posudků,
- vyjádření k perspektivnosti podniku obsahovalo asi 15% posudků,
- dlouhodobé tempo růstu bylo odhadnuto na základě inflace v 37 % případů, což není příliš dobré, a na základě analýzy v 25 % případů.

Doporučení č. 3:

Hlavní funkcí strategické analýzy je poskytnout pro finanční plán projekci tržeb, která by byla dostatečně podložena argumenty a založena na analýze trhu a schopnosti podniku se na tomto trhu udržet.

5. Odpovídající pojetí finanční analýzy

Finanční analýza je speciálně obor, který zpravidla nečiní ekonomům, ale ani technikům přeškoleným na ekonomy, větší potíže, i když běžně provedené finanční analýzy nejsou příliš důkladné a vyznačují se tedy určitou povrchností. Prvním nedostatkem, který zde spatřujeme, je skutečnost, že finanční analýza se pouze omezuje na tabulku základních poměrových ukazatelů bez jakéhokoli dalšího hodnocení. Opět zde dochází k situaci, kterou jsme v jiné souvislosti zmínili na začátku článku. Jde o mylnou představu, že v ekonomii, podobně jako je tomu v technických disciplínách, často vystačíme více méně pouze s čísly. Již z běžné zkušenosti je však patrné, že tomu tak není. Statistický úřad a další instituce často předkládají podobná čísla, ale přesto se v politických diskusích ukazuje, že to, co jedni hodnotí jako výrazné úspěchy, druzí z podobné číselné základny vyvozují závěr, že situace není dobrá. Potíž je zřejmě v tom, že vždy je něco relativně větší a něco horší a jde zase o

úhel pohledu a o to, na co který subjekt klade důraz. Proto hájíme jednoznačně názor, že **jakákoli čísla a propočty musí být doplněny příslušným komentářem.**

Dalším bolavým místem části finančních analýz je absence **srovnání s podobnými podniky, s odvětvím a především s konkurenty.** Nestačí tedy analyzovat časové řady hospodářských veličin daného podniku, ale především je třeba srovnávat. Při srovnání je třeba opět dbát toho, že nestačí přibližovat se průměru, ale že pro dlouhodobé přežití je třeba se vyrovnat s předními firmami, především pak s hlavními konkurenty.

V tomto bodě se však opět dostáváme k zásadě provázanosti jednotlivých článků posudku, kdy alespoň podle našeho názoru, musí mít každá část svou jasnou a těžko postradatelnou funkci ve vztahu k celku. Nestačí tedy pohlížet na finanční analýzu jako na nástroj, který má vícere použití, ale je třeba si uvědomit, jakou funkci má finanční analýza v rámci ocenění, a klást důraz na její naplnění. Jsme toho názoru, že finanční analýza spolu se strategickou analýzou a finančním plánem by měla napomoci zodpovědět primárně otázku každého ocenění, a tou je otázka, **jakou perspektivu má daný podnik.** Perspektiva podniku je odvozována ze schopnosti prosadit se na trhu (zde hledáme oporu ve strategické analýze) a zachovat přitom finanční rovnováhu při dosahování alespoň přiměřené výnosnosti. Finanční plán nám pak pomůže odpovědět na otázku, jaké výsledky lze odhadovat v budoucím období. Na začátku finanční analýzy by proto měla být vyslovena otázka, zda na základě vývoje minulého období zkoumaného k datu ocenění lze považovat dlouhodobější perspektivu podniku z finančního hlediska za ohroženou, či nikoliv.

Pro nejbližší období předpokládáme, že bude propracována hlubší vazba mezi běžně pojímanou finanční analýzou a analýzou generátorů hodnoty.

Na závěr této pasáže ještě připomeňme, že zatímco ukazatele hospodaření podniku zkoumáme na základě porovnání v čase a prostoru, přičemž při zkoumání v prostoru srovnáváme s mediánem podobných podniků, či lépe s kvantilem nejlepších podniků, je třeba při analýze rentability klást důraz i na relaci mezi rentabilitou a náklady kapitálu. Tato relace, jak známo vyjadřuje i schopnost podniku tvořit hodnotu. Schopnost tvořit hodnotu není jen akademická záležitost, ale znamená, že podnik by měl vyrovnávat své závazky nejen vůči svým běžným dodavatelům, ale i vůči poskytovatelům kapitálu. Poněkud spornou otázkou zůstává, jak v jednotlivých případech hodnotit podniky, které zdaleka nevydělávají náklady kapitálu.

Nyní se podívejme, jak vyhlíží naše praxe finanční analýzy ve světle analýzy L. Doležalové:

- analýzu výkazů obsahovalo cca 50% posudků s tím, že výkazu peněžních toků, tedy skoro nejdůležitějšímu výkazu, se věnovalo jen 17% posudků,
- analýza poměrových ukazatelů byla obsažena asi ve 1/3 posudků,
- téměř vždy chyběl syntetický pohled na analýzu finančního zdraví,
- 58% posudků nemá konečný závěr k finanční analýze ve smyslu schopnosti podniku dlouhodobě pokračovat, nebo jej má, ale jen málo podložený.

Doporučení č. 4:

Je třeba klást důraz na jednu ze základních funkcí finanční analýzy v rámci ocenění, čímž rozumíme schopnost přispět k hledání odpovědi na otázku, zda je perspektiva podniku k datu ocenění nějakým způsobem ohrožena.

6. Konstrukce finančního plánu pro ocenění

První otázkou, ke které bychom chtěli zaujmout stanovisko, je otázka, kdo má být autorem finančního plánu. Řada znaleckých ústavů se domnívá, že postačí, když převezmou finanční plán od podniku a případně ho poněkud upraví, zpravidla směrem dolů. Tento postup má samozřejmě svoje výhody:

- a) Velmi usnadní znalci rozsah nutné práce, protože jádro ocenění, kterým je především finanční plán, dostanou k dispozici hotový, takže vlastně postačí předeslat nějakou omáčku a odhadnout diskontní míru, což při běžných postupech nedá znalci až zase tolik práce.
- b) Znalec může počítat s tím, že plán je kryt vedením podniku a že on sám se zbaví odpovědnosti poukazem na skutečnost, že znalec sám plán nezpracovával, tedy za něj až tak moc neodpovídá.

Tato praxe je dále zdůvodňována poukazem na skutečnost, že zejména větší podniky disponují odborníky, kteří jsou kvalifikovanější pro sestavení plánu než běžný znalec. Nelze popřít, že tyto argumenty mají určitou míru relevance. Přesto však **zmíněnou praxi nepovažujeme za správnou, a to z následujících důvodů:**

- a) Za finanční plán v posudku odpovídá znalec a nikoli vedení podniku. Samozřejmě to neplatí pro hledání investiční hodnoty, případně hraničních hodnot. Tam je oceňující pouze poradcem a měl by respektovat zájmy příslušného vlastníka či kupce. V ostatních případech znalec samozřejmě může podnikový plán převzít, ale musí si ho důkladně prověřit, a to na základě strategické analýzy a analýzy generátorů hodnoty. Jinak řečeno, znalec by měl provést nezávislé analýzy, které by u rozhodujících veličin podnikového plánu (generátorů hodnoty) byly v zásadě v souladu s finančním plánem převzatým od podniku. Převzetí plánu je samozřejmě podmíněno tím, že podnik vůbec nějaký dlouhodobější finanční plán má, což není zdaleka pravidlem.
- b) Pokud znalec převezme plán od podniku, vystavuje se často vysokému riziku, že bude skrytě vedením podniku manipulován k výsledkům, které toto vedení považuje za žádoucí. Minimálně se vystavuje riziku, že z neobjektivnosti může být nařčen jednou stranou při soudním sporu. Je třeba připomenout, že například při hledání tržní hodnoty by měl znalec simulovat postoje nezávislého kupce, který, pokud jedná racionálně, sotva koupí podnik za cenu, která by vyplynula z podnikového finančního plánu bez toho, aby si relevanci tohoto plánu důkladně prověřil.
- c) Informační převaha podnikového vedení je nesporná při hodnocení minulosti, při hodnocení současného stavu a při tvorbě plánu na nejbližší období. Platí však, že i zavedené firmy nezpracovávají plány na více než cca tři roky. Zastáváme názor, že ve většině případů u perspektivnějších podniků by finanční plán měl být sestavován na pět a více let (zde se shodujeme s americkými autory). Pokud však použijeme pouze podnikové plány, musela by první fáze mít jen tři roky a zbytek výnosové hodnoty, tedy pokračující hodnota, by pak tvořil zdaleka nejdůležitější část ocenění, což si myslíme, že je sotva přijatelné. Navíc jsme již výše zdůraznili, že navazující součástí finančního plánování je pokračující hodnota, to znamená odhad dlouhodobé perspektivy, a tam se informační náskok vedení podniku v podstatě smazává. Je také třeba vzít v úvahu, že schopnosti vedení podniku odhadovat jeho vývoj do budoucnosti, zejména do vzdálenější budoucnosti, zdaleka nemusí být vždy oceňovány mimořádně vysoko.

Na základě výzkumu Lucie Doležalové lze uvést, že v rámci jejího souboru znaleckých posudků při hledání tržní hodnoty 13% znalců sestavilo vlastní plán, 37% převzalo plán s úpravami a rovněž 37% převzalo plán dokonce bez úprav, přičemž

zdůrazňujeme, že hledali tržní hodnotu. Zřejmě však v důsledku svého postupu určili pouze investiční hodnotu. V 13 % případů nabyl finanční plán použit.

Podobně jako u finanční analýzy, i u finančního plánu je třeba si uvědomit, že finanční plán pro ocenění nemusí být zdaleka totéž, co běžný finanční plán podniku. Zastáváme tedy názor, že **finanční plán pro ocenění má svá výrazná specifika:**

- a) Finanční plán pro ocenění má mnohem **větší časový záběr**. Jak již bylo řečeno, u podnikových plánů lze předpokládat, že zpravidla nebudou na delší dobu než tři roky. U finančních plánů pro ocenění je třeba počítat s obdobím pěti až sedmi let. Pokud budou oceňovány důlní podniky, je často nejlepší protáhnout finanční plán až do vyčerpání příslušných ložisek. Za navazující součást finančního plánu je třeba považovat i projekce vybraných generátorů hodnoty, které pak tvoří základ pokračující hodnoty (hodnoty druhé fáze).
- b) Praxe ukazuje, že byl ve většině případů přijat koncept odděleného oceňování provozně potřebného a nepotřebného majetku. Považujeme za zcela logické, že by tato skutečnost neměla být v posudku pouze zmíněna, ale že by se měla promítnout i do finančního plánu. Prakticky to znamená, že hlavní finanční výkazy uvedené v plánu by měly být oproti běžné praxi zpracovány **zvlášť za provozní a zvlášť za neprovozní majetek**. Tyto dvě části by měly být spojeny do komplexního plánu, ale tak, aby byly zobrazeny odděleně.
- c) Vzhledem k dlouhodobému charakteru finančního plánu pro ocenění se znalec do značné míry dostává do situace, že pouze dlouhodobě odhaduje nejistou budoucnost. Považujeme proto za logické, aby finanční plán pro ocenění byl **méně podrobný** a oceňovatel se soustředil jen na základní kostru finančního plánu, tzn. na položky, které rozhodujícím způsobem ovlivňují hodnotu podniku. Uvedené neznamena nic jiného, než že kostrou finančního plánu by měla být **analýza a projekce generátorů hodnoty**. Připomínáme, že prvním z těchto generátorů je právě projekce růstu tržeb, jejichž základem je strategická analýza. Generátory hodnoty jsou popsány jednak v zahraniční literatuře, jednak v naší základní publikaci *Metody oceňování podniku* (Mařík, 2011).
- d) První **funkcí finančního plánu** pro ocenění je dovršit **posouzení perspektivnosti podniku**, které nejdříve vychází ze strategické a finanční analýzy. Základní kvantitativní funkcí finančního plánu při ocenění je potom **poskytnout rozhodující**

vstup pro vlastní ocenění, a tím je při použití metody DCF projekce volných peněžních toků, při použití metody EVA pak projekce ekonomické přidané hodnoty. Finanční plán tedy sestavujeme proto, abychom měli finanční plán, ale proto, abychom zjistili, zda je podnik schopen v budoucnosti udržet finanční rovnováhu a posoudit, jakou výši volných peněžních toků, či jinak vyjádřených finančních přebytků je schopen vytvořit. Nepovažujeme proto za logické, když se v běžných posudcích objeví finanční plán v podobě v ČR běžných finančních výkazů, kde se nerozlišují peněžní toky a výsledky hospodaření z provozního a neprovozního majetku, a až v rámci vlastního ocenění se náhle objeví tabulka s plánem volných peněžních toků. Sotva lze popírat, že plán volných peněžních toků by měl být v souladu s čísly finančního plánu. Je však zřejmé, že pokud použijeme běžnou praxi odděleného vykazování, není pro běžného čtenáře snadné, aby si sám překontroloval, zda volné peněžní toky jsou v souladu s běžným výkazem peněžních toků. Nejdůležitější však je, jak již bylo řečeno, skutečnost, že finanční plán v rámci ocenění by měl obsahovat především ten produkt, který nejvíce potřebujeme, a to jsou v rámci metody DCF volné peněžní toky.

- e) V souladu s požadavkem vykazovat odděleně plánované volné peněžní toky a výsledky hospodaření za provozní a neprovozní majetek, jsme **navrhli možnou úpravu plánovaných finančních výkazů** v publikaci Metody oceňování podniku (Mařík, 2011, str. 157-161).
- f) V souladu s uvedenými specifiky je pak i požadavek, aby finanční plán pro ocenění byl zpracován v **agregovanější podobě**, než je tomu u běžných podnikových finančních plánů.
- g) Finanční plán pro ocenění by měl obsahovat i **stručnou finanční analýzu plánu**, aby byla otestována jeho vyváženost a přijatelnost.

Doporučení č. 5:

Finanční plán pro ocenění má oproti běžnému finančnímu plánu svá výrazná specifika. Mimo jiné by měl integrálně obsahovat i projekci finančních přebytků, například volných peněžních toků, finanční výkazy by měly být rozděleny podle vazby na provozní a neprovozní majetek a kostru finančního plánu by měla tvořit projekce hlavních generátorů hodnoty. Za finanční plán ve znaleckém posudku odpovídá znalec a nikoli vedení podniku.

7. Závěr

Zkušenosti ukazují, že i přes značný pokrok v kvalitě české odhadcovské a znalecké činnosti se v praxi stále vyskytuje poměrně vysoký podíl znaleckých posudků, které vykazují některé výrazné slabiny. Proto je třeba na tyto opakující se problémy znovu upozorňovat. V tomto článku jsme se snažili obrátit pozornost znalců zejména k těmto skutečnostem, které se týkaly celkového uspořádání znaleckých posudků:

- a) V každém znaleckém posudku by měla být jasně vymezena báze hodnoty, která bude hledána, a další postup by pak měl odpovídat zvolené hodnotové bázi.
- b) Jednotlivé části znaleckého posudku by měly být mezi sebou provázané, každá část by měla mít svoji funkci a svůj výstup, který bude dále vcházet do výsledného ocenění.
- c) Hlavním výstupem strategické analýzy by měla být argumenty dobře podložená prognóza tržeb podniku, zdůvodněná jednak vývojem relevantního trhu, jednak konkurenčním postavením podniku na tomto trhu.
- d) Hlavním výstupem finanční analýzy by měl být výrok, zda není z finančního hlediska ohrožena dlouhodobá existence podniku.
- e) Hlavním výstupem finančního plánu by měla být budoucí řada přebytků generovaných podnikem, a to v závislosti na zvolené výnosové metodě ocenění (tedy volných peněžních toků, ekonomických přidaných hodnot, čistých výnosů). Proto by takováto veličina měla být pokud možno vykázána již přímo jako integrální součást plánovaných finančních výkazů. Z tohoto důvodu je vhodné sestavovat plánované výkazy členěné na hlavní provoz a ostatní části. S výjimkou investiční hodnoty není správné, aby znalec automaticky přebíral plán od vedení oceňovaného podniku, ale měl by jej sestavovat nebo alespoň důkladně prověřovat sám, a to na základě analýzy a prognózy generátorů hodnoty.

Ve druhé části našeho článku, který by měl být uveřejněn v následujícím čísle časopisu Odhadce, se budeme zabývat navazujícími problémy, které se vyskytují v českých znaleckých posudcích:

- reziduální (pokračující) hodnotou,
- diskontní mírou,
- vlastním oceněním a vyvozením výsledné hodnoty.

Použitá literatura

1. Doležalová, L. (2011): Nedostatky ve znaleckých posudcích s doporučením na jejich odstranění. Diplomová práce, Katedra financí a oceňování podniku, VŠE Praha 2011
2. Krabec, T. (2009) Oceňování podniku a standardy hodnoty. Praha, Grada 2009
3. Mařík, M. a kol. (2011): Metody oceňování podniku. 3. upravené vydání, Praha, Ekopress 2011
4. Pratt, S. P. – Reilly, R. F. – Schweihs, R. P. (2000): Valuing a Business. New York, McGraw-Hill 2000
5. Šantrůček, J. (2005): Pohledávky, jejich cese a hodnota. 2. vydání, Praha, Vysoká škola ekonomická - Institut oceňování majetku 2005

Weaker points in valuations of Czech enterprises

ABSTRACT

The article includes an analysis of weak points that frequently occur in Czech expert opinions for business valuation. It is patterned on theoretically defined requirements for valuations of firms and on the analysis of a sample of valuation reports elaborated on the University of Economics, Prague. The article results in recommendations related to interconnection of parts of an expert opinion and specific function of each part of an expert opinion.

Key words: value, business valuation, DCF method, expert opinion.