KOMISE PRO CENNÉ PAPÍRY

Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů (ZNAL)

OBSAH

1. Účel a povaha materiálu ... 3
2. Působnost ... 7
3. Zásady aplikované při zpracování znaleckého posudku ... 8
   3.1. Komplexnost ... 8
   3.2. Úplnost ... 9
   3.3. Vnitřní konzistence (vzájemná slučitelnost) ... 9
   3.4. Nezávislost, nestrannost ... 10
   3.5. Opakovatelnost znaleckého posudku ... 10
   3.6. Důvodnost ... 11
   3.7. Odůvodněnost ... 12
   3.8. Vzájemná kontrola ... 13
   3.9. Transparence ... 13
4. Definice a pojmy ... 15
   4.1. Pojem „přiměřenost ceny hodnotě účastnických cenných papírů cílové společnosti“ ... 15
   4.2. Pojem „hodnota“ ... 15
   4.3. Datum ocenění ... 16
   4.4. Cena ... 17
   4.5. Průměrná cena ... 17
   4.6. Prémiová cena ... 18
5. Literatura a odkazy ... 19
   5.1. Literatura ... 19
   5.2. Internetové adresy ... 19

Přílohy:

ZNAL Příl. 1 – Obsahové náležitosti znaleckého posudku
ZNAL Příl. 2 – Nedostatky znaleckých posudků

Číslo změny	Účinnost změny	Označení změněné části	Číslo verze po změně	Změnu provedl
1.	26.8.2004	• ZNAL 4.3 - Sjednoceno datum ocenění pouze k datu vzniku povinnosti, a to i v případě prodlení povinné osoby. • ZNAL Příl. 1 - Bod 3.2 - Upraven požadavek na způsob konstrukce diskontní míry • ZNAL Příl. 2 - Bod 2.11 - Dolpněny požadavky na popis konstrukce parametru pokračující hodnoty; zdůvodnění výše jednotlivých veličin, jež ho ovlivňují; uveden názor Komise na možné specifické situace (např. dlouhodobá rentabilita pod úrovní požadovaných nákladů kapitálu). • ZNAL Příl. 2 - Bod 2.12 - Doplněny požadavky na práci s leasingovém financováním s ohledem na jeho významnost. • Drobnější technické a formální změny	2.0.	Odbor emisí

1. Účel a povaha materiálu

Komise pro cenné papíry (dále jen „Komise“) jakožto správní úřad pro oblast kapitálového trhu se rozhodla vypracovat tento dokument na základě dosavadních zkušeností se schvalováním povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi akcií.

Novela zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník ve znění pozdějších předpisů (dále jen „obchodní zákoník“), provedená zákonem č. 370/2000 Sb. s účinností od 1. 1. 2001 zavedla do českého právního řádu úpravu nabídek převzetí a v porovnání s dosavadní úpravou povinných veřejných návrhů smluv o koupi akcií též nově vymezila pravidla pro stanovení ceny účastnických cenných papírů, na které se vztahuje povinná nabídka převzetí podle § 183b obchodního zákoníku (dále jen „povinná nabídka převzetí“) či povinné veřejné návrhy smluv o koupi účastnických cenných papírů, např. podle § 186a či § 220m obchodního zákoníku (dále jen „veřejný návrh smlouvy“). Zákon č. 370/2000 Sb. současně prostřednictvím novely zákona č. 15/1998 Sb., o Komisi pro cenné papíry a o změně a doplnění dalších zákonů, ve znění pozdějších předpisů (dále jen „zákon o Komisi“), podřídil plnění povinností při uskutečňování nabídek převzetí a povinných veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů státnímu dozoru Komise.

Účelem právní úpravy povinné nabídky převzetí je především ochrana (minoritních) akcionářů v případě, že v důsledku změny rozložení účastí na společnosti dojde ke snížení jejich vlivu na řízení společnosti, jakož i k nejistotě ohledně dalšího směřování společnosti ovlivňovaného působením nové osoby ovládající společnost. Tyto skutečnosti mohou mít výrazný vliv na hodnotu cílové společnosti i jejich akcií, mohou jí zvyšovat nebo naopak snižovat, a povinná nabídka převzetí je tak ochranou před možným snížením hodnoty akcií těch akcionářů, kteří o změně mající vliv na hodnotu akcie nemohli rozhodnout nebo na tomto rozhodnutí participovat, přímo v důsledku této změny.

Povinnost učinit veřejný návrh smlouvy vzniká zejména v důsledku rozhodnutí valné hromady o vyřazení účastnických cenných papírů společnosti z obchodování na oficiálním trhu, změně druhu akcií, omezení převoditelnosti akcií na jméno nebo zpřísnění omezení jejich převoditelnosti. V důsledku těchto změn zpravidla klesá likvidita cenných papírů, jichž se změna týká. Institut veřejného návrhu smlouvy má umožnit majitelům účastnických cenných papírů omezit ztráty v důsledku snížení likvidity a možného poklesu hodnoty dotčených cenných papírů tím, že realizují zánik účasti ve společnosti formou prodeje účastnických cenných papírů za cenu přiměřenou jejich hodnotě.

Komise při řízení ve věci udělení souhlasu s obsahem nabídky převzetí nebo veřejného návrhu smlouvy posuzuje to, zda výše ceny při nabídce převzetí

nebo veřejném návrhu smlouvy je důvodná a ekonomicky odůvodněná, aby jejím rozhodnutím nebyla poškozena žádná ze zúčastněných stran.

Cena za účastnické cenné papíry cílové společnosti nabídnutá navrhovatelem ostatním majitelům těchto cenných papírů musí být podle § 183c odst. 3, resp. § 186a odst. 4 obchodního zákoníku přiměřená jejich hodnotě, přičemž přiměřenost ceny musí být doložena posudkem znalce. Právě posudek znalce je od 1. 1. 2001 stěžejní pro stanovení ceny nabízené v rámci nabídky převzetí či veřejného návrhu smlouvy za účastnické cenné papíry cílové společnosti. Oceňování účastnických cenných papírů pro účely doložení přiměřenosti ceny hodnotě účastnických cenných papírů cílové společnosti 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 ceny hodnotě účastnických cenných papírů je proto způsobilý soubor metod ocenění založených na různých principech, pomocí kterých se zpravidla oceňuje cílová společnost jako celek (pokud lze přímo ocenit práva spojená s akcií, má přednost ocenění akcie), přičemž hodnota akcie je poté určena jako alikvotní podíl na hodnotě čistého obchodního majetku určené v souladu s částí Pojem „hodnota“ (ZNAL 4.2) ke dni předcházejícímu dni rozhodné události pro vznik povinnosti učinit nabídku převzetí nebo veřejný návrh smlouvy.

Podle názoru Komise je účelem znaleckého posudku vyjádření ke skutečnosti, zda cena navržená navrhovatelem je přiměřená hodnotě účastnických cenných papírů či nikoliv, i s příslušným odůvodněním. Aplikovatelný je i postup, kdy znalec stanoví hodnotu cílové společnosti, resp. účastnického cenného papíru emitovaného cílovou společností, přičemž tato hodnota je základem pro stanovení ceny nabízené navrhovatelem jako přiměřené hodnotě účastnických cenných papírů cílové společnosti. V případě povinné nabídky převzetí (veřejného návrhu smlouvy) by ocenění nemělo být ovlivněno skutečnostmi, v jejichž důsledku vznikla povinnost učinit nabídku převzetí nebo veřejný návrh smlouvy, resp. záměry nově příchozího investora, ledaže se jedná o povinnost učinit nabídku převzetí vzniklou v důsledku zvýšení vlivu v již ovládnuté společnosti.

Tento materiál se zaměřuje na vymezení základních zásad, které by měl znalec při zpracování posudku dodržovat, a na definování některých specifických pojmů, které se vyskytují ve spojení s povinnou nabídkou převzetí a veřejným návrhem smlouvy se zaměřením zejména na způsoby stanovení navrhované ceny.

Posudek znalce není pouze formální náležitostí, která musí být součástí nabídky převzetí, ale důkazem, předkládaným účastníkem řízení ve správním řízení zahájeném podle § 183e odst. 7 obchodního zákoníku, jenž

má dokládat přiměřenost ceny hodnotě účastnických cenných papírů. Ustanovení § 34 odst. 5 zákona č. 71/1967 Sb., o správním řízení (správní řád) ve znění pozdějších předpisů, stanoví, že správní orgán hodnotí důkazy podle své úvahy. Komise tedy v rámci správního řízení hodnotí nejen to, zda byl znalecký posudek Komisi předložen, ale také, zda skutečně dokládá přiměřenost ceny hodnotě účastnických cenných papírů.

Pokud posudek obsahuje jakékoliv nedostatky, posoudí Komise nejen jejich dopad na výsledek ocenění, ale i zda tyto nedostatky může případně sama odstranit. Za odstranitelné Komise považuje jednoznačné nedostatky, u kterých lze v zákonem dané lhůtě s dostatečnou jistotou a přesností zjistit, jak ovlivnily výsledek posudku. V takové situaci Komise může tyto nedostatky odstranit a v případě, že po jejich odstranění dojde ke změně výsledku posudku, uloží navrhovateli, aby změnil navrhovanou cenu v souladu s ustanovením § 183e odst. 8 písm. a) obchodního zákoníku. Toto ustanovení zároveň *implicite* dává Komisi možnost zkoumat správnost použitých metod ocenění, způsob jejich aplikace a výsledek znaleckého posudku a stanovit způsob odstranění chyb ve znaleckém posudku

Jestliže však Komise zjistí, že posudek obsahuje nedostatky tak závažného charakteru, že je nemůže sama jednoznačně odstranit, a na její výzvu je neodstraní ani navrhovatel, konstatuje nezpůsobilost posudku doložit přiměřenost ceny hodnotě akcií a nabídku převzetí z tohoto důvodu zakáže. Tento postup vychází z principu, že Komise nemůže nahradit činnost znalce, neboť primární odpovědnost za stanovení ceny nese navrhovatel, respektive navrhovatelem zvolený znalec, který je autorem posudku.

Účelem metodiky, jak již bylo uvedeno výše, je především shrnutí a popis obecných standardů znaleckého posudku jak je chápe Komise, veřejná deklarace transparentnosti a jednotnosti postupu Komise při hodnocení znaleckých posudků a s tím spojené zjednodušení procesu schvalování nabídek převzetí před Komisí pro účastníky řízení.

V příloze ZNAL Příl.1 - Obsahové náležitosti znaleckého posudku je uveden výčet obsahových náležitostí znaleckého posudku s ohledem na různé metody ocenění a příloha ZNAL Příl.2 - Nedostatky znaleckých posudků obsahuje výčet často se opakujících konkrétních problémů při ocenění účastnických cenných papírů cílové společnosti, který vychází ze zkušeností Komise získaných při rozhodování o povinných nabídkách převzetí a veřejných návrzích smluv o koupi akcií.

Tento dokument by měl přispět ke zvýšení kvality znaleckých posudků zpracovávaných pro účely doložení přiměřenosti navrhované ceny hodnotě účastnických cenných papírů cílové společnosti při schvalování povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi akcií, a napomoci tak k dosažení cíle Komise, kterým je podle zákona o Komisi přispívat k ochraně investorů a rozvoji kapitálového trhu.

Dokument schválilo prezídium Komise dne 13.8.2003 (verze 1.0.), jeho novelizace (verze 2.0.) byla schválena prezídiem Komise dne 21.7.2004.

Kontaktními osobami Komise jsou:

- Ing. Rudolf Hájek, odbor emisí cenných papírů, tel: 221 096 150, e-mail: rudolf.hajek@sec.cz
- Ing. Jan Chromý, odbor emisí cenných papírů, tel: 221 096 445, e-mail: jan.chromy@sec.cz
- Ing. Markéta Malinová, odbor emisí cenných papírů, tel: 221 096 333, e-mail: marketa.malinova@sec.cz
- Mgr. Klára Cetlová, odbor emisí cenných papírů, tel: 221 096 449, e-mail klara.cetlova@sec.cz

2. Působnost

Tento dokument se vztahuje na činnost znaleckých ústavů a znalců, kteří vyhotovují znalecké posudky pro účely nabídky převzetí či veřejného návrhu smlouvy podle příslušných ustanovení obchodního zákoníku.

Dokument je souhrnem kritérií, podle kterých Komise posuzuje znalecké posudky předkládané v souvislosti s povinnou nabídkou převzetí nebo veřejným návrhem smlouvy o koupi akcií. Tento dokument není právním předpisem.

Dodržení níže uvedených zásad pro zpracování znaleckého posudku a splnění základních obsahových náležitostí znaleckého posudku povede ke zvýšení kvality znaleckého posudku jako důkazu o přiměřenosti navrhované ceny k hodnotě účastnických cenných papírů, což je základním kritériem Komise při rozhodování o vyslovení souhlasu s povinnou nabídkou převzetí či veřejným návrhem smlouvy. Komise upozorňuje na skutečnost, že pro účely zjištění přiměřenosti ceny hodnotě účastnických cenných papírů při nabídce převzetí nebo veřejném návrhu smlouvy může v případě potřeby využít možnosti požádat o osobní stvrzení, doplnění nebo bližší vysvětlení obsahu znaleckého posudku na podkladě § 13 odst. 5 vyhlášky č. 37/1967 Sb., k provedení zákona o znalcích a tlumočnících ve znění pozdějších předpisů (dále jen „vyhláška k provedení zákona o znalcích a tlumočnících“).

3. Zásady aplikované při zpracování znaleckého posudku

Znalecký posudek zpracovaný pro účely povinné nabídky převzetí či veřejného návrhu smlouvy je určen nejen objednateli znaleckého posudku, tj. navrhovateli nabídky převzetí nebo společnosti, která je povinna učinit veřejný návrh, ale též Komisi a především majitelům cenných papírů jakožto adresátům nabídky převzetí nebo veřejného návrhu smlouvy. Primárním cílem zakotvení povinnosti zpracovat znalecký posudek je ochrana oprávněných zájmů zúčastněných stran při nabídce převzetí nebo veřejném návrhu smlouvy. Proto musí znalecký posudek splňovat následující požadavky: Musí být komplexní, úplný, vnitřně konzistentní, nezávislý a nestranný a opakovatelný (zásady viz ZNAL 3.1 – 3.10). Metody použité pro ocenění účastnických cenných papírů musí respektovat požadavky kladené na znalecký posudek jako celek. Kromě toho musí být metody použité ve znaleckém posudku zvoleny důvodně a odůvodněně a musí splňovat požadavek vzájemné kontroly. Údaje použité při sestavení znaleckého posudku musí být spolehlivé a musí být užity transparentně (viz zásada transparence).

Tyto zásady byly stanoveny s přihlédnutím a v souladu s požadavky kladenými na znalecký posudek všeobecně uznávanými oceňovacími standardy European Valuation Standards 2000 vydanými The European Group of Valuers' Association, Uniform Standards of Professional Appraisal Practice 2002 vydanými The Appraisal Standard Board, Bussines Valuation Standards 2001 vydanými American Society of Appraisers a International Valuation Standards 2001 vydanými International Valuation Standards Comitee.

3.1. Komplexnost

Znalecký posudek je považován za komplexní v rovině věcné, jestliže přihlíží k právům a povinnostem všech zúčastněných stran, a to zejména k právům spojeným s akcií (jedná-li se o tento druh účastnického cenného papíru) podle § 155 obchodního zákoníku a k účelu právní úpravy nabídky převzetí a veřejného návrhu smlouvy. Znalecký posudek je považován za komplexní v rovině časové, jestliže přihlíží k minulému vývoji, současnému stavu a budoucímu předvídatelnému vývoji cílové společnosti. Znalecký posudek jako celek je komplexní, pokud znalec při jeho sestavení přihlédnul nezávisle a nestranně ke všem známým relevantním skutečnostem, ke kterým přihlédnout měl a mohl.

Cílem zásady komplexnosti je především zajistit, aby znalec přihlédnul ke všem relevantním informacím, které mohou mít vliv na hodnotu akcie (na základě vlivu na hodnotu cílové společnosti), a upozornit znalce na nutnost tohoto postupu při sestavení znaleckého posudku pro účely nabídky převzetí

nebo veřejného návrhu smlouvy. K rozdílu mezi zásadou komplexnosti a zásadou úplnosti viz ZNAL 3.2.

K porušení této zásady dojde například:

a) pokud znalec nepřiměřeně velkou vahou přihlédne k minulému hospodaření cílové společnosti, je-li zřejmé, že existují zásadní odlišnosti mezi minulým a obecně očekávaným vývojem,
b) pokud znalec zpochybní ve vztahu k účelu institutu nabídky převzetí nebo veřejného návrhu smlouvy bezdůvodně některé z práv spojených s akcií, například právo menšinového akcionáře na podíl na zisku cílové společnosti, a tím vyloučí možnost zjištění přiměřenosti ceny akcie její hodnotě na základě ocenění některou z výnosových metod.

3.2. Úplnost

Znalecký posudek je považován za úplný, jestliže obsahuje datum, k němuž je ocenění provedeno, náležitosti uvedené v ZNAL Příl.1, obsahové náležitosti a údaje znaleckého posudku podle § 15 odst. 1 vyhlášky k provedení zákona o znalcích a tlumočnících ve spojení s § 13 téže vyhlášky.

Cílem zásady úplnosti je především zajistit, aby znalec uvedl úplný postup, kterým dospěl k výsledku znaleckého posudku, použité předpoklady, popis metod a použité informace a údaje. Zatímco cílem zásady komplexnosti je formulovat optimální způsob pohledu znalce na oceňovanou společnost a relevantní skutečnosti, cílem zásady úplnosti je vyjádřit požadavky na formální stránku u znaleckého posudku. Dodržení zásady úplnosti je nutnou podmínkou dodržení zásady opakovatelnosti (viz ZNAL 3.5.). Pokud je možno postup znalce zopakovat s obdobnými výsledky, má se za to, že je dodržena i zásada úplnosti.

3.3. Vnitřní konzistence (vzájemná slučitelnost)

Znalecký posudek je vnitřně konzistentní, jestliže znalec zvolil postup výpočtu a vstupní údaje metody použité ve znaleckém posudku v souladu s obecnými předpoklady a principy, a v souladu s předpoklady výslovně vyjádřenými ve znaleckém posudku 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 cílové společnosti v dohledné budoucnosti společně s oceněním na základě likvidační hodnoty - předpoklad brzké likvidace cílové společnosti je v rozporu s předpokladem trvání cílové společnosti v dohledné budoucnosti,
b) použití metody diskontovaných peněžních toků, kdy finanční plán je sestaven ve stálých cenách, zatímco diskontní míra obsahuje inflaci – tím znalec 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 – znalec tím předpokládá, že věřitelé požadují stejný výnos z investovaného kapitálu jako akcionáři v rozporu s existencí rizikové prémie pro akcionáře oproti věřitelům,
d) výsledná tržní hodnota čistého obchodního majetku cílové 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.

3.4. Nezávislost, nestrannost

Znalecký posudek je nezávislý (nezávisle sestavený), jestliže znalec není žádným způsobem závislý na výsledku znaleckého posudku. Znalecký posudek je nestranný, jestliže znalec volbou předpokladů, údajů, metod nebo postupů použitých ve znaleckém posudku neovlivnil posudek ve prospěch některé ze zúčastněných stran.

Pokud znalec bez dalšího přijme údaje, o jejichž nezkreslenosti a nestrannosti může mít pochybnost (například finanční plán cílové společnosti předložený vedením společnosti) a nediskutuje vliv účelu, pro nějž byly zjištěny (nebo k němu nepřihlédne), existuje pochybnost, zda takový údaj je nestranný.

Pokud znalec interpretuje právní normy způsobem, který je diskriminující vůči některé ze zúčastněných stran, ač je takový způsob interpretace odůvodnitelný jednotlivými praktickými případy, existuje pochybnost, zda znalecký posudek je nestranný. To se týká například předpokladu nemožnosti vykonávat některá práva spojená s účastnickými cennými papíry.

3.5. Opakovatelnost znaleckého posudku

Znalecký posudek musí být zpracován ve formě, která umožňuje jeho uživatelům (zejména majitelům účastnických cenných papírů a Komisi) kontrolu provedeného výpočtu a použitých vstupů. Forma provedení a struktura znaleckého posudku by měla být přehledná a nesmí být pro uživatele zavádějící, přičemž postup při provedení ocenění musí být přezkoumatelný. Znalecký posudek je opakovatelný, jestliže jsou údaje, metody a postupy použité ve znaleckém posudku použity odůvodněně a nezávislý a nestranný odborník je schopen při vynaložení přiměřeného úsilí a prostředků na základě informací o zdrojích údajů, postupech a metodách použitých a uvedených ve znaleckém posudku zopakovat postup znalce s obdobnými výsledky.

Pokud pocházejí údaje použité v posudku z interních zdrojů znalce, neplatí požadavek opakovatelnosti, znalec je však povinen uvést informace o metodách a postupech, na jejichž základě k těmto údajům dospěl, aby nezávislý a nestranný odborník při vynaložení přiměřeného úsilí a prostředků byl schopen na základě těchto informací zmíněné údaje získat, pokud by měl obdobné nebo shodné primární informační zdroje jako znalec. *Primárním informačním zdrojem* se rozumí zdroj informací, které ve vztahu ke znaleckému posudku nejsou výsledkem metod nebo postupů použitých ve znaleckém posudku.

Přehlednost z velké části ovlivňuje i posuzování kvalitativní úrovně provedených analýz a jejich snazší přezkoumatelnost, případně jejich opakovatelnost jinými znalci (jako příklad může sloužit provedení finanční analýzy bez použití tabulek či grafů, což vylučuje rozumnou možnost Komise, ale i adresátů nabídky převzetí či veřejného návrhu smlouvy, zhodnotit dostatečně finanční situaci cílové společnosti). Zásada opakovatelnosti by měla vést k objasnění postupu znalce takovým způsobem, aby Komise byla schopna přezkoumat, zda znalecký posudek dokládá přiměřenost ceny hodnotě účastnického cenného papíru, a aby se mohli adresáti nabídky převzetí či veřejného návrhu smlouvy rozhodnout s plnou znalostí věci. Dodržení této zásady má zabránit chybné interpretaci výsledku znaleckého posudku.

Nedodržení této zásady může vést:

a) k tomu, že nezávislý a nestranný odborník dosáhne diametrálně odlišného výsledku ocenění při stejných nebo podobných vstupních údajích, postupech a metodách. Tím znalecký posudek nedokládá přiměřenost ceny hodnotě ve smyslu tržní hodnoty; může jít o hodnotu subjektivní,
b) k nepřezkoumatelnosti znaleckého posudku.

3.6. Důvodnost

Metody, postupy a údaje použité ve znaleckém posudku jsou použity důvodně, jestliže za nezávislého a nestranného přihlédnutí ke všem relevantním informacím, které při sestavování znaleckého posudku znalec znát měl a mohl, existuje důvod pro použití těchto metod, postupů a údajů.

a) Důvodem pro použití metod a postupů může být funkční nebo těsný stochastický vztah údajů, které jsou vstupy takových metod a postupů (dále jen „vstupní údaje“) a údajů, které jsou jejich výsledky. Užitá metoda nebo postup je pak vyjádřením funkčního nebo stochastického vztahu.
b) Dodržení zásady důvodnosti vede ke splnění zásady vnitřní konzistence (viz ZNAL 3.3.) a zároveň snižuje možnost zpochybnění postupu znalce.

c) Zásada důvodnosti není shodná se zásadou vnitřní konzistence, je širším pojmem. Dodržení vnitřní konzistence může být v konkrétním případě důvodem pro postup znalce, tímto důvodem však může být i veřejně dostupný názor odborníka nebo renomované instituce nebo vztahy proměnných použitých ve znaleckém posudku uvedené pod písm. a).

Zásada důvodnosti je dodržena například:

a) jedná-li se o cílovou společnost se stabilními minulými hospodářskými výsledky, přičemž analýza odvětví nepředpokládá žádné výraznější změny podmínek, je použití paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů důvodné,
b) znalec důvodně sníží oproti současnému stavu očekávané náklady vlastního kapitálu například při ocenění metodou diskontovaných peněžních toků, je-li z veřejně dostupných údajů (předpovědí Ministerstva financí, Českého statistického úřadu nebo renomovaných finančních institucí) možno dovodit, že dojde ke snížení diskontní sazby z úvěrů poskytovaných Českou národní bankou, dojde tedy pravděpodobně i ke snížení výnosnosti státních dluhopisů vydaných Českou republikou (ve většině modelů užívaných pro odhad nákladů vlastního kapitálu je jednou ze složek i bezrizikový výnos, obvykle jako výnos státních dluhopisů do doby splatnosti),
c) znalec předpokládá zvýšení průměrné doby splatnosti pohledávek, přičemž průměrná doba splatnosti pohledávek v odvětví je vyšší než průměrná doba splatnosti pohledávek cílové společnosti a cílová společnost nemá dostatečnou vyjednávací sílu k jejímu snížení nebo udržení,
d) společnost, jejíž akcie jsou předmětem nabídky převzetí (veřejného návrhu smlouvy), má v obchodním rejstříku zapsán předmět podnikání A, B a C. Zatímco tržby z podnikání v oboru A tvoří 80 % tržeb společnosti, tržby z podnikání v oboru B 15 % a tržby z podnikání v oboru C 5 %, znalec při analýze potenciálu oceňované společnosti a prognóze budoucího vývoje věnuje pozornost zejména předmětu podnikání A a předmětu podnikání B, přičemž zhodnotí možnost zvýšení podílu předmětu podnikání C na tržbách cílové společnosti. V opačném případě (např. nepřiměřeně vysoká váha předmětu podnikání C při opomenutí předmětu podnikání A) by mohla být hodnocena tak, že znalec neuvedl ve znaleckém posudku údaje relevantní, naopak použitím irelevantních údajů mohl zásadně zkreslit výsledek znaleckého posudku.

3.7. Odůvodněnost

Metody, postupy a údaje jsou použity ve znaleckém posudku odůvodněně, jestliže jsou důvody použití těchto metod, postupů a údajů uvedeny výslovně ve znaleckém posudku. Pokud je způsob a důvod použití těchto metod a postupů zřejmý z povahy použitých údajů nebo nelze použít důvodně a odůvodněně pro daný případ jinou metodu nebo postup a z informací uvedených v posudku je tato skutečnost zřejmá, není nutné opětovně uvést ve znaleckém posudku důvod použití těchto metod a postupů.

Důvody, které vedly znalce k užití určité metody, postupu nebo údaje, však nemusí být vždy zřejmé, proto je potřeba dodržet zásadu odůvodněnosti.

Objasní-li znalec důvody vedoucí k užití určité metody postupu nebo údaje, je jejich použití odůvodněné.

Nedodržení zásady odůvodněnosti může vést k nedodržení zásady opakovatelnosti (viz ZNAL 3.5.) a tedy nepřezkoumatelnosti znaleckého posudku, avšak zároveň nemá vliv na dodržení ostatních zásad.

3.8. Vzájemná kontrola

Metody a postupy použité ve znaleckém posudku splňují požadavek vzájemné kontroly, jestliže byly použity pro shodnou množinu výstupních údajů nejméně dva odlišné postupy nebo metody, přičemž tyto metody nebo postupy poskytují při shodných nebo podobných vstupních údajích podobné, nevýznamně odlišné výsledky za podobných předpokladů. Tento požadavek nemusí být splněn, pokud k použitému postupu nebo metodě neexistuje s ohledem na specifika předmětu ocenění alternativní postup nebo metoda nebo je zřejmé, že by jiný postup nebo metoda poskytnuly podobné výsledky.

Cílem znaleckého posudku je zjištění přiměřenosti ceny akcií jejich alikvotnímu podílu na tržní hodnotě čistého obchodního majetku cílové společnosti (viz ZNAL 4.2.). Použití více metod nebo postupů výpočtu umožňuje eliminovat chyby ve znaleckém posudku a přispívá k hladkému průběhu správního řízení o udělení souhlasu s uveřejněním nabídky převzetí, ale také umožňuje zčásti eliminovat subjektivní prvky ve znaleckém posudku.

Ke vzájemné kontrole nepřispívá použití více metod, které jsou vzájemně obdobné tj. se shodnými vstupními údaji a obdobným postupem výpočtu, např. metoda diskontovaných peněžních toků pro akcionáře a metoda diskontovaných peněžních toků pro akcionáře a věřitele.

3.9. Transparence

Údaje použité ve znaleckém posudku jsou transparentní, jestliže pocházejí z věrohodného zdroje a je-li u každého z použitých údajů nebo souboru údajů uveden jeho zdroj. Údaje pocházející ze zdroje závislého na znalci nebo na objednateli znaleckého posudku je vhodné použít pouze, přispěje-li to významně k zpřesnění výsledku znaleckého posudku.

Nedodržení zásady transparence (např. neuvádění spolehlivých pramenů použitých dat) může vést k nedodržení zásady opakovatelnosti (viz ZNAL 3.5.) s následkem nepřezkoumatelnosti znaleckého posudku.

K nedodržení zásady transparence vede rovněž preference údajů z nevěrohodných zdrojů před údaji z věrohodných zdrojů. Obecně je

žádoucí, aby transparentní byly i postupy užité znalcem, tj. objasňovaly a nezamlžovaly skutečnosti, které mají vliv na hodnotu účastnických cenných papírů. Tento požadavek je zčásti vyjádřen zásadou opakovatelnosti.

4. Definice a pojmy

Způsobům stanovení ceny pro účely povinné nabídky převzetí se obchodní zákoník věnuje v ustanoveních § 183c odst. 3 až 5, přičemž tato ustanovení jsou podle obchodního zákoníku přiměřeně používána i pro účely veřejného návrhu smlouvy. Jak vyplývá z uvedených ustanovení, výše ceny za účastnické cenné papíry navrhované v povinné nabídce převzetí nebo přiměřeně při veřejném návrhu smlouvy je ovlivněna několika faktory, a sice *cenou průměrnou*, *cenou prémiovou* a *hodnotou účastnických cenných papírů stanovenou znalcem*. Přiměřenost ceny hodnotě účastnických cenných papírů musí navrhovatel podle § 183c odst. 5 obchodního zákoníku doložit znaleckým posudkem. Níže uvedený text podrobně definuje zmíněné tři základní faktory a uvádí i nutné souvislosti. Pro účely stanovení ceny při povinném veřejném návrhu smlouvy je stěžejní ustanovení § 186a odst. 4 obchodního zákoníku. Podle tohoto ustanovení je společnost povinna akcie koupit za cenu přiměřenou jejich hodnotě, přičemž přiměřenost ceny musí být doložena posudkem znalce. Toto ustanovení se sice samo nezmiňuje o průměrné ani prémiové ceně (z povahy věci plyne, že pro prémiovou cenu ani není v souvislosti s veřejným návrhem smlouvy místo), ve znaleckém posudku by se však měl znalec podle názoru Komise k průměrné ceně vyjádřit, a to i přes výše zmíněnou nízkou likviditu na českém kapitálovém trhu, a tím i sníženou vypovídací schopnost údaje o průměrné ceně ve vztahu k hodnotě účastnického cenného papíru.

4.1. Pojem „přiměřenost ceny hodnotě účastnických cenných papírů cílové společnosti“

Je nutné dostatečně zdůraznit rozdíl mezi pojmy „*cena účastnického cenného* papíru“ a „*hodnota účastnického cenného papíru*“. Cena účastnického cenného papíru se mnohdy může značně odlišovat od jeho hodnoty, a to oběma směry. Hodnota účastnického cenného papíru představuje hodnotu práv v něm inkorporovaných. Hodnota každého práva je určena skutečným nebo potenciálním oprávněným prospěchem plynoucím z realizace tohoto práva. V případě ocenění cílové společnosti pro účely povinné nabídky převzetí a veřejného návrhu smlouvy je nezbytné, aby znalec aplikací oceňovacích metod stanovil cenu přiměřenou hodnotě účastnických cenných papírů nebo aby se vyjádřil k ceně stanovené navrhovatelem v porovnání k jím zjištěné hodnotě účastnických cenných papírů.

4.2. Pojem „hodnota“

Obchodní zákoník uvádí pojem „*hodnota*“ bez přesnějšího určení, jakou hodnotu měl zákonodárce na mysli. Pojem hodnota je definován například jako „penězi vyjádřený vztah mezi majetkem a těmi, kteří kupují, prodávají

nebo užívají tento majetek“ (Uniform standards of Appraisal Practice 2002, Appraisal Standard Board 2002). Pro účely nabídek převzetí a veřejných návrhů smlouvy Komise vykládá pojem hodnota akcie jako alikvotní podíl na tržní hodnotě čistého obchodního majetku[1], přičemž v souladu s Mezinárodními oceňovacími standardy (IVS) pod pojmem tržní hodnota rozumí odhadnutou částku, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi koupěchtivým kupujícím a prodejechtivým prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, při jejímž uzavření by její strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.[2]

Účelem ustanovení týkajících se povinné nabídky převzetí a povinného veřejného návrhu smlouvy je ochránit menšinového akcionáře před důsledky uskutečnění rozhodnutí, učiněného nebo předpokládaného ovládající osobou. V souladu s tím nelze menšinovému akcionáři přiznat případné výhody, které plynou z vlivu ovládnutí společnosti, jejíž akcie jsou předmětem ocenění, nelze však také vyžadovat, aby se podílel na případném snížení hodnoty účastnických cenných papírů v důsledku uskutečnění rozhodnutí, učiněného nebo předpokládaného ovládající osobou. Proto Komise považuje za hodnotu uvedenou v § 183c odst. 3 obchodního zákoníku *pro rata* podíl na tržní hodnotě cílové společnosti, nikoliv tržní hodnotu účastnického cenného papíru.

Nabídka převzetí má umožnit na základě spravedlivé ceny (srov. čl. 5 odst. 4 směrnice ES č. 2004/25/EC ze dne 21. dubna 2004) menšinovému akcionáři eliminovat vliv vstupu nové ovládající osoby do společnosti na jeho hodnotu akcií. Podle názoru Komise by znalecký posudek sestavený pro tyto účely neměl zohledňovat záměry, případně již učiněné kroky nové ovládající osoby.

4.3. Datum ocenění

V případě 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 rozhodnutí valné hromady, v jehož důsledku vznikla povinnost učinit veřejný návrh smlouvy. Takto stanovená data ocenění jsou v souladu s účelem nabídky převzetí nebo veřejného návrhu smlouvy. V případě jiných odkupů, u kterých obchodní zákoník stanoví povinnost doložit přiměřenost ceny, resp. směnného poměru hodnotě účastnických

[1] Pojem tržní hodnota čistého obchodního majetku Komise považuje za ekvivalentní k pojmu tržní hodnota vlastního kapitálu.

[2] Vymezení ceny obvyklé uvedené v zákoně o oceňování majetku je obdobné definici tržní hodnoty, uvedené v International Valuation Standards. Ocenění podle zákona o oceňování majetku, resp. podle vyhlášky č. 540/2002 Sb., k provedení některých ustanovení zákona o oceňování majetku, ve znění pozdějších předpisů, však nelze v případě nabídky převzetí či veřejného návrhu smlouvy použít s ohledem na ustanovení § 1 odst. 1 zákona o oceňování majetku.

cenných papírů znaleckým posudkem a na které se použijí obdobně nebo přiměřeně ustanovení o nabídce převzetí, je datum ocenění stanoveno obdobně, vždy tak, aby byl minoritní akcionář ochráněn před důsledky změny, v jejímž důsledku vznikla povinnost odkupu.

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 § 183b odst. 1, resp. § 186a odst. 1 obchodního zákoníku, může dojít ke změně hodnoty účastnických cenných papírů, které jsou předmětem nabídky převzetí nebo veřejného návrhu smlouvy. Navrhovatel je proto povinen k žádosti o udělení souhlasu s obsahem nabídky převzetí, resp. veřejného návrhu smlouvy předložit znalecký posudek, který 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). K výsledku ocenění k původnímu datu musí být připočten úrok z prodlení za celou dobu trvajícího prodlení navrhovatele se zaplacením kupní ceny vypočtený z poměrného podílu na hodnotě cílové společnosti v souladu se zvláštním předpisem podle § 517 odst. 2 zákona č. 40/1964 Sb., občanský zákoník ve znění pozdějších předpisů (dále jen „občanský zákoník“). Navrhovatel je pak povinen při současném zohlednění § 183c odst. 3 obchodního zákoníku stanovit navrhovanou cenu minimálně ve výši rovnající se výsledku shora uvedeného ocenění zvýšeného o částku úroku z prodlení.

4.4. Cena

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 tržní hodnoty vlivem mimořádných okolností trhu, osobních poměrů prodávajícího nebo kupujícího nebo vlivem zvláštní obliby.

4.5. Průměrná cena

Obchodní zákoník definuje pojem průměrná cena v § 183c odst. 3 jako vážený průměr z cen, za něž byly uskutečněny obchody s předmětnými účastnickými cennými papíry v době 6 měsíců před vznikem povinnosti učinit nabídku převzetí (§ 183b odst. 1 obchodního zákoníku), které byly evidovány Střediskem cenných papírů podle § 183c odst. 4 obchodního zákoníku. Vzhledem ke skutečnosti, že český akciový trh je trhem s nízkou likviditou, nemusí vždy průměrná cena odrážet hodnotu akcie. Jak již bylo uvedeno v kapitole ZNAL 4.3., cena v případě nízké likvidity může být výsledkem pohledu několika málo konkrétních investorů na hodnotu akcie, přičemž zejména v případě nízkého počtu provedených transakcí nemusí mít k hodnotě žádný vztah. Tato skutečnost je také primárním důvodem

požadavku doložení přiměřenosti nabízené ceny hodnotě akcií posudkem znalce. Obchodní zákoník v § 183c odst. 3 stanoví, že při povinné nabídce převzetí se přihlédne k průměrné ceně. Co se týká průměrné ceny ve vztahu k veřejnému návrhu smlouvy, odkazuje se na skutečnosti uvedené v úvodní kapitole ZNAL 4 k ustanovení § 186a odst. 4 obchodního zákoníku.

4.6. Prémiová cena

Obchodní zákoník definuje pojem prémiová cena v § 183c odst. 3 jako nejvyšší cenu, za kterou nabyl navrhovatel (ve smyslu § 183a odst. 1 obchodního zákoníku) předmětné účastnické cenné papíry v období 6 měsíců před dnem vzniku povinnosti učinit nabídku převzetí, pokud byla vyšší než průměrná cena. V případě, že navrhovatel ve zmíněném období nenabyl ani jeden účastnický cenný papír za cenu vyšší, než je cena průměrná, prémiová cena nevznikne. I pro prémiovou cenu platí obecné znaky uvedené již v kapitolách ZNAL 4.3. a ZNAL 4.4. s tím rozdílem, že oproti ceně průměrné je prémiová cena zpravidla výsledkem obchodního případu pouze mezi dvěma subjekty. Tomuto obchodnímu případu však obvykle předchází podrobná analýza cílové společnosti a z ní vyplývající stanovení subjektivní hodnoty pro jednotlivé strany obchodního případu, z čehož lze usuzovat na přesnější stanovení hodnoty akcií cílové společnosti než v případě obchodů s akciemi, které zachycuje cena průměrná.

5. Literatura a odkazy

5.1. Literatura

1. BREALEY, A. Richard, MYERS, C. Stewart: Teorie a praxe firemních financí, 1. vydání, Praha, EAST PUBLISHING 1992, ISBN 80-85605-24-4
2. MARREN, H., Joseph: *Mergers & acquisitions: a valuation handbook,* 1. vydání, New York; San Francisco; Washington 1993. ISBN 1-55623-676-X
3. MAŘÍK, Miloš: *Oceňování podniku v podmínkách transformujících se ekonomik,* 1. vydání, Praha, Vysoká škola ekonomická v Praze 2002, ISBN 80-245-0325-5
4. MAŘÍKOVÁ, Pavla, MAŘÍK, Miloš: *Diskontní míra v oceňování,* 1. vydání, Praha, Institut oceňování majetku 2001, ISBN 80-245-0228-3
5. MAŘÍK, Miloš: *Určování hodnoty firem,* 1. vydání, Praha, Ekopress 1998, ISBN 80-86119-09-2
6. KISLINGEROVÁ, Eva: *Oceňování podniku*, 2. vydání, Praha, Beck 2001, ISBN 80-7179-529-1
7. ŠANTRŮČEK, Jaroslav: *Pohledávky, jejich cese a hodnota,* 1. vydání, Praha, Institut oceňování majetku 2001, ISBN 80-245-0019-8
8. BILD, Magnus: *Valuation of takeovers,* 1. vydání, Stockholm, Stockholm School of Economics 1998, ISBN 91-7258-471-8
9. The Appraisal Standards Board: *Uniform Standards of Professional Appraisal Practice 2002*
10. American Society of Appraisers: *Business valuation standards 2001*
11. The European Group of Valuers' Association: *European Valuation Standards 2000*
12. The International Valuation Standards Comitee: *International Valuation Standards 2001*
13. Proposal for a directive of the european parliament and of the council on takeover bids

5.2. Internetové adresy

Internetové stránky A. Damodarana	http://www.damodaran.com
TEGoVA (The European Group of Valuers Associations)	http://www.tegova.org
IVSC (International Valuation Standards Committee)	http://www.ivsc.org
The Appraisal Foundation	https://www.appraisalfoundation.org
American Society of Appraisers	http://www.bvappraisers.org

KOMISE PRO CENNÉ PAPÍRY

ZNAL Příl. 1
Obsahové náležitosti znaleckého posudku

OBSAH

1. Úvod ... 3
2. Obsahové náležitosti znaleckého posudku ... 4
2.1. Základní informace ... 4
2.2. Popis předmětu ocenění ... 4
2.3. Předpoklady a omezující podmínky ... 5
2.4. Analýza potenciálu oceňovaného podniku a prognóza budoucího vývoje ... 5
2.4.1. Vývojový potenciál relevantních trhů ... 5
2.4.2. Vnitřní potenciál cílové společnosti a hodnocení jeho konkurenční síly ... 6
2.4.3. Předcházející transakce podobných vlastnických podílů v cílové společnosti nebo v podobných podnicích ... 6
2.5. Finanční analýza ... 7
2.6. Sestavení finančního plánu ... 7
2.7. Volba přístupu a metody ocenění ... 8
2.8. Průměrná a prémiová cena ... 8
2.9. Závěrečný výrok ... 9
2.10. Přílohy ... 9
3. Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF) ... 10
3.1. Neprovozní majetek ... 10
3.2. Diskontní míra ... 10
3.3. Výpočet výsledného ocenění ... 11
4. Srovnávací metody ... 12
4.1. Vymezení srovnatelných transakcí, resp. podniků ... 12
5. Majetkové metody ... 13
5.1. Popis majetkové metody ... 13
5.2. Výpočet výsledného ocenění ... 13
6. Metoda kapitalizovaných zisků ... 15
6.1. Popis metody kapitalizovaných zisků ... 15
6.2. Diskontní míra ... 15
6.3. Výpočet výsledného ocenění ... 16
7. Jiné výnosové metody ... 17

1. Úvod

Tento dokument je přílohou metodického materiálu ZNAL, který se zabývá problematikou určení ceny pro účely povinné nabídky převzetí a veřejného návrhu smlouvy. Cílem této přílohy je seznámit znalce se standardní požadovanou strukturou znaleckého posudku zpracovaného pro výše uvedené účely. Tato struktura byla vypracována v souladu s evropskými oceňovacími standardy.

Znalecký posudek musí obsahovat nejméně jednu metodu stanovení hodnoty cílové společnosti, resp. účastnického cenného papíru, která není metodou podle § 19 nebo § 20 zákona o oceňování majetku nebo průměrnou cenou podle § 183c odst. 3 obchodního zákoníku či metodou obdobnou (např. způsob ocenění na základě dosaženého kurzu účastnického cenného papíru na oficiálním trhu z pohledu různých časových období). Metoda podle § 19 nebo § 20 zákona o oceňování majetku nebo průměrná cena (viz ZNAL 4.4.) podle § 183c odst. 3 obchodního zákoníku či metoda obdobná (např. způsob ocenění na základě dosaženého kurzu účastnického cenného papíru na oficiálním trhu z pohledu různých časových období) je cenou (viz ZNAL 4.3.), a je relativním vyjádřením hodnoty (viz ZNAL 4.2.) při určitém obchodu, ne vždy však spolehlivě indikuje hodnotu akcie. Proto není sama o sobě, případně pokud je jí přiřazena při ocenění rozhodující váha, vhodná pro zjištění přiměřenosti ceny hodnotě akcie (viz ZNAL 4.1).

2. Obsahové náležitosti znaleckého posudku

Znalecký posudek zpracovaný pro účely § 183c odst. 5 a § 186a odst. 4 obchodního zákoníku by měl mít zejména níže uvedené náležitosti. Některé z náležitostí uvedených v části 2.5. mohou být v odůvodněném případě uvedeny ve zkrácené podobě nebo mohou být nahrazeny jinými relevantními analýzami. Uplatnění tohoto postupu však nesmí zkreslit výslednou hodnotu akcií cílové společnosti a snížit vypovídací schopnost znaleckého posudku. Níže uvedené obsahové náležitosti znaleckého posudku jsou přizpůsobeny ocenění tradičního průmyslového podniku. Při ocenění podniku s jinou podnikatelskou činností je nutné obsah znaleckého posudku upravit podle míry relevance k ocenění dané společnosti.

2.1. Základní informace

Úvodní část věnovaná formálním informacím musí obsahovat alespoň:

- Označení předmětu ocenění a jeho identifikační údaje,
- Datum,[3] ke kterému je ocenění provedeno,
- Datum zpracování znaleckého posudku,
- Definice hodnoty, která je výsledkem znaleckého posudku,
- Označení objednatele znaleckého posudku,
- Jméno a osvědčení znalce. Znalec, který podepisuje posudek o ocenění, přijímá odpovědnost za údaje uvedené v posudku,
- Vymezení účelu ocenění, analýza dopadu účelu ocenění na určení data ocenění a na způsob zohlednění práv spojených s účastnickým cenným papírem v odhadu jeho hodnoty,
- Zdroje použitých informací.

2.2. Popis předmětu ocenění

Účelem této části je poskytnout uživateli informace o předmětu ocenění, účastnických cenných papírech, cílové společnosti a musí nejméně obsahovat:

- Označení předmětu ocenění a jeho identifikační údaje,
- Složení základního kapitálu společnosti, jejíž podnik je předmětem ocenění,
- Údaj, zda je společnost založena na dobu určitou či neurčitou,
- Předměty podnikání se zdůrazněním nejvýznamnějších z nich,
- Stručná historie cílové společnosti, zejména s důrazem na aspekty mající vliv na budoucí vývoj

[3] Datem ocenění pro účely § 183c odst. 5 obchodního zákoníku se rozumí den předcházející den uskutečnění obchodu, v jehož důsledku vznikla povinnost učinit nabídku převzetí a pro účely § 186a odst. 4 den předcházející rozhodnutí valné hromady, v jehož důsledku vznikla povinnost učinit veřejný návrh smlouvy(dále srov. ZNAL 4.3.).

- Podrobný popis událostí, které nastaly mezi dnem předcházejícím událost, v jejímž důsledku vznikla povinnost učinit nabídku převzetí nebo veřejný návrh smlouvy a dnem, k němuž je očekáváno splnění povinnosti, a mohou ovlivnit hodnotu cílové společnosti, je-li osoba povinná podle § 183b odst. 1 nebo § 186a odst. 1 v prodlení se splněním povinnosti.

2.3. Předpoklady a omezující podmínky

V posudku musí být výslovně uvedeno zejména, že

- údaje o skutečnostech obsažených v posudku jsou pravdivé a správné,
- identifikace zdroje veškerých dat, ze kterých znalec vycházel, uvést, zda se spoléhal na data interní nebo na data poskytnutá jinými subjekty, a jestliže se spoléhal na data od jiných subjektů, uvést, zda a jak tato data ověřoval,
- analýzy, názory a závěry uvedené v posudku jsou platné jen za omezených podmínek a předpokladů, které jsou uvedeny v posudku a jsou znalcovými osobními, nezaujatými profesionálními analýzami, názory a závěry,
- znalec nemá žádné současné ani budoucí zájmy na akciích cílové společnosti, které jsou předmětem posudku, a že neexistuje osobní zájem nebo zaujatost vzhledem k výsledku znaleckého posudku. Existuje-li takový zájem nebo zaujatost, musí to být uvedeno včetně popisu tohoto zájmu.

2.4. Analýza potenciálu oceňovaného podniku a prognóza budoucího vývoje

2.4.1. Vývojový potenciál relevantních trhů

Účelem této analýzy je vytvoření podkladu pro finanční plán a zejména pro prognózu vývoje tržeb cílové společnosti. Je také důležitým zdrojem informací pro rozhodování o vhodné metodě ocenění. Tato analýza by měla obsahovat zejména následující informace:

- Vyhlídky ekonomiky a odvětví, ve kterém cílová společnost působí.
- Obsluhované trhy, výrobky, služby a případně nejvýznamnější zákazníci (vymezení trhu, jeho struktura, odhad hodnotového a pokud možno také fyzického rozsahu).
- Citlivost na sezónní a cyklické faktory.
- Konkurence (vymezení hlavních konkurentů a jejich stručná charakteristika).
- Aktivita společnosti na zahraničních trzích, exportní možnosti společnosti.

2.4.2. Vnitřní potenciál cílové společnosti a hodnocení jeho konkurenční síly

Tato analýza je především zhodnocením konkurenčního postavení cílové společnosti a její schopnosti využít příležitostí, případně schopnost čelit budoucím rizikům. Všechna následující kriteria by měla být hodnocena pod zorným úhlem jejich možného příspěvku k budoucímu úspěšnému vývoji:

- Výrobky, úroveň těchto výrobků ve vztahu ke konkurenci, zhodnocení dalších prvků marketingu.
- Zákazníci, jejich charakter a struktura. Vyjednávací síla vůči zákazníkům a vliv na očekávaný vývoj tržeb, resp. přidané hodnoty.
- Očekávaná investiční politika a možný vývoj výkonů.
- Úroveň personálu, klima ve společnosti a jejich vliv na konkurenční sílu.
- Vyjednávací pozice vůči dodavatelům a vliv na očekávaný vývoj nákladů, resp. přidané hodnoty.
- Management společnosti, jeho úroveň (kvalifikovanost, zkušenosti), posouzení strategického i taktického řízení společnosti.

Z předchozích bodů pak je nutno shrnout a výslovně vyjádřit následující náležitosti, bez nichž je nepřezkoumatelná zejména prognóza tržeb a přidané hodnoty:

- Shrnutí silných a slabých stránek, konkurenčních výhod, zhodnocení konkurenční síly a její vývoj v posledním období
- Vývoj konkurenční síly a jeho souvislost s vývojem podílu na trhu
- Prognóza vývoje podílu na trhu
- Prognóza tržeb na základě prognózy temp růstu trhu a tržního podílu jako výstup pro finanční plán.

2.4.3. Předcházející transakce podobných vlastnických podílů v cílové společnosti nebo v podobných podnicích

Ve znaleckém posudku je vhodné věnovat se také transakcím s většími balíky akcií u srovnatelných společností, které by mohly být podkladem pro použití metody srovnatelných transakcí, jsou-li k dispozici údaje o cenách. Tyto údaje by měly sloužit zejména jako podklad pro volbu srovnávací metody jako metody ocenění nebo její vyloučení.

Obsahem této části by mělo být zejména:

- Výčet podniků se stejným nebo podobným předmětem činnosti a dalšími shodnými charakteristikami jako má cílová společnost, jejich hospodářská i tržní charakteristika.
- Uvedení transakcí, jejichž předmětem byly větší balíky akcií srovnatelných společností.

2.5. Finanční analýza

- Druhová skladba majetku společnosti, jejíž podnik je předmětem ocenění, a jeho likvidita[4].
- Použitá výchozí data a jejich zhodnocení, popis a zdůvodnění případných úprav.
- Stručná charakteristika účetní politiky společnosti, v případě významných rozdílů mezi konsolidovanými a nekonsolidovanými údaji nebo mezi údaji podle českých a např. mezinárodních účetních standardů rozbor zdrojů významných rozdílů a jejich možného vlivu na volbu vstupních účetních údajů.
- Analýza finančního zdraví (s důrazem na posouzení očekávaného vývoje).
- Srovnání finančního zdraví s obdobnými podniky.
- Analýza klíčových hospodářských veličin, zejména tržeb, odpisů, osobních nákladů, jednotlivých úrovní hospodářského výsledku, pracovního kapitálu, investic apod. důležitých zejména pro sestavování finančního plánu
- Popis vlivu událostí podle části 2.2 ZNAL Příl 1 in fine na finanční zdraví a finanční sílu podniku, je-li osoba povinná podle § 183b odst. 1 nebo § 186a odst. 1 v prodlení se splněním povinnosti.

2.6. Sestavení finančního plánu

Sestavení finančního plánu je klíčovým oddílem posudku. Na základě reálného, kvalitně sestaveného finančního plánu se znalec rozhoduje o platnosti předpokladu trvání podniku v dohledné budoucnosti. Je-li použita jedna z metod diskontovaných peněžních toků nebo metod tržního porovnání, a to nezávisle na tom, v jaké formě, je zároveň finanční plán podkladem pro výpočet hodnoty podniku. Stručný finanční plán musí obsahovat i znalecký posudek obsahující pouze majetkové ocenění.

Sestavení finančního plánu musí obsahovat alespoň:

- Vazbu na strategickou (viz ZNAL Příl. 1 2.4.) a finanční analýzu (viz ZNAL Příl. 1 2.5.).
- Diskusi hlavních předpokladů pro sestavení finančního plánu. Zde je nezbytné diskutovat finanční činnost cílové společnosti v čase a, je-li to vhodné, její srovnání s jinými podobnými podniky, např. finanční politiku s důrazem na zvolené způsoby financování a jiné podstatné aspekty.
- Plán by měl být sestaven v členění: plánový výkaz zisků a ztrát, plánová rozvaha, plán celkového cash flow, plán volného cash flow, je-li použita metoda DCF.

[4] zásadním způsobem ovlivňuje skutečnost, zda hodnota podniku je tvořena jeho aktivy nebo jeho výnosy

- Všechny významné položky plánu by měly být zdůvodněny (buď v tomto plánu, nebo v rámci finanční analýzy).
- Finanční analýzu finančního plánu.

2.7. Volba přístupu a metody ocenění

Tato část by měla uživateli znaleckého posudku poskytnout dostatečný přehled o podstatě metod používaných pro ocenění cílové společnosti a akcií, a to nejen těch, které byly znalcem použity pro ocenění cílové společnosti, a o důvodech volby znalcem vybrané metody.

Obsahem této části musí být nejméně

- Popis principu a postupu nejpoužívanějších přístupů5 nebo metod6 používaných pro ocenění cílové společnosti a cenných papírů a jejich relace k účelu ocenění.
- Definici hodnoty, jejíž zjištění je účelem zpracování posudku.
- Rozbor vlivu událostí podle části 2.2 ZNAL Příl 1 in fine na volbu metody ocenění, je-li osoba povinná podle § 183b odst. 1 nebo § 186a odst. 1 v prodlení se splněním povinnosti.

Teoretický popis dalších běžně používaných postupů, např. způsoby stanovení diskontní míry, atd.

Na základě provedených analýz by měl znalec rozhodnout o nejvhodnějším přístupu a v jeho rámci pak o volbě nejvhodnější metody pro ocenění. Tato volba musí být dostatečně zdůvodněná a musí vycházet z provedené analýzy. Stejně tak je nutné uvést, proč se znalec rozhodl nepoužít ostatní přístupy k ocenění (nevybral z jiného vnitřně homogenního souboru metod oceňování).

Další část této přílohy je rozdělena podle nejčastěji používaných metod, a sice na:

- Metody výnosové:
- Metoda DCF (viz ZNAL Příl. 1 3)
- Metoda kapitalizace zisku (viz ZNAL Příl. 1 6)
- Metody majetkové (viz ZNAL Příl. 1 5)
- Metody srovnávací (viz ZNAL Příl. 1 4)

2.8. Průměrná a prémiová cena

[5] Oceňovacím přístupem je vnitřně homogenní soubor metod ocenění, které jsou založeny na stejném principu ocenění, např. přístupy výnosové, majetkové či srovnávací.

[6] Metodou ocenění podniku je všeobecně přijímaný postup stanovení hodnoty podniku. Jeden oceňovací přístup je zpravidla reprezentován větším počtem metod ocenění. Např. metody diskontovaného cash flow, metoda kapitalizovaných zisků nebo metody EVA mají společný výnosový přístup ocenění.

Znalecký posudek by měl v každém případě obsahovat diskusi nad vypovídací hodnotou prémiové a průměrné ceny o hodnotě účastnických cenných papírů cílové společnosti. Diskuse musí obsahovat následující:

- Uvedení prémiové (viz ZNAL 4.5.) a průměrné ceny (viz ZNAL 4.4.).
- Diskusi nad vypovídací schopností průměrné ceny, a to zejména s ohledem na likviditu účastnických cenných papírů a rozdíl mezi vypočtenou hodnotou a touto cenou.
- Oddíl věnující se ceně prémiové, a to zejména ve vztahu k ceně průměrné a rozdílu mezi těmito cenami.

2.9. Závěrečný výrok

V závěrečném výroku musí znalec rekapitulovat své výpočty a zjištění a stanovit hodnotu účastnického cenného papíru. Dále by se měl znalec věnovat přiměřenosti nabízené ceny navrhovatelem v nabídce převzetí a označit cenu za přiměřenou hodnotě účastnických cenných papírů cílové společnosti nebo naopak a tento výrok zdůvodnit nebo vyjádřit, jakou cenu považuje za přiměřenou hodnotě účastnických cenných papírů.

2.10. Přílohy

- Účetní výkazy za nejméně tři po sobě jdoucí období před datem ocenění
- Poslední účetní výkazy sestavené před dnem ocenění
- Finanční plán použitý pro ocenění
- Výpis z obchodního rejstříku cílové společnosti (může být pořízen z internetových stránek Ministerstva spravedlnosti www.justice.cz).
- Výpočet průměrné ceny podle § 183c odst. 3 obchodního zákoníku ze Střediska cenných papírů (www.scp.cz).
- Ostatní relevantní podklady[7].

[7] údaje o neprovozním majetku, výroky auditora jiné než bez výhrad apod.

3. Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)

Metodu diskontovaných peněžních toků lze zvolit jako metodu zobrazující nejlépe hodnotu oceňovaného podniku za předpokladu, že je splněna podmínka trvání podniku v dohledné budoucnosti a že hodnota podniku cílové společnosti je tvořena především hodnotou peněžních toků, jež podnik v důsledků své činnosti realizuje. Metodu diskontovaných peněžních toků pro ocenění podniku cílové společnosti jako celku nelze použít u společností holdingového typu. U takového podniku lze metodu diskontovaných peněžních toků užít pouze při ocenění jednotlivých složek majetku a závazků, přičemž se aplikují obdobně požadavky uvedené v tomto odstavci.

3.1. Neprovozní majetek

- Vymezení neprovozního majetku (viz např. problém nepotřebného majetku v ZNAL Příl.2 2.6.)
- Vyloučení vlivu neprovozního majetku na hospodaření (rozvaha, výsledovka, cash flow).
- Ocenění (tržní cena - prodejní náklady, u větších divizí či dceřiných společností samostatné ocenění).
- Přičtení k výsledné hodnotě.

3.2. Diskontní míra

Diskontní míra je dalším důležitým elementem metody diskontovaných peněžních toků. Při jejím sestavení je zvláště nutné dodržovat zásadu vnitřní konzistence (viz ZNAL 3.3.) a zásadu odůvodněnosti (viz ZNAL 3.7.). Postup určení diskontní míry by měl zahrnovat zejména tyto dílčí kroky:

- Volbu vhodné metody pro výpočet diskontní míry.
- Určení bezrizikové úrokové míry.
- Uvedení způsobu zohlednění inflace.
- U všech údajů musí být uvedeny jejich zdroje.
- Při metodě DCF se užívá diskontní míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC) (varianta Entity) či nákladů vlastního kapitálu (varianta Equity), viz zásada vnitřní konzistence.

Pro stanovení nákladů vlastního kapitálu je při použití standardu tržní hodnoty podle Mezinárodních oceňovacích standardů vhodné pro výnosové ocenění použít diskontní míru, která je odvozena z tržních dat.

V případě, že nelze pro účely tržního ocenění vycházet při konstrukci diskontní míry ani z korigovaných tržních dat pro jejich nedostatek nebo omezené použití (společnosti s nekótovanými akciemi, družstva apod.), je nutné pro zajištění výše uvedených zásad ocenění provést důkladnou analýzu rizik společnosti s adekvátním zdůvodněním výše jednotlivých rizikových přirážek (například na základě jedné ze stavebnicových metod).

3.3. Výpočet výsledného ocenění

Úkolem této části posudku je z dílčích údajů získaných z předchozích částí (finanční plán, analýza neprovozního majetku, stanovení diskontní míry) vypočítat konečnou hodnotu cílové společnosti, resp. účastnického cenného papíru cílové společnosti. Jejím obsahem musí být:

- Sestavení plánu volných peněžních toků
- Uvedení postupu výpočtu spolu s jeho podrobným popisem.
- Výpočet tzv. pokračující hodnoty s uvedením výpočetního vztahu a jeho vstupních hodnot[8].
- Přičtení neprovozního majetku.
- Odečtení hodnoty cizích zdrojů v podobě úročeného cizího kapitálu, je-li to nutné.
- Přepočet konečné hodnoty čistého obchodního majetku na jednu akcii cílové společnosti.

[8] Protože pokračující hodnota tvoří často více než 50 % hodnoty podniku, je nutné, aby byla zvláště pečlivě zdůvodněna očekávaná výše tempa růstu peněžního toku a aby peněžní tok pro první rok v období, za něž je pokračující hodnota počítána, vycházel z předpokladu stabilizace trhu a konzistentních předpokladů o úrovni investic, pracovního kapitálu, odpisů, tržeb a nákladů. V případě, že je pokračující hodnota vypočtena na základě cílových hodnot tržních násobitelů či na základě očekávané likvidace, platí přiměřeně výše uvedené.

4. Srovnávací metody

Metodu vycházející ze srovnání s obdobnými transakcemi, resp. podniky lze a je vhodné použít jako jednu z metod ocenění pouze v případě, že existují věrohodné údaje s dostatečnou vypovídací schopností o cenách zaplacených za podíly ve srovnatelných společnostech[9].

4.1. Vymezení srovnatelných transakcí, resp. podniků

Použije-li znalec pro ocenění metodu srovnatelných podniků, musí aplikace této metody obsahovat alespoň následující:

- Zdůvodněný výčet kritérií pro výběr srovnatelných transakcí, resp. podniků.
- Výběr srovnatelných transakcí, resp. podniků a jejich charakteristika, včetně tržního postavení, hospodaření, tržní kapitalizace, majetkové struktury, atd. a analýzu klíčových hospodářských ukazatelů srovnatelných podniků podobně jako u podniku srovnávaného[10].
- Zdůvodněný výběr násobitelů, tedy takových koeficientů, které určují vztah mezi vybraným ukazatelem a tržní cenou (např. tržní cena k zisku na akcii nebo tržní cena k účetní hodnotě akcie, atd.).
- Případné úpravy výpočtu či vstupních veličin s ohledem na specifika cílové společnosti a srovnatelných podniků, resp. transakcí.
- Výpočet hodnoty účastnických cenných papírů cílové společnosti podle jednotlivých kritérií a podniků, diskuse nad rozptylem výsledných hodnot.
- Výpočet výsledné hodnoty účastnického cenného papíru cílové společnosti.

[9] Kritéria srovnatelnosti jsou uvedena v odborné literatuře.
[10] Zejména úroveň rizika, sídlo společnosti, odhady růstu peněžních toků a kapitálová struktura mají vliv na výši násobitelů.

5. Majetkové metody

Substanční metodu lze použít jako metodu zobrazující nejlépe hodnotu oceňovaného podniku pro podnik, u něhož je splněn předpoklad nepřetržitého trvání v dohledné budoucnosti pouze v případě, že je provedeno ocenění všech hmotných i nehmotných složek podnikání a znalec identifikuje případnou výši hodnoty goodwillu nebo badwillu.

Likvidační metodu lze a je nutno použít jako metodu zobrazující nejlépe hodnotu oceňovaného podniku pro podnik, u něhož není splněn předpoklad nepřetržitého trvání v dohledné budoucnosti anebo pokud nejlepším možným a právně přípustným naložením s podnikem je jeho likvidace. Tento případ nastává, pokud je likvidační hodnota podniku cílové společnosti včetně všech zpeněžitelných nehmotných aktiv, jako jsou ochranné známky, obchodní firma, práva, licence a patenty, výsledky výzkumné činnosti, apod. vyšší, než jeho hodnota zjištěná některou správně a adekvátně aplikovanou výnosovou metodou.

Účetní ocenění čistého obchodního majetku společnosti nelze považovat za metodu ocenění zobrazující správně hodnotu oceňovaného podniku s výjimkou případu, kdy jde o zcela nově pořízená aktiva podniku, u něhož dosud nelze usuzovat na další vývoj z důvodu krátkého trvání jeho existence. Uvedení účetní hodnoty čistého obchodního majetku však může přispět k vypovídací hodnotě znaleckého posudku.

5.1. Popis majetkové metody

Aplikuje-li znalec jednu z majetkových metod, a to zejména metodu substanční či likvidační, měla by část popisující postup aplikace této metody obsahovat následující náležitosti:

- Popis majetkové struktury cílové společnosti.
- Podrobný přehled majetku společnosti včetně účetních cen.
- Zdůvodněná volba jedné z majetkových metod.
- Výpočet hodnoty pro jednotlivé položky majetku včetně porovnání s cenami účetními.
- Ocenění nehmotných aktiv cílové společnosti.

5.2. Výpočet výsledného ocenění

Úkolem této části posudku je vypočítat z dílčích údajů získaných z předchozích částí výslednou hodnotu cílové společnosti, resp. účastnických cenných papírů cílové společnosti. Jejím obsahem musí být:

- Uvedení postupu výpočtu spolu s jeho podrobným popisem.
- Souhrnný výpočet provedený majetkovou metodou.
- Odečtení hodnoty závazků.

- Přepočet konečné hodnoty čistého obchodního majetku na jednu akcii cílové společnosti.

6. Metoda kapitalizovaných zisků

Metodu kapitalizovaných zisků lze použít jako metodu nejlépe zobrazující hodnotu oceňovaného podniku za platnosti předpokladů nutných pro užití metody diskontovaných peněžních toků (ZNAL Příl. 2. odst. 6.). Navíc musí být zřejmé, že v dohledné budoucnosti nedojde k výrazné změně v předmětu podnikání nebo v tempu růstu zisku (hospodářského výsledku za účetní období), nebo jiné obdobné proměnné způsobilé zobrazovat užitky plynoucí z provozování podniku společnosti vlastníkům podílů ve společnosti.

6.1. Popis metody kapitalizovaných zisků

Aplikuje-li znalec metodu kapitalizovaných zisků, vychází zpravidla buď z dosavadních hospodářských výsledků cílové společnosti a z nich vypočte tzv. trvale odnímatelný zisk, nebo sestaví podrobný plán budoucích zisků, které následně přepočítá na hodnotu k datu ocenění. Použije-li znalec jeden ze zmíněných přístupů, měla by část popisující postup aplikace této metody obsahovat alespoň následující náležitosti:

- Popis metody, kterou se znalec rozhodl použít,
- Sestavení finančního plánu (viz ZNAL Příl. 1 2.6.), použije-li znalec metodu analytickou, tedy s různou výší odnímatelného čistého zisku v budoucím období, a navazující výpočet čistých odnímatelných výnosů.
- Výpočet trvale odnímatelného zisku, je-li stanoven na základě dosavadních hospodářských výsledků, je-li použita tato forma metody kapitalizovaných zisků. Výpočet by měl obsahovat zejména:
    - Úpravu hospodářských výsledků o mimořádné vlivy nebo nepravidelně se opakující vlivy nebo vlivy, které jsou dlouhodobě neutrální (např. tvorba a zúčtování opravných položek).
    - Úpravu zisků na stejnou cenovou hladinu, je-li výše odnímatelného zisku vypočtena jako průměr z hodnot za jednotlivá období.
    - Úpravu odpisů na úroveň, která zabezpečí udržení majetkové podstaty cílové společnosti.
    - Případné další úpravy.
- Stanovení diskontní míry (viz ZNAL Příl. 1 6.2.).

6.2. Diskontní míra

Diskontní míra je dalším důležitým elementem metody kapitalizovaných zisků. Při jejím sestavení je obzvláště nutné dodržovat zásadu konzistence (viz ZNAL 3.3.) a zásadu odůvodněnosti (viz ZNAL 3.7.). Postup určení diskontní míry by měl obsahovat zejména tyto náležitosti:

- Volbu vhodné metody pro výpočet diskontní míry
- Určení bezrizikové úrokové míry
- Uvedení způsobu zohlednění inflace
- U všech údajů musí být uvedeny jejich zdroje
- Při nákladech vlastního kapitálu se zváží postup výpočtu z tržních dat
- Diskontní míra je stanovena ve výši nákladů na vlastní kapitál, je-li metoda kapitalizovaných zisků aplikována ve své tradiční formě
- Při kalkulaci diskontní míry stavebnicovou metodou je třeba dostatečně zdůvodnit výši diskontní míry, např. prostřednictvím uvedení rizikových tříd, podle nichž znalec odhaduje výši takové diskontní míry.

6.3. Výpočet výsledného ocenění

Úkolem této části posudku je vypočítat z dílčích údajů získaných z předchozích částí výslednou hodnotu cílové společnosti, resp. účastnického cenného papíru cílové společnosti. Jejím obsahem musí být:

- Uvedení postupu výpočtu spolu s jeho podrobným popisem
- Souhrnný výpočet provedený metodou kapitalizovaných čistých zisků
- Přepočet konečné hodnoty čistého obchodního majetku na jednu akcii cílové společnosti.

7. Jiné výnosové metody

V případě užití jiné výnosové metody než výše uvedené metody diskontovaných peněžních toků a kapitalizovaných zisků se postupuje při sestavení znaleckého posudku v části obsahových náležitostí vždy podle části 2. této přílohy a dále v závislosti na charakteru metody analogicky s metodou diskontovaných peněžních toků podle části 3. této přílohy anebo analogicky s metodou kapitalizovaných zisků podle části 6. této přílohy. V případě odlišností znalec upraví postup podle části 3. nebo části 6. tak, aby byly dodrženy zásady uvedené v části ZNAL této metodiky, zejména zásada vnitřní konzistence, komplexnosti a opakovatelnosti. Komise konstatuje, že bude při přezkoumání znaleckého posudku kromě výše uvedených náležitostí a zásad přihlížet ke skutečnosti, zda byla metoda aplikována v souladu s doporučeními obsaženými v odborné literatuře.

KOMISE PRO CENNÉ PAPÍRY

ZNAL Příl. 2
Nedostatky znaleckých posudků

OBSAH

1. Úvod ... 3
2. Často se vyskytující nedostatky znaleckých posudků ... 4
2.1. Neodůvodněnost použitých metod ocenění ... 4
2.2. Opomenutí vlivu cenové hladiny ... 4
2.3. Neuvádění pramenů použitých informací ... 4
2.4. Záměna principů jednotlivých variant metody DCF ... 5
2.5. Absence odhadu tržních vah složek kapitálu při výpočtu WACC ... 5
2.6. Opomenutí nebo nesprávné ocenění neprovozní části podniku ... 6
2.7. Nedostatečná odůvodněnost stanovení diskontní míry ... 6
2.8. Neuvádění východisek sestavení finančního plánu ... 6
2.9. Použití srážek za minoritní podíly ... 7
2.10. Průměrování hodnot dílčích ocenění ... 8
2.11. Nepřiměřené váhy při celkovém ocenění v případě použití průměru více metod ocenění (ZNAL Příl. 2, část 2.10) ... 9
2.12. Partikularita jednotlivých informací v posudku ... 10
2.13. Predikce parametrů pokračující hodnoty ... 10
2.14. Kapitalizace finančního pronájmu dlouhodobého majetku ... 11

1. Úvod

Tento dokument je přílohou metodického materiálu ZNAL. Je věnován zejména identifikaci a popisu nejzávažnějších nedostatků, které se podle zkušeností Komise ve znaleckých posudcích často vyskytují.

2. Často se vyskytující nedostatky znaleckých posudků

2.1. Neodůvodněnost použitých metod ocenění

Znalec často ve znaleckém posudku užije určitou metodu ocenění bezdůvodně nebo neodůvodněně. Úkolem každého zpracovatele ocenění cílové společnosti je provést nejdříve podrobnou analýzu cílové společnosti (jejího hospodaření, postavení na trhu, analýzu rizik podnikání atd.) a na jejím základě zvolit adekvátní metodu pro ocenění. Znalec by měl nejen zdůvodnit, proč se přiklonil k určité použité metodě, resp. metodám, ale měl by rovněž v úvodu vlastního ocenění vysvětlit, proč pro ocenění cílové společnosti nepoužil jiné přístupy, případně zdůvodnit, proč tyto přístupy nelze v daném případě aplikovat.

Tento problém Komise uvádí ve spojení se zásadou odůvodněnosti (viz ZNAL 3.7.) a poukazuje na důležitost zdůvodnění volby metody ocenění.

2.2. Opomenutí vlivu cenové hladiny

Při aplikaci metody kapitalizovaných zisků (též metoda kapitalizovaných čistých výnosů) je nutné dbát na vliv změn cenové hladiny v minulých obdobích, a to zejména v případě použití trvale odnímatelného čistého zisku jako tzv. věčné renty pro ocenění cílové společnosti. Je-li trvale odnímatelný zisk stanoven jako střední hodnota z hodnot za různá časová období, Komise s odvoláním na zásadu vnitřní konzistence (viz ZNAL 3.3.) konstatuje, že tyto hodnoty musí být vztaženy ke stejné cenové hladině a diskontní míra potom nesmí obsahovat složku zohledňující změny cenové hladiny. Stejné principy platí i ve vztahu k metodám diskontovaných peněžních toků, je-li diskontovaná proměnná predikována bez vlivu inflace. Komise rovněž upozorňuje v souvislosti s používáním finančního plánu bez vlivu inflace na skutečnost, že hladina cen specifických výrobků cílové společnosti se může vyvíjet značně odlišně od hladiny cen (obvykle index spotřebitelských cen), jež ovlivňuje rozhodování typického investora.

2.3. Neuvádění pramenů použitých informací

U všech údajů použitých ve znaleckém posudku by měl být uveden jejich zdroj a případně stanovisko znalce, zda se s tímto údajem ztotožňuje či nikoliv (zejména je-li záporné). S přihlédnutím k účelu právní úpravy nabídky převzetí a veřejného návrhu smlouvy Komise považuje za hodnotu ve smyslu § 183c odst. 5 obchodního zákoníku alikvotní podíl na tržní hodnotě cílové společnosti, tedy takovou hodnotu, která je co nejméně závislá na subjektivním vztahu a subjektivních názorech určitého jednotlivce k předmětu ocenění (např. cílové společnosti nebo jejím akciím).

Proto Komise považuje za nutné, aby vstupní údaje byly považovány za objektivní jak odbornou veřejností, tak účastníky trhu. Znalec by měl vždy odůvodnit svůj názor tak, aby dodržel zásady důvodnosti a odůvodněnosti, a znalecký posudek tak byl opakovatelný a bylo možné posoudit, zda znalec dodržel zásadu vnitřní konzistence.

2.4. Záměna principů jednotlivých variant metody DCF

Výnosová metoda diskontovaných peněžních toků (DCF) je znalci hojně používána, a to zejména ve formě Entity a Equity. Častým nedostatkem aplikace těchto forem metody DCF je záměna jednotlivých vstupních veličin používaných pro ocenění touto metodou. Komise v souladu se zásadou vnitřní konzistence konstatuje, že podstata formy Entity vyžaduje použití peněžních toků pro akcionáře a věřitele (FCFF) spolu s diskontní sazbou na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC). Výsledkem použití formy Entity je poté tržní hodnota investovaného kapitálu jako celku pro stávající užití, přičemž ke zjištění hodnoty čistého obchodního majetku je nutno odečíst hodnotu cizího kapitálu. Naopak, princip formy Equity vyžaduje paralelní použití volných peněžních toků pro akcionáře (FCFE) a diskontní sazby jako nákladů na vlastní kapitál. Z uvedeného vyplývá, že výsledkem tohoto postupu je pouze hodnota čistého obchodního majetku.

2.5. Absence odhadu tržních vah složek kapitálu při výpočtu WACC

Používá-li znalec metodu DCF ve formě Entity a pro diskontování peněžních toků v důsledku toho diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu, bývá častým porušením zásady vnitřní konzistence použití podílů jednotlivých složek kapitálu, které vycházejí z účetních hodnot. S odvoláním na výše zmíněnou zásadu vnitřní konzistence Komise konstatuje, že tyto podíly by měly vycházet z hodnot tržních, a to jak cizího, tak vlastního kapitálu. Pro zjištění tržní hodnoty vlastního kapitálu za tímto účelem je možné využít tržní kapitalizace, neliší-li se významně výsledek ocenění vlastního kapitálu od této hodnoty. V této souvislosti uvádí, že tržní hodnotu cizího kapitálu a trhem požadovaný výnos z dluhů oceňované společnosti lze nahradit účetní hodnotou, jsou-li splněny zejména následující podmínky:

- jde o dluhy krátkodobé,
- účetní hodnota dluhu odpovídá jeho nominální hodnotě,
- jedná se o solventního dlužníka,
- nepředpokládá se změna bonity dluhu v dohledné budoucnosti.

V ostatních případech je nutné provést separátní odhad tržní hodnoty cizího kapitálu.

2.6. Opomenutí nebo nesprávné ocenění neprovozní části podniku

Základním předpokladem pro správnou aplikaci metody diskontovaných peněžních příjmů a ostatních výnosových metod je rozdělení aktiv cílové společnosti na část provozně nutnou a část provozně nenutnou, jejíž případný odprodej nebude mít vliv na výši budoucích peněžních příjmů a rizika spojeného s jejich dosažením. Komise připomíná, že za takovýto provozně nepotřebný majetek je považován například i nadbytek finančního majetku, jehož výše může být vymezena úrovní likvidity běžné v daném odvětví, ve kterém působí cílová společnost, s ohledem na specifika oceňované společnosti, případně hodnoty doporučované odbornou literaturou. Provozně nepotřebný majetek je zpravidla oceňován jednou z majetkových metod ocenění a jejich suma je na závěr přičtena k výnosové hodnotě cílové společnosti.

2.7. Nedostatečná odůvodněnost stanovení diskontní míry

Často se vyskytujícím nedostatkem při aplikaci výnosových metod je chybný nebo neodůvodněný postup stanovení diskontní míry, a to zejména rizikové prémie za investici do základního kapitálu cílové společnosti. Při výpočtu diskontní míry je nutné dbát zejména na dodržení zásady důvodnosti, odůvodněnosti a vnitřní konzistence, a to s důrazem na použité metody a vstupní hodnoty. Při ocenění, jehož základem je tržní hodnota podniku nebo akcie (srov. European Valuation Standards 2000, The European Group of Valuers' Association standardy s 4.10 a s 4.42), je nutné, aby diskontní míra byla určena (ne však nutně výlučně) z údajů o výnosnostech požadovaných účastníky trhu. Přitom je potřeba brát zřetel na to, aby složení investičního publika u investic, z nichž je zjišťována požadovaná výnosnost, bylo podobné složení investičního publika cílové společnosti a aby se jednalo o podobné typy investice (např. obě kmenové akcie bez omezení převoditelnosti a bez omezení hlasovacího nebo jiného práva).

2.8. Neuvádění východisek sestavení finančního plánu

V případě použití výnosových metod ocenění, jejichž podkladem je finanční plán budoucího hospodaření cílové společnosti, se Komise často setkává s problémem nejasně uvedeného zdroje tohoto plánu a východisek, ze kterých byl tento finanční plán sestaven. V zájmu dodržení zásady transparence je nutné uvést nejen původ finančního plánu, ale i hlavní východiska sestavení plánu, a v případě použití plánu, který není sestaven znalcem, rovněž hodnocení použitého finančního plánu ze strany znalce.

Dále Komise konstatuje, že důvodem pro vyloučení některých výnosových metod založených na finančním plánu cílové společnosti nemůže být absence tohoto plánu na straně managementu cílové společnosti nebo neochota managementu tento finanční plán znalci poskytnout, neexistuje-li důvodná pochybnost o schopnosti cílové společnosti pokračovat v činnosti v dohledné budoucnosti.

Podle názoru Komise je rovněž nepřípustné, aby finanční plán byl znalcem bez dalšího výslovně uvedeného rozboru předpokladů (např. ve formě strategické analýzy) přejat od vedení cílové společnosti nebo třetí osoby. Znalec je odpovědný za znalecký posudek, což plyne z ustanovení § 8 zákona č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících ve znění pozdějších předpisů (dále jen „zákon o znalcích a tlumočnících"), § 22 odst. 2 téhož zákona, nepřímo i z § 10 odst. 2 téhož zákona a dále z § 175 zákona č. 140/1961 Sb., trestní zákon ve znění pozdějších předpisů (dále jen „trestní zákon"). Tím však není dotčena odpovědnost vedení cílové společnosti za pravdivost podkladů poskytnutých znalci.

2.9. Použití srážek za minoritní podíly

Komise zastává názor, že v ocenění pro účely povinných odkupů nelze používat tzv. srážky za minoritu, které mají odrážet omezenou možnost minoritních akcionářů ovlivňovat řízení společnosti, s výjimkou metod ocenění, jejichž výsledkem je hodnota účastnického cenného papíru ve vlastnictví ovládající osoby[11]. Výsledná hodnota ocenění by tedy neměla být závislá na rozložení akciových podílů ve společnosti. Tento postoj Komise opírá zejména o zásadu rovnosti a nediskriminace všech akcionářů jako základní zásadu akciového práva, promítnutou např. v zákazu zneužívání většiny, ale i menšiny hlasů ve společnosti. Zásada rovnosti všech akcionářů je specifikována pro účely nabídky převzetí v ustanovení § 183a odst. 10 obchodního zákoníku, který uvádí, že při nabídce převzetí musí být se všemi akcionáři společnosti, kteří se nacházejí ve stejném právním postavení, zacházeno stejně. Jsou-li tedy akcionáři bez ohledu na velikost jejich podílu majiteli stejných akcií, musí být i pro účely nabídky převzetí a veřejného návrhu smlouvy považována hodnota těchto akcií za shodnou, aby byla tato zásada dodržena.

Komise v důsledku výše uvedeného považuje za nutné, aby pojem „hodnota účastnických papírů cílové společnosti" uvedený v § 183c odst. 3 obchodního zákoníku byl chápán jako poměrný podíl na tržní hodnotě čistého obchodního majetku cílové společnosti při stávajícím užití, tedy bez aplikace srážek za minoritu.

[11] Takovou metodou je například metoda srovnatelných transakcí, kdy je z údajů o ceně účastnických cenných papírů v podílu, jež umožňuje ovládnutí srovnatelné společnosti, usuzováno na hodnotu obdobného podílu v oceňované společnosti.

Srážku za minoritu ve smyslu nemožnosti prosadit své záměry do budoucí činnosti společnosti chápe Komise v užším pojetí. Komise pod pojem srážky za minoritu nezahrnuje například *srážku za neobchodovatelnost*, jejímž ekonomickým základem je skutečnost, že menšinový akcionář v důsledku sníženého rozsahu informační povinnosti společnosti, jejichž účastnické cenné papíry nejsou obchodovány (kótovány) na oficiálním trhu, požaduje vyšší výnos z účastnických cenných papírů, což se projeví snížením jejich tržní hodnoty, ani *srážku za nelikviditu* a podobně.

2.10. Průměrování hodnot dílčích ocenění

Komise se v mnoha případech potýká s problémem výsledného stanovení hodnoty pomocí váženého průměru několika dílčích ocenění, která nahlíží na cílovou společnost zcela jinými způsoby. Komise je toho názoru, že konečná hodnota by měla být výsledkem pouze aplikace té nejvíce vhodné metody, přičemž ostatní dílčí metody je vhodné považovat pouze za podpůrné. V případě, že znalec použije více metod, měl by zvolit výsledek nejvíce vhodné metody ocenění; považuje-li více metod za stejně vhodné, zvolí nejpravděpodobnější hodnotu z rozmezí výsledků těchto metod, přičemž provede rozbor důvodů odlišností a důvodů volby vybrané hodnoty. Ustanovení § 183e odst. 8 obchodního zákoníku klade požadavek, aby navrhovaná cena při nabídce převzetí nebo veřejném návrhu smlouvy, podléhají-li *ex ante* schválení Komisí, byla stanovena s ohledem na obvykle používaná objektivní kritéria ocenění a zvláštnosti společnosti, jejíž akcie jsou předmětem nabídky převzetí nebo veřejného návrhu smlouvy. Z toho plyne, že nelze libovolně kombinovat metody ocenění u jednoho předmětu ocenění, zejména nereflektují-li charakter předmětu ocenění (kontrastním příkladem je společnost holdingového typu versus průmyslový podnik). Tím samozřejmě není dotčena skutečnost, že v některých případech mohou být k ocenění jednotlivých složek majetku společnosti způsobilé různé přístupy ocenění[12].

Průměrování výsledků ocenění jednotlivými metodami jako výjimka z výše uvedeného je možné pouze za splnění následujících předpokladů:

a) jestliže mezi výsledky rozdílných metod užitými jako vstupní údaje pro výpočet průměru, neexistují významné rozdíly, s ohledem na specifika cílové společnosti,
b) jestliže nejde o výsledky metod, jejichž předpoklady užití jsou ve vzájemném rozporu[13],

[12] Nelze tedy *a priori* vyloučit, že znalec použije v rámci zjištění hodnoty čistého obchodního majetku pro jednu složku majetku ocenění na základě majetkového přístupu a pro jinou složku majetku, např. akcie dceřiné společnosti, ocenění některou z výnosových metod.

13 zejména jde o metody majetkové, kdy jsou oceněny pouze majetek a závazky evidované v účetnictví společnosti (a tedy nejsou zohledněny složky podniku jako organizační struktura, dobré jméno, distribuční síť, vztahy s dodavateli, apod.), versus metody výnosové, nebo metoda kursová versus metoda výnosová u společnosti, jejíž hodnota je tvořena především jejím majetkem.

c) jestliže stanovení výsledné hodnoty jako průměru výsledků jednotlivých dílčích metod nevede k zamlžení výsledku znaleckého posudku a porušení zásad uvedených v části ZNAL, zejména zásady vnitřní konzistence,
d) jestliže nejde o výsledky metod, které nahlížejí stejným způsobem na hodnotu podniku a lze je navzájem zaměnit, při použití shodných vstupních údajů (např. metoda diskontovaných peněžních toků pro akcionáře a metoda diskontovaných peněžních toků pro akcionáře a věřitele, nebo varianty metody ekonomické přidané hodnoty a metody diskontovaných peněžních toků, *ceteris paribus*).

2.11. Nepřiměřené váhy při celkovém ocenění v případě použití průměru více metod ocenění (ZNAL Příl. 2, část 2.10)

Znalec často ve znaleckém posudku při výpočtu (stanovení) hodnoty cílové společnosti přiřazuje nepřiměřeně vysokou váhu ceně dosažené na oficiálním trhu nebo mimo něj nebo výsledku ocenění získanému početními operacemi s takovými cenami, aniž by přihlédl k hospodaření společnosti, jejíž účastnické cenné papíry jsou předmětem nabídky převzetí nebo veřejného návrhu smlouvy, a k výhledu na její další vývoj.

Účelem znaleckého posudku je doložit přiměřenost ceny navrhované v nabídce převzetí nebo veřejném návrhu smlouvy, a je tedy jedním ze tří faktorů ovlivňujících stanovení ceny pro tyto účely (cena prémiová, průměrná a přiměřená hodnotě akcií). Při stanovení výsledné hodnoty účastnických cenných papírů zjištěné ve znaleckém posudku by proto neměla být přisuzována nepřiměřeně velká váha ceně dosažené na oficiálním nebo neveřejném trhu nebo ceně získané jako výsledek ocenění vyvozený z početních operací s takovými cenami. Při aplikaci údajů o cenách dosažených na oficiálním nebo neveřejném trhu je nutné zohlednit zejména likviditu akcií, příp. jiných účastnických cenných papírů cílové společnosti a vypovídací schopnost cen dosažených na oficiálním nebo neveřejném trhu v každém konkrétním případě.

Je-li v souladu s principy uvedenými ve ZNAL Příl. 2 část 2.10. pro ocenění akcií společnosti použita více než jedna metoda ocenění a výsledná hodnota je tak stanovena jako vážený průměr výsledků těchto metod, musí znalec podrobně zdůvodnit váhy zvolené pro započtení jednotlivých metod do výsledku ocenění.

Výše uvedené platí obdobně i v případě, kdy znalec volí hodnotu z rozmezí výsledků více metod nebo výsledek jedné z více užitých metod.

2.12. Partikularita jednotlivých informací v posudku

Znalec mnohdy uvede ve znaleckém posudku informaci bez uvedení její vazby na následující nebo předchozí analýzu a míry její závažnosti. Taková informace potom působí samoúčelně. Větší množství údajů a postupů uvedených ve znaleckém posudku bez vazby na následující nebo předchozí analýzu vede k neopakovatelnosti (viz ZNAL odst. 3.5.) a tím i nepřezkoumatelnosti znaleckého posudku.

2.13. Predikce parametrů pokračující hodnoty

Predikce parametru pokračující hodnoty, respektive nedostatky týkající se jeho predikce, jsou dlouhodobým problémem většiny znaleckých posudků. Často užívaným postupem znalců je prosté prodloužení posledního roku první fáze o určité tempo růstu. Podle názoru Komise není ústředním problémem tempo růstu v pokračující hodnotě, ale spíše struktura peněžního toku, který slouží jako základ pro druhou fázi ocenění. Komise nepovažuje za správný postup, kdy znalci použijí jednoduchý Gordonův vzorec, aniž by hodnotili a odůvodnili dlouhodobou udržitelnost míry růstu investic, rentability investic a míry růstu peněžních toků, respektive se zabývali vzájemnou vazbou mezi těmito parametry, které jsou pro pokračující hodnotu klíčové. Komise považuje za nezbytné, aby ocenění obsahovalo odůvodnění jednotlivých parametrů a položek prognózovaného peněžního toku pro pokračující hodnotu, zhodnocení jejich udržitelnosti, vzájemné logické provázanosti a to vše za předpokladu nekonečného horizontu podnikání oceňovaného subjektu při uplatnění předpokladu „racionálního“ vlastníka včetně stručného popisu teoretického základu, na kterém je znalcem provedená predikce druhé fáze ocenění založena.

Velmi častou skutečností, která se ve znaleckých posudcích objevuje, je dlouhodobý předpoklad rentability provozně nutného kapitálu pod úrovní nákladů kapitálu (ať již explicitně vyjádřený nebo z finančního plánu znalce nepřímo vyplývající). Přestože se na první pohled může zdát tato situace reálně nepředpokládatelná, jiný pohled bude nutné přijmout například v případě ocenění podniku působícího v oblasti veřejného zájmu. Při dostatečném odůvodnění může pak být takovýto předpoklad přijatelný. Podle názoru Komise je též možno uvažovat s dlouhodobou rentabilitou kapitálu pod úrovní nákladů kapitálu např. v případě podniků, které v současnosti procházejí významnou krizí či jsou již od samého základu neefektivní (např. dlouhodobě neefektivně přežívající podniky). V tomto případě si je potenciální obecně vymezený kupující vědom samotné nevhodné „konstrukce“ těchto podniků a též si je vědom, že kapitál ve fyzické podobě vložený do tohoto podniku nelze bez jakékoli ztráty „přečerpat“ do jiné oblasti podnikání (dokonalá mobilita kapitálu ve fyzické formě neexistuje). Proto je ochoten dlouhodobě odčerpávat užitky plynoucí z podnikání tohoto podniku při relativně nízké rentabilitě a cenu, kterou je

ochoten za tento podnik zaplatit, odvíjí od předpokladu dlouhodobě nedostatečné rentability.

2.14. Kapitalizace finančního pronájmu dlouhodobého majetku

Při použití metody DCF považuje Komise za nekonzistentní také postup, kdy znalec prognózuje financování části stálých aktiv v nákladové položce služeb prostřednictvím splátek leasingovaného majetku. Komise konstatuje, že metoda DCF ve svém teoretickém pojetí pracuje běžně s kapitalizací majetku pořízeného prostřednictvím finančního pronájmu a s předpokladem, že pořízení majetku je financováno primárně z interních zdrojů. Chyby se znalci často dopouští tím, že bez důkladnější analýzy struktury jednotlivých nákladových položek vycházejí z minulých účetních výkazů společnosti a prognózu zakládají na údajích v nich obsažených. V nákladové položce služby (v rámci výkonové spotřeby) pak ovšem mohou zůstat skryty položky finančního pronájmu, které sice mohou vyjadřovat i reálnou podobu budoucí investiční politiky společnosti, pro účely ocenění je však zapotřebí identifikovat dílčí složky splátkových plateb tak, aby bylo zřejmé, jaká část nákladových položek tvoří nutnou obnovu stálého majetku společnosti a v jaké výši tedy k reprodukci a případnému navýšení investovaného kapitálu majetek pořízený formou leasingu přispívá. Vedle toho je zapotřebí z nákladové položky zahrnuté v provozním hospodářském výsledku při propočtu hodnoty podniku ve variantě entity eliminovat nákladové úroky, které v případě leasingu lze považovat za náklady dlouhodobého cizího kapitálu (úročený cizí kapitál) a neměly by tedy být v cash flow užitém pro ocenění ve variantě DCF entity obsaženy. Nesprávně zohledněný leasing může mít také dopad na chybné posouzení struktury (podílu) vlastního a cizího kapitálu a z něj plynoucí výši WACC. Z výše uvedených důvodů Komise považuje za nutné investiční výdaje v podobě leasingových plateb dekomponovat, investiční část kapitalizovat a leasingové financování promítnout v uvažované struktuře financování činnosti podniku. Komise ovšem nepovažuje kapitalizaci leasingových splátek za nutnou v případě, kdy leasingové náklady představují svou výši vzhledem k ostatním investičním a nákladovým výdajům pouze marginální záležitost, považuje ovšem za vhodné tuto skutečnost ve znaleckém posudku zmínit.