



**Informace ČNB k oceňování účastnických
cenných papírů pro účely povinných
nabídek převzetí, veřejných návrhů
smlouvy a vytěsnění**

(OCE)

Verze 1.0

Pořadové číslo	Datum	Číslo verze	Popis	Provedl
1.	16.8.2010	1.0.	Uveřejnění informace.	Odbor cenných papírů a regulovaných trhů

Obsah:

1. Úvod
2. Působnost dokumentu
3. Vymezení základních pojmů
 - 3.1. Přiměřenost protiplnění
 - 3.2. Hodnota účastnických cenných papírů
 - 3.3. Hodnota vs. cena účastnických cenných papírů
 - 3.4. Průměrná cena
 - 3.5. Datum ocenění
4. Zásady aplikované při zpracování ocenění
 - 4.1. Komplexnost
 - 4.2. Úplnost
 - 4.3. Vnitřní konzistence (vzájemná slučitelnost)
 - 4.4. Nezávislost, nestrannost
 - 4.5. Opakovatelnost
 - 4.6. Důvodnost
 - 4.7. Odůvodněnost
 - 4.8. Transparence
5. Obsahové náležitosti ocenění
 - 5.1. Základní informace
 - 5.2. Analýza podnikatelské činnosti
 - 5.3. Finanční analýza
 - 5.4. Finanční plán
 - 5.5. Ocenění
 - 5.6. Závěr
6. Literatura

1. Úvod

Česká národní banka (ČNB) v souladu se zákonem č. 6/1993 Sb., o České národní bance, v platném znění, a zákonem č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu, v platném znění, vykonává dohled nad kapitálovým trhem. V rámci této pravomoci interpretuje a aplikuje právní předpisy regulující oblast kapitálového trhu.

Česká národní banka vypracovala tento dokument s cílem veřejně deklarovat kritéria, pomocí kterých posuzuje v případech stanovených zákonem (§ 43 odst. 4 a 5 a § 44 zákona č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí a o změně některých dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů (zákon o nabídkách převzetí), § 183a odst. 5 a § 183n odst. 1 zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „obchodní zákoník“)), zda byla řádně zdůvodněna přiměřenost protiplnění. Účelem dokumentu je poskytnout dotčeným osobám možnost seznámit se s rámcovými požadavky kladenými ČNB na předkládaná zdůvodnění a zajistit tak rychlý a hladký průběh schvalovacích řízení.

Dokument nepředstavuje a ani nemůže představovat „příručku“ podrobně popisující postup při ocenění společnosti a jejích účastnických cenných papírů. V souladu s mezinárodní praxí a na jejím základě pouze shrnuje rámcové požadavky, jejichž dodržování je zárukou věrohodnosti a přesvědčivosti zpracovaného ocenění, jež má sloužit jako doklad o přiměřenosti protiplnění.

V letech 2001 až 2008 představovaly tzv. povinné nabídky převzetí jednu ze stěžejních oblastí oceňování podniků pro účely doložení přiměřenosti protiplnění za účastnické cenné papíry. Změna nastala dne 1. dubna 2008 s účinností zákona o nabídkách převzetí, který v souladu se směrnicí Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004 o nabídkách převzetí (směrnice o nabídkách převzetí) zavedl tzv. pravidlo nejvyšší zaplacené ceny. Pro stanovení výše protiplnění v povinné nabídce převzetí je od 1. dubna 2008 rozhodující v první řadě nejvyšší cena, kterou za účastnické cenné papíry cílové společnosti zaplatil její návrhověl.

I nadále však může v rámci povinné nabídky převzetí vzniknout potřeba zpracovat ocenění, a to jednak v souvislosti se stanovením výše prémie ceny (§ 43 odst. 4 a 5 zákona o nabídkách převzetí), jednak v případech podle § 44 zákona o nabídkách převzetí, kdy bude zpracované ocenění sloužit jako podklad pro případnou úpravu ceny prémie nebo průměrné. Podle zákona o nabídkách převzetí je ČNB oprávněna ve stanovených případech změnit výši protiplnění navrženou návrhovělem povinné nabídky převzetí tak, aby byla přiměřená. Přitom musí zohlednit mimo jiné hodnotu účastnických cenných papírů, na něž se nabídka převzetí vztahuje, a je oprávněna požadovat vypracování znaleckého posudku dokládajícího přiměřenost navržené výše protiplnění.

ČNB je dále obchodním zákoníkem svěřena pravomoc posuzovat řádné zdůvodnění přiměřenosti protiplnění ve dvou případech. Jednak posuzuje (§ 183a odst. 5 a 6 obchodního zákoníku), zda návrhověl povinného veřejného návrhu smlouvy, jehož předmětem jsou účastnické cenné papíry přijaté k obchodování na regulovaném trhu, řádně odůvodnil (doložil) přiměřenost protiplnění. Dále posuzuje (§ 183n odst. 1 obchodního zákoníku), zda hlavní akcionář společnosti, jejíž účastnické cenné papíry jsou přijaté k obchodování na regulovaném trhu, řádně zdůvodnil navrženou výši protiplnění při uplatnění práva výkupu účastnických cenných papírů (tzv. „vytěsnění“).

Obchodní zákoník v případě veřejného návrhu i vytěsnění stanoví požadavek, aby výše protiplnění byla přiměřená. Zákon v těchto případech předpokládá dvojí způsob doložení přiměřenosti výše protiplnění za vykupované účastnické cenné papíry, a to v závislosti na tom, zda předmětem výkupu jsou účastnické cenné papíry přijaté k obchodování na regulovaném trhu (kótované) nebo nikoliv. V případě výkupu nekótovaných účastnických cenných papírů je navrhovatel/hlavní akcionář povinen doložit přiměřenost protiplnění znaleckým posudkem, avšak nemá povinnost předkládat jej České národní bance. Naopak při výkupu kótovaných účastnických cenných papírů musí navrhovatel/hlavní akcionář předložit zdůvodnění výše protiplnění České národní bance, nemusí však nechat zpracovat znalecký posudek.

Účel znaleckého posudku, resp. zdůvodnění výše protiplnění, je nicméně stejný – ekonomicky racionálně a transparentně odůvodnit přiměřenost navrhované výše protiplnění a tím zajistit, aby výše protiplnění byla stanovena přesvědčivě a způsobem, který je vnitřně konzistentní a umožňuje zpětnou kontrolu (přezkoumatelnost).

Rozdíl v doložení přiměřenosti protiplnění za kótované a nekótované účastnické cenné papíry tak u veřejného návrhu smlouvy a vytěsnění nespočívá v rovině věcné (materiální), ale liší se (přesněji řečeno může se lišit) svou formou – zatímco v případě nekótovaných akcií musí mít formu znaleckého posudku, v případě kótovaných akcií se forma znaleckého posudku nevyžaduje. To samozřejmě nevyklučuje, aby byl použit jako zdůvodnění výše protiplnění znalecký posudek, není to však podmínkou. U kótované společnosti tak existuje možnost využít při zpracování zdůvodnění výše protiplnění služeb např. investiční banky, poradenské společnosti nebo i vlastního útvaru, přestože se nejedná o znalce ve smyslu zákona č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, ve znění pozdějších předpisů. Podstatné je, aby odůvodnění splňovalo svůj účel nastíněný výše.

Požadavek přiměřenosti znamená povinnost přihlídnout ke všem okolnostem, které lze rozumně považovat za významné pro stanovení hodnoty účastnických cenných papírů¹. Vzhledem k možnostem zákonné úpravy je požadavek přiměřenosti obecný a ponechává se tak praxi, jaká kritéria a postupy se v ní rozvinou. Je tedy věcí odborného a nestranného hodnocení, zda lze protiplnění považovat za přiměřené.

Oceňování účastnických cenných papírů pro účely doložení přiměřenosti protiplnění jejich hodnotě se neřídí ustanoveními § 19 a 20 zákona č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „zákon o oceňování majetku“), podle kterých se kótované cenné papíry oceňují kurzem vyhlášeným k datu ocenění. **Pro účely doložení přiměřenosti protiplnění hodnotě účastnických cenných papírů je způsobilý soubor metod ocenění založených na různých principech, pomocí kterých se zpravidla oceňuje společnost jako celek, přičemž hodnota akcie je poté určena jako alikvotní podíl na hodnotě čistého obchodního majetku.**

Obsahem ocenění tak obvykle bude postup stanovení hodnoty oceňované společnosti a tím i jejich účastnických cenných papírů. V případě povinné nabídky převzetí a veřejného návrhu smlouvy by ocenění nemělo být ovlivněno skutečnostmi, v jejichž důsledku vznikla povinnost nabídku převzetí nebo veřejný návrh smlouvy učinit.

Tento dokument není právním předpisem a není v jeho možnostech poskytnout odpovědi na všechny otázky, jež mohou v praxi při oceňování vyvstat. Případné otázky spojené

¹ Viz náleží Ústavního soudu publikovaný ve Sbírce zákonů č. 257/2008.

s oceňováním pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smluv a vytěsnění lze konzultovat s ČNB.

Kontaktními osobami České národní banky z hlediska věcné problematiky oceňování pro zde uvedené účely jsou:

- Ing. Aleš Pavlíček, odbor cenných papírů a regulovaných trhů, tel: 22 441 2485, email: ales.pavlicek@cnb.cz
- Ing. Martina Burková, odbor cenných papírů a regulovaných trhů, tel: 22 441 2509, email: martina.burkova@cnb.cz
- Ing. Tomáš Himl, odbor cenných papírů a regulovaných trhů, tel: 22 441 2532, email: tomas.himl@cnb.cz
- Ing. Libor Mocek, odbor cenných papírů a regulovaných trhů, tel: 22 441 2528, email: libor.mocek@cnb.cz

2. Působnost dokumentu

Tento dokument se týká postupu oceňování pro účely povinné nabídky převzetí, veřejného návrhu smlouvy a vytěsnění podle příslušných ustanovení zákona o nabídkách převzetí a obchodního zákoníku.

Je souhrnem kritérií, podle kterých Česká národní banka posuzuje znalecké posudky a zdůvodnění přiměřenosti protiplnění předkládaná jí v souvislosti s povinnou nabídkou převzetí, veřejným návrhem smlouvy a vytěsněním.

Dodržení níže uvedených zásad pro zpracování ocenění a splnění základních požadavků na obsahové náležitosti by mělo přispět ke zvýšení jeho věrohodnosti jako dokladu o přiměřenosti navrhovaného protiplnění hodnotě účastnických cenných papírů.

3. Vymezení základních pojmů

3.1. Přiměřenost protiplnění

Přiměřenost protiplnění se posuzuje ve vztahu k hodnotě účastnických cenných papírů. Výslovně tak stanoví obchodní zákoník u veřejného návrhu smlouvy v ustanovení § 183a odst. 5 obchodního zákoníku, podle kterého musí být výše protiplnění přiměřená hodnotě účastnických cenných papírů. Také zákon o nabídkách převzetí u povinné nabídky převzetí stanoví v § 44 odst. 2 písm. c), že se při posuzování přiměřenosti protiplnění zohlední mimo jiné hodnota účastnických cenných papírů. V případě vytěsnění hovoří obchodní zákoník jen o přiměřenosti protiplnění, nicméně z logiky věci plyne, že protiplnění musí být přiměřené právě hodnotě účastnických cenných papírů, má-li být poskytnuta náhrada za ztrátu podílu drobného akcionáře na fungující společnosti.

Za přiměřené lze považovat každé protiplnění, které není nižší než hodnota účastnických cenných papírů.

3.2. Hodnota účastnických cenných papírů

Obchodní zákoník i zákon o nabídkách převzetí používají pojem „hodnota“ bez přesnějšího určení, jakou kategorii hodnoty měl zákonodárce na mysli. ČNB tento pojem chápe ve smyslu vymezení *fair value* v Mezinárodních účetních standardech (IAS 39, odst. 9) jako částku, za níž by bylo možné účastnický cenný papír směnít, a to při transakci mezi nezávislými, informovanými a ochotnými stranami.

V případě vytěsnění nebudou podmínky této definice zcela splněny². Přesto podle názoru České národní banky není ani zde důvod na tuto interpretaci pojmu hodnota rezignovat, a to s ohledem na požadavek poskytnutí plné majetkové kompenzace za nuceně vykoupené účastnické cenné papíry. Jak totiž plyne z výše uvedené definice, tato představuje zjednodušeně řečeno optimální situaci, za které by minoritní akcionář mohl zcizit své akcie a je mu tedy umožněno získat za nuceně vykoupené akcie minimálně stejné protiplnění jako v ideálním případě transakce uzavírané mezi nezávislými subjekty jednajícími informovaně, rozumně a bez jakéhokoliv nátlaku.

Co se týče způsobu odhadu hodnoty účastnického cenného papíru³, za primární indikaci považuje ČNB jeho kurz na regulovaném trhu v České republice (bližší viz „Průměrná cena“).

Nevykazuje-li účastnický cenný papír na tomto trhu dostatečnou likviditu, alternativním postupem odhadu jeho hodnoty je využití oceňovacích metod. Mělo by se přitom jednat o takové metody, jež jsou na kapitálovém trhu běžně využívány k oceňování účastnických cenných papírů. Stejný požadavek platí i pro vstupní data těchto metod. Aby bylo možné takovýto odhad označit za řádné zdůvodnění výše protiplnění, musí navíc splňovat určitá kvalitativní kritéria spočívající v respektování všeobecně uznávaných oceňovacích zásad a požadavků na obsahové náležitosti ocenění. Tyto zásady a požadavky jsou uvedeny v kapitolách 4 a 5 tohoto dokumentu a byly stanoveny s přihlédnutím a v souladu s požadavky

² Jde o požadavek ochotného prodávajícího.

³ I tyto rámcové požadavky na postup při odhadu hodnoty účastnického cenného papíru byly formulovány konzistentně s pravidly pro stanovení *fair value* v Mezinárodních účetních standardech.

obsaženými ve všeobecně uznávaných oceňovacích standardech.⁴ Česká národní banka v této souvislosti konstatuje, že jsou-li k odůvodnění výše protiplnění používány metody popsané v odborné literatuře⁵, je žádoucí, aby při jejich aplikaci bylo postupováno v souladu s doporučeními v této literatuře uvedenými (nejedná-li se o specifický případ, kdy je odchýlení se od standardního postupu účelné a odůvodněné).

3.3. Hodnota vs. cena účastnických cenných papírů

Existuje významový rozdíl mezi pojmy „*cena účastnického cenného papíru*“ a „*hodnota účastnického cenného papíru*“. Hodnota účastnického cenného papíru představuje odhad jeho pravděpodobné ceny založený na ocenění skutečného nebo potenciálního prospěchu plynoucího z realizace práv v cenném papíru inkorporovaných.

Cena je výrazem používaným pro požadovanou, skutečně placenou nebo nabízenou částku za zboží či službu, a tedy i za cenný papír, ať je zveřejněna nebo udržována v tajnosti.

Cena se může odlišovat od hodnoty vlivem mimořádných okolností trhu, osobních poměrů či motivace prodávajícího nebo kupujícího nebo vlivem zvláštní oblíbenosti.

3.4. Průměrná cena

Průměrnou cenu vymezuje pro účely povinné nabídky převzetí zákon o nabídkách převzetí jako vážený průměr z cen, za které byly uskutečněny obchody s cennými papíry na regulovaném trhu v době 6 měsíců před vznikem nabídkové povinnosti (§ 43 odst. 3). Zákon o nabídkách převzetí dále upravuje podmínky použití průměrné ceny pro stanovení výše protiplnění v povinné nabídce převzetí.

Jinak je tomu v rámci právní úpravy veřejného návrhu smlouvy a vytěsnění, která kritérium průměrné ceny neobsahuje. To však nevylučuje možnost použít k odhadu hodnoty účastnických cenných papírů i v těchto případech průměrnou cenu stanovenou jako vážený průměr z cen, které byly dosaženy při obchodování s cennými papíry na regulovaném trhu během určitého období. Otázkou je, za jakých podmínek lze průměrnou cenu takto použít.

Nezbytným předpokladem použití průměrné ceny k odhadu hodnoty účastnických cenných papírů je dostatečná likvidita daného titulu. To plyne i z úpravy v zákoně o nabídkách převzetí, podle které lze stanovit cenu v povinné nabídce převzetí odchýlně od výše průměrné ceny, pokud tato byla výrazně ovlivněna mimořádně nízkou likviditou cenného papíru.

Posuzovat likviditu cenného papíru je možné podle různých kritérií. Na úrovni EU vymezuje pojem likvidní akcie čl. 22 (1) prováděcího nařízení ke směrnici MiFID⁶ („Prováděcí nařízení“). Z titulů obchodovaných na českých regulovaných trzích splňuje podmínky

⁴ European Valuation Standards (vydává The European Group of Valuers' Associations, www.tegova.org), International Valuation Standards (vydává International Valuation Standards Council, www.ivsc.org), Uniform Standards of Professional Appraisal Practice (vydává The Appraisal Standards Board, www.appraisalfoundation.org), Business Valuation Standards (vydává American Society of Appraisers, www.appraisers.org).

⁵ Vybraná odborná literatura viz kapitola 6.

⁶ Nařízení Komise (ES) č. 1287/2006 ze dne 10. srpna 2006.

Prováděcího nařízení⁷ jen několik titulů ze segmentu SPAD. Seznam likvidních akcií podle Prováděcího nařízení je zveřejňován v MiFID databázi CESR⁸. Podmínky Prováděcího nařízení jsou tedy z pohledu českých regulovaných trhů nastaveny poměrně přísně. Takto přísný přístup je na místě v případě vytěsnění, které představuje výrazný zásah do majetkové sféry drobných akcionářů.

V případě veřejného návrhu smlouvy jsou akcionáři z hlediska možnosti rozhodovat o prodeji svých akcií v obdobném postavení jako u povinné nabídky převzetí, a proto by i kritéria akceptace průměrné ceny jako přiměřeného protiplnění měla být obdobná. Stanovení protiplnění pomocí alternativních metod tak bude nutné pouze tehdy, pokud bude průměrná cena výrazně ovlivněna mimořádně nízkou likviditou předmětné akcie⁹.

Pokud jde o samotný výpočet průměrné ceny, požaduje zákon o nabídkách převzetí vycházet z období 6 měsíců před vznikem nabídkové povinnosti. V rámci takto stanoveného období ovlivňují výši průměrné ceny ve značné míře minulé skutečnosti a snižuje se její vztah k „aktuálnímu vývoji“. V zahraničních právních úpravách¹⁰ se lze setkat s významně kratším obdobím pro výpočet průměrné ceny v rozsahu 3 až 1 měsíce, které více zohledňuje „aktuální“ vývoj na trhu s danou akcií. ČNB tedy považuje za přípustné, aby průměrná cena pro účely odhadu hodnoty účastnických cenných papírů v rámci veřejného návrhu smlouvy a vytěsnění byla spočítána za období kratší než 6 měsíců s tím, že minimální délka tohoto období by měla být 30 obchodních dnů.

3.5. Datum ocenění

V případě povinné nabídky převzetí je datem ocenění den předcházející dni, v němž byl uskutečněn obchod, v jehož důsledku vznikla povinnost učinit nabídku převzetí. V případě veřejného návrhu smlouvy je datem ocenění den předcházející den konání valné hromady, která rozhodla o skutečnosti zakládající povinnost učinit veřejný návrh smlouvy. Takto stanovená data ocenění jsou v souladu s účelem nabídky převzetí a veřejného návrhu smlouvy, kterým je ochrana adresátů těchto návrhů před důsledky změny, jež povinnost založila.

Toto pojetí data ocenění nelze aplikovat na vytěsnění s ohledem na skutečnost, že se jedná o realizaci práva hlavního akcionáře (nikoli plnění povinnosti), přičemž rozhodnutí o uskutečnění práva výkupu je přijímáno na valné hromadě až po přezkumu přiměřenosti protiplnění ze strany ČNB. Datum ocenění v případě vytěsnění tak nesmí s ohledem na konkrétní okolnosti významně předcházet den podání žádosti o předchozí souhlas k České národní bance. Ideálně by ocenění mělo být provedeno k datu konání valné hromady, což

⁷ Ustanovení čl. 22 odst. 1 Prováděcího nařízení stanoví, že „akcie přijatá k obchodování na regulovaném trhu se považuje za akcii, která má likvidní trh, jestliže se s ní obchoduje denně a objem všech akcií volně obchodovaných na trhu je nejméně 500 milionů EUR, přičemž je splněna jedna z těchto podmínek:

- a) průměrný denní počet obchodů s akcií je nejméně 500;
- b) průměrný denní obrat obchodů s akcií je nejméně 2 miliony EUR.

Členský stát, který je pro dané akcie nejvýznamnějším trhem, však může oznámit, že pro tyto akcie musí platit obě podmínky. Toto oznámení učiní veřejně.“ Česká republika posuzuje likvidní akcie podle písmene b).

⁸ <http://mifiddatabase.cesr.eu>

⁹ Při analýze likvidity bude ČNB používat kritéria jako např. průměrný objem obchodů; průměrný počet obchodů; počet dnů, ve kterých se s akcií během sledovaného období obchodovalo; rychlost trhu (share-turnover capacity vs. market-turnover capacity).

¹⁰ Např. ve švédské, německé nebo švýcarské.

však s ohledem na požadavek předchozího souhlasu ČNB se zdůvodněním výše protiplnění není možné a vždy zde bude existovat určitá časová prodleva, kterou je pak zapotřebí minimalizovat. To v praxi znamená zejména nutnost zohledňovat v ocenění co nejaktuálnější účetní data. Nemělo by tak kupříkladu dojít k situaci, kdy mezi datem ocenění a datem podání žádosti oceňovaná společnost uveřejní výsledky hospodaření (pololetní či roční) – v takovém případě je žádoucí datum ocenění posunout směrem k datu zveřejnění těchto výsledků.

V případě, že osoba povinná učinit veřejný návrh smlouvy nebo nabídku převzetí je v prodlení s plněním zákonné povinnosti, resp. splní zákonnou povinnost až po uplynutí lhůty uvedené v § 35 odst. 1 zákona o nabídkách převzetí, resp. § 186a odst. 1 obchodního zákoníku, může dojít ke změně hodnoty účastnických cenných papírů, které jsou předmětem povinné nabídky převzetí nebo veřejného návrhu smlouvy. Navrhovatel je přesto s ohledem na výše uvedené povinen předložit znalecký posudek či zdůvodnění, které dokládá přiměřenost navrhované ceny hodnotě účastnických cenných papírů k původnímu datu (tj. ke dni předcházejícímu události, v jejímž důsledku vznikla povinnost učinit nabídku převzetí nebo veřejný návrh smlouvy).

Osobě, která se dostane do prodlení se splněním povinnosti učinit nabídku převzetí nebo veřejný návrh smlouvy, je Česká národní banka oprávněna uložit sankci. Povinná osoba má nicméně možnost alespoň dodatečně zmírnit následky svého protiprávního jednání tím, že navrhovanou cenu zvýší o částku zohledňující prodlení a jeho důsledky tak alespoň částečně napraví.

4. Zásady aplikované při zpracování ocenění

Ocenění zpracované pro účely povinné nabídky převzetí, veřejného návrhu smlouvy nebo vytěsnění je určeno nejen jeho objednateli, ale též České národní bance a především vlastníkům cenných papírů, kteří jsou adresáty nabídky převzetí nebo veřejného návrhu smlouvy, resp. kterým je na základě rozhodnutí hlavního akcionáře odňato vlastnické právo k cenným papírům. Primárním cílem zakotvení povinnosti odůvodnit výši protiplnění je ochrana oprávněných zájmů zúčastněných stran při povinné nabídce převzetí, veřejném návrhu smlouvy nebo vytěsnění. Proto musí ocenění zdůvodňující výši protiplnění splňovat následující požadavky: Musí být komplexní, úplné, vnitřně konzistentní, nezávislé a nestranné a opakovatelné. Kromě toho musí být metody použité v ocenění zvoleny důvodně a odůvodněně a použité údaje musí být spolehlivé a musí být užity transparentně.

Tyto zásady byly stanoveny s přihlédnutím a v souladu s požadavky kladenými na ocenění obecně uznávanými oceňovacími standardy European Valuation Standards 2009 vydanými The European Group of Valuers' Association, Uniform Standards of Professional Appraisal Practice 2008-2009 vydanými The Appraisal Standards Board, Business Valuation Standards 2008 vydanými American Society of Appraisers a International Valuation Standards 2007 vydanými International Valuation Standards Committee.

4.1. Komplexnost

Ocenění je komplexní, pokud zpracovatel při jeho sestavení přihlédl nezávisle a nestranně ke všem relevantním skutečnostem, ke kterým přihlédnout měl a mohl.

K porušení této zásady dojde například:

- a) pokud zpracovatel nepřiměřeně velkou vahou přihlédne k minulému hospodaření společnosti, je-li zřejmé, že existují zásadní odlišnosti mezi minulým a obecně očekávaným vývojem,*
- b) pokud zpracovatel zpochybní ve vztahu k účelu institutu nabídky převzetí nebo veřejného návrhu smlouvy či vytěsnění bezdůvodně některé z práv spojených s akcií, například právo menšinového akcionáře na podíl na zisku společnosti, a tím vyloučí možnost zjištění přiměřenosti ceny akcie její hodnotě na základě ocenění některou z výnosových metod,*
- c) pokud je hodnota společnosti ve významné míře závislá na výsledcích probíhajících soudních sporů a zpracovatel bez dalšího přijme předpoklad, že tyto spory budou ukončeny v její neprospěch.*

4.2. Úplnost

Ocenění je považováno za úplné, jestliže obsahuje všechny náležitosti uvedené v kapitole 5 tohoto dokumentu, a to zejména úplný postup, kterým zpracovatel dospěl k výsledku ocenění, předpoklady tohoto ocenění, popis metod a použité informace a údaje.

4.3. Vnitřní konzistence (vzájemná slučitelnost)

Ocenění je vnitřně konzistentní, jestliže zpracovatel zvolil postup výpočtu a vstupní údaje použité metody v souladu s obecnými předpoklady a principy, v souladu s předpoklady v ocenění výslovně vyjádřenými nebo předpoklady a principy vyplývajícími z použití určitého postupu, metody nebo údaje a v souladu s interpretací výsledků ocenění.

Za vzájemně neslučitelné lze například považovat:

- a) platnost předpokladu trvání společnosti v dohledné budoucnosti společně s oceněním na základě likvidační hodnoty - předpoklad brzké likvidace společnosti je v rozporu s předpokladem trvání společnosti v dohledné budoucnosti,*
- b) použití metody diskontovaných peněžních toků, kdy finanční plán je sestaven ve stálých cenách, zatímco diskontní míra obsahuje inflaci – tím zpracovatel nedodržel předpoklad vyplývající z použití stálých cen ve finančním plánu, předpoklad neměnné cenové hladiny,*
- c) pro diskontování prospěchů plynoucích akcionářům a věřitelům jsou použity náklady vlastního kapitálu – zpracovatel tím předpokládá, že věřitelé požadují stejný výnos z investovaného kapitálu jako akcionáři v rozporu s existencí rizikové prémie pro akcionáře oproti věřitelům,*
- d) výsledná hodnota čistého obchodního majetku společnosti je vypočtena s použitím účetních vah jednotlivých složek kapitálu v kalkulaci diskontní míry,*
- e) likvidační hodnota je podstatně vyšší než výnosová (např. u holdingu) a je použito výnosové ocenění podniku jako celku.*

4.4. Nezávislost, nestrannost

Ocenění je nezávislé (nezávisle sestavené), jestliže zpracovatel není žádným způsobem závislý na jeho výsledku¹¹. Ocenění je nestranné, jestliže jej zpracovatel volbou předpokladů, údajů, metod nebo postupů neovlivnil ve prospěch některé ze zúčastněných stran.

4.5. Opakovatelnost

Ocenění musí být zpracováno ve formě, která umožňuje jeho uživatelům (zejména vlastníkům účastnických cenných papírů a České národní bance) kontrolu provedeného výpočtu a použitých vstupů.

Forma provedení ocenění a jeho struktura by měly být přehledné – přehlednost do značné míry ovlivňuje i posuzování kvalitativní úrovně provedených analýz a podporuje jejich přezkoumatelnost. Postup při provedení ocenění musí být objasněn takovým způsobem, aby ČNB byla schopna přezkoumat, zda dokládá přiměřenost výše protiplnění hodnotě účastnického cenného papíru.

Ocenění je opakovatelné, jestliže jsou všechny použité údaje, metody a postupy odůvodněny a nezávislý a nestranný odborník je schopen při vynaložení přiměřeného úsilí a prostředků na základě informací o zdrojích údajů, postupech a metodách obsažených v ocenění zopakovat postup zpracovatele s obdobnými výsledky.

¹¹ U kótovaných účastnických cenných papírů obchodní zákoník v rámci veřejného návrhu smlouvy a vytěsnění nepožaduje, aby přiměřenost protiplnění byla doložena posudkem znalce, tj. osoby nezávislé na navrhovateli, a odhad hodnoty (ocenění) účastnického cenného papíru tedy může zpracovat sám navrhovatel. V takovém případě logicky nelze trvat na dodržení zásady nezávislosti. Všechny ostatní zásady však musí být respektovány, zejména pak zásada nestrannosti.

4.6. Důvodnost

Metody, postupy a údaje použité v rámci ocenění jsou použity důvodně, jestliže za nezávislého a nestranného přihlednutí ke všem relevantním informacím, které zpracovatel při jeho provedení znát měl a mohl, existuje důvod pro použití těchto metod, postupů a údajů.

Postup zpracovatele lze označit za nedůvodný např. v těchto situacích:

- a) Pro ocenění společnosti, u níž byl v rámci strategické analýzy prokázán významný růstový potenciál, je zvolena paušální varianta metody kapitalizovaných čistých výnosů (tato se zakládá na průměrování v minulosti dosažených hospodářských výsledků).*
- b) Zpracovatel nepředpokládá zvýšení průměrné doby splatnosti pohledávek, přestože průměrná doba splatnosti pohledávek v odvětví je vyšší než průměrná doba splatnosti pohledávek společnosti a společnost nemá dostatečnou vyjednávací sílu k jejímu udržení.*
- c) Na celkových tržbách společnosti se významně podílí dva (či více) oborů s odlišným potenciálem, avšak finanční plán je založen na analýze a prognóze vývoje pouze jednoho z nich.*
- d) Zpracovatel v rámci výnosového ocenění neplánuje financování investic prostřednictvím cizích zdrojů, přestože v minulosti byly oceňovaným podnikem využívány, z finanční analýzy vyplývá jeho schopnost tyto zdroje splácet a zároveň se jedná o v daném odvětví obvyklý způsob financování..*

4.7. Odůvodněnost

Metody, postupy a údaje jsou použity odůvodněně, jestliže jsou důvody použití těchto metod, postupů a údajů v ocenění výslovně uvedeny.

4.8. Transparence

Údaje použité v rámci ocenění jsou transparentní, jestliže pocházejí z věrohodného zdroje a je-li u každého z použitých údajů nebo souboru údajů tento zdroj uveden.

5. Obsahové náležitosti ocenění

Ocenění zpracované pro účely povinné nabídky převzetí, veřejného návrhu smlouvy nebo vytěsnění by mělo mít zejména níže uvedené náležitosti¹². Tyto byly, stejně jako výše uvedené zásady, stanoveny s přihlédnutím a v souladu s všeobecně uznávanými oceňovacími standardy.

5.1. Základní informace

- Identifikace oceňované společnosti
- Identifikace zpracovatele ocenění
- Datum, ke kterému je ocenění provedeno
- Datum zpracování ocenění
- Vymezení účelu ocenění
- Definice hodnoty, která je výsledkem ocenění
- Všechny důležité předpoklady a omezující podmínky, na jejichž splnění je platnost ocenění závislá
- Zdroje informací

5.2. Analýza podnikatelské činnosti (strategická analýza)

- Historie
- Nabízené produkty a/nebo služby
- Obsluhované trhy (charakteristika, zhodnocení dosavadního vývoje a prognóza)
- Konkurenční prostředí (identifikace hlavních konkurentů, jejich charakteristika, srovnání s oceňovanou společností)
- Jakékoliv další informace, jež mohou být důležité pro komplexní zhodnocení tržní pozice oceňované společnosti a jejího potenciálu

5.3. Finanční analýza

- Analýza účetních výkazů, popis a zdůvodnění případných úprav
- Analýza finančního zdraví

¹² Tento seznam není vyčerpávající a zmiňuje pouze klíčové náležitosti, které jsou typické pro většinu oceňovacích zpráv či znaleckých posudků z oblasti oceňování podniku a cenných papírů.

5.4. Finanční plán¹³

- Vývoj hospodaření oceňované společnosti, který zpracovatel s ohledem na závěry strategické a finanční analýzy očekává, a to ve formě plánovaných účetních výkazů doplněných o vysvětlující komentář ke všem významným položkám.

5.5. Ocenění

- Volba nejvhodnější metody/metod ocenění a zdůvodnění této volby
- Popis a aplikace zvolené metody/metod ocenění včetně zdůvodnění všech vstupních dat a parametrů

5.6. Závěr

- Rekapitulace výsledků
- Stanovení hodnoty společnosti resp. účastnického cenného papíru

¹³ Výhled hospodaření oceňované společnosti by měl být zpracován (alespoň ve zjednodušené podobě) i v případech, kdy nebudou aplikovány výnosové metody.

6. Literatura

Níže je uveden ilustrativní přehled odborné literatury z oblasti oceňování podniku a cenných papírů. Jedná se o tituly, které jsou zpracovateli ocenění pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění často uváděny jako použitá literatura.

1. DAMODARAN, A.: *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*, 2. vydání, New York, John Wiley & Sons 2002, ISBN 0-471-41488-3
2. DAMODARAN, A.: *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*, 2. vydání, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons 2006, ISBN 0-471-75121-9
3. HITCHNER, James R.: *Financial valuation: applications and models*, 2. vydání, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons 2006, ISBN 0-471-76117-6
4. KISLINGEROVÁ, Eva: *Oceňování podniku*, 2. vydání, Praha, Beck 2001, ISBN 80-7179-529-1
5. KOLLER, T., GODEHART, M., WESSELS, D.: *Valuation: measuring and managing the value of companies*, 4. vydání, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons 2005, ISBN 0-471-70219-6
6. MAŘÍK, Miloš a kol.: *Metody oceňování podniku*, 2. vydání, Praha, Ekopress 2007, ISBN 978-80-86929-32-3
7. MAŘÍK, Miloš, MAŘÍKOVÁ, Pavla: *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*, 2. vydání, Praha, Ekopress 2005, ISBN 80-86119-61-0
8. MAŘÍKOVÁ, Pavla, MAŘÍK, Miloš: *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*, 1. vydání, Praha, VŠE – Institut oceňování majetku 2007, ISBN 978-80-245-1242-6