

Oceňování podniku při nedobrovolných transakcích

JUDr. Petr Zima,
AK Šváb,
Zima & Partneři, Praha

P E T R Z I M A

Mýtus č. 1: Oceňování je objektivní hledání „pravdivé“ hodnoty.

Pravda č. 1.1: Veškerá oceňování jsou předpojatá. Jedinou otázkou je, jak mnoho a jakým směrem.

Pravda č. 1.2: Směr a velikost předpojatosti ve vašem ocenění je přímo úměrná tomu, kdo vás platí a kolik vám platí.¹⁾

Většina dosavadní literatury v oblasti oceňování podniků se týká oceňování pro subjekt, který hodlá koupit či prodat určitou investici (tedy jako podklad pro investiční rozhodnutí) nebo hodlá vložit určitý majetek do společnosti. Společné pro tyto případy je to, že po ocenění následuje buď dobrovolná transakce, která je v souladu s vůlí stran této transakce, nebo k obchodu nedojde, protože strany se nedohodnou. Účastník transakce v těchto případech může, ale nemusí, plánovanou transakci provést a má také konečné slovo v tom, zda rady oceňovatele uposlechne, nebo zda se rozhodne jinak (ustoupí od prodeje, nabídne či přijme jinou než odhadnutou cenu apod.).

V praktickém životě však tvoří velkou část oceňovaných transakcí převody jmění podle § 220p obchodního zákoníku nebo transakce spočívající v právu výkupu podle § 183i a následujících obchodního zákoníku. Tyto transakce nazývám pro účely tohoto článku **nedobrovolnými transakcemi**, protože jedna

ze stran (menšinoví investoři) je zde donucena ke vzdání se vlastnického práva k akciím, resp. účasti na podnikání určité obchodní společnosti, proti své vůli nebo by k takovému přechodu vlastnictví dala případně souhlas jen při zcela jiné výši vypořádání či protiplnění, než jaká je stanovena.

Stanovení ceny u nedobrovolných transakcí je založeno na znaleckém posudku, který je vypracován předem, před realizací transakce. U převodu jmění znalece jmenuje soud, avšak na návrh hlavního akcionáře, který znalce také platí. Při ustanovení znalce v rámci práva výkupu soud vůbec nefiguruje.

O metodách a postupech ocenění hodnoty v těchto situacích však právní předpisy a literatura z oblasti oceňování až na výjimky zpravidla mlčí. Literatura týkající se nedobrovolných transakcí je spíše sporadická.²⁾ Rovněž zatím není k dispozici relevantní judikatura českých soudů, která by věc osvětlila. Pokusím se nyní na základě dostupné zahraniční literatury a judikatury nastínit zásadní problémy této oblasti oceňování a dále některá pravidla, která pro danou oblast platí v některých zemích se srovnatelnou právní kulturou.

¹⁾ Z prezentací prof. Aswatha Damodarana: „An Introduction to Valuation“ nebo „Valuation“ (ke stáhnutí např. na jeho stránce www.damodaran.com nebo <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/country/MexicoPres06.ppt>).

Aswath Damodaran je jedním z předních odborníků na oceňování podniků a akcií a profesorem na New York University – Stern Business School. Jeho metody jsou velmi často používány i českými znalci.

²⁾ Damodaran, A.: Damodaran on Valuation, 2nd edition, kapitola 1 – str. 33, u nás Borkovec, A.: Obrana akcionáře proti nepřiměřené ceně za akcii. Právní rozhledy, č. 4, 2003, str. 26 a násl.

Fikce spravedlivé ceny

V některých případech nedobrovolných transakcí není nutné ani možné přistupovat k ocenění podniku formou znaleckého posudku. Spravedlivá cena je definována např. ve Třinácté směrnici Evropského společenství (směrnice Rady č. 25/2004/ES, o nabídkách převzetí), a to jednak jako cena, která byla stanovena v rámci povinné nabídky převzetí a dále u dobrovolných nabídek převzetí, pokud přijetím nabídky její předkladatel získal cenné papíry představující nejméně 90 % základního kapitálu spojeného s hlasovacími právy obsaženého v nabídce. U dobrovolných nabídek převzetí kritériem spravedlivosti vůle většiny oslovených akcionářů přijmout nabídnutou cenu (předpokládá se, že nabídka převzetí je spravedlivá, pokud ji většina oslovených akcionářů aktivně přijme).³⁾ Podobnou fikci obsahuje anglický *Companies Act* v části 13A. V takových případech ovšem znalecké ocenění nepřichází vůbec v úvahu a o správnosti ceny rozhoduje víceméně trh; navrženou cenu akceptuje 90% většina oslovených.

Účel ocenění

Velká část znaleckých posudků k nedobrovolným transakcím začíná definicí pojmu „tržní hodnota“ podle norem organizace znalců TEGoVA, včetně toho, že tržní hodnota je definována mj. takovými prvky, jako „koupěchtivý kupující“ a „prodejchtivý prodávající“.⁴⁾ Jestliže odhadce cituje z této definice, jedná se o nepochopení úkolu, který má provést. Pokud jde o koupěchtivého kupujícího, platí definice pro hlavního akcionáře beze zbytku, neboť tento, jako iniciátor transakce, chce dozajista nabýt akcie minoritních akcionářů, a to za cenu co možná nejnižší. Problém nastává s prodejchtivým prodávajícím. Prodejchtivý prodávající jednoduše ve všech případech oceňování nedobrovolných transakcí podle § 220p a § 183i obchodního zákoníku chybí. Tedy lze *a priori* vyloučit účel ocenění, kterým se hledá odpověď na otázku, kolik bude ochoten zaplatit za podnik či akcie běžný kupující, resp. za kolik bude ochoten prodat své akcie běžný prodávající. Je tedy zřejmé, že účel ocenění při nedobrovolných transakcích je odlišný od účelu, který popisuje norma TEGoVA.

Odhadce přitom vždy ví, že zadavatel posudku, tj. hlavní akcionář, bude chtít za akcie minoritních akcionářů zaplatit co nejméně (to je obecná motivace jakéhokoli kupujícího v obchodním světě), a tento požadavek vůči znalci je téměř ve všech případech výsledovatelný jako implicitní. Spravedlivá hodnota

při nedobrovolných transakcích, zejména *squeeze-out*, však nemůže být hodnotou tržní (ve smyslu prodejechtivého prodávajícího) zejména, nikoliv však pouze proto, že trh s cennými papíry je u nás značně zdeformován. Přiměřené protiplnění odpovídá hodnotě akcie, která musí být zjištěna jako alikvotní podíl na hodnotě čistého obchodního majetku. K tomuto závěru dospěli mj. účastníci panelové diskuze, která proběhla dne 31. 10. 2005 z podnětu vedoucího katedry financí a oceňování podniku na Vysoké škole ekonomické v Praze a ředitele Institutu oceňování majetku prof. Miloše Maříka.⁵⁾ Jak však ke správné hodnotě při nedobrovolných transakcích dospět, je předmětem dalších diskuzí.

Odpovědnost za údaje vstupující do ocenění.

Častým prvkem znaleckých posudků při nedobrovolných transakcích je klauzule obvykle zařazená v úvodu posudku, v níž znalci odmítají převzít odpovědnost za údaje poskytnuté zadavatelem (hlavním akcionářem), aniž by sami provedli přezkoumání těchto údajů.⁶⁾ Někdy odhadci dělají vlastní prognózu, ale téměř vždy chybí precizní uvedení toho, co převzali beze zbytku od představenstva, a toho, co přezkoumali, event. modifikovali po vlastním přezkoumání. Nedostatek takových informací ovšem znamená nepřezkoumatelnost posudku v následném soudním řízení.

Volba oceňovací metody

Někdy je volba metody ocenění uvedena zpravidla na počátku písemného vyhotovení posudku. Podle Přehledu častých nedostatků závěrečných prací z kurzu Oceňování podniku⁷⁾ by však znalec měl zvolit hodnotu ocenění až v návaznosti na hodnocení toho, zda podnik má či nemá dlouhodobější perspektivu. Toto hodnocení musí vyplynout z předchozí strategické analýzy, finanční analýzy, generátorů hodnoty a finančního plánu. To však není vždy respektováno a znalec již od počátku sleduje jednu konkrétní metodu.

Metoda DCF

Nejčastěji používanou metodou pro oceňování při nedobrovolných transakcích je metoda diskontovaných peněžních toků (DCF). Základní problém spočívá v tom, že jde o metodu značně náročnou, pokud jde o nalezení objektivních vstupních parametrů. Znalec musí provést odhad tří základních veličin, které jsou pro výslednou hodnotu firmy směrodatné, a to i) odhad volných peněžních toků v první fázi, ii) odhad diskontní míry a iii) odhad pokračující hod-

³⁾ U případů podle § 220p a § 183i se však o aktivní přijetí nejedná; většina akcionářů přijímá situaci pasivně, neboť v aktivním vyjádření nesouhlasu s cenou jim brání nákladnost soudního řízení a informační deficit.

⁴⁾ Viz příklad za všechny: posudek č. 2-2/2005 vypracovaný znaleckým ústavem TACOMA Consulting a. s. nebo posudek téhož ústavu 69-1/2005.

⁵⁾ Kolokvia se zúčastnili zástupci znaleckých ústavů, Komise pro cenné papíry a studenti doktorandského studia v oboru oceňování (viz <http://www.novota.cz/cs/index.php?lang=cs&clanek=153>).

⁶⁾ Např. posudek č. 1860/2001 znalce S. a řada dalších.

⁷⁾ Viz http://nb.vse.cz/iom/soubory/OP_zaver/ caste_chyby.doc.

noty a v tomto rámci zejména odhad **tempa růstu** „g.“⁸⁾ Vedle toho musí odděleně odhadnout hodnotu neprovozní části podniku. Největší obtíží při používání DCF analýzy je předpovídání peněžních toků dostatečně do budoucnosti. Vzhledem k úrovni nejistoty dotýkající se většiny podnikání může být obtížný i jednoroční odhad zisku a *cash-flow*.⁹⁾

K problematice některých vstupů pro výpočet DCF lze uvést následující:

Odhad volných peněžních toků v první fázi.

Zde je problém v tom, že znalec musí vycházet z určitých prognóz provedených vedením oceňovaného podniku; tyto prognózy zpravidla nekontroluje. V případech práva výkupu to zpravidla ani nebylo možné vzhledem k časové tísní. Závisí tedy do značné míry na poctivém a nestranném přístupu představenstva. Ovšem za situace, kdy má společnost majoritního akcionáře, určuje složení představenstva tento hlavní akcionář. Lze tedy důvodně předpokládat, že představenstvo bude respektovat zájmy hlavního akcionáře a že zájmy druhé strany nedobrovolné transakce, tj. minoritních akcionářů, nebudou při formulování prognózy respektovány a tato bude zaostávat za skutečným vývojem. Skutečný vývoj ve většině případů převyšuje znalce odhadnuté hodnoty.

Odhad diskontní míry. Tato oblast poskytuje největší prostor pro „tvůrčí“ přístup odhadce nebo pro jeho libovůli (podle úhlu pohledu). Odhadce má k dispozici celou řadu možností volby či rozhodnutí, které samy o sobě nebo v kombinaci s jinými mohou podstatně ovlivnit výsledek ocenění, tím či oním směrem. Patří sem volba dvoufázové nebo třífázové metody pro ocenění, volba časového horizontu pro odhad volného peněžního toku v první fázi, volba délky období pro výpočet rizikové premie z historických dat získaných z trhů USA (výpočet historické premie), volba aritmetického nebo geometrického průměru při výpočtu této rizikové premie aj.

K rizikové premii prof. Damodaran uvádí, že riziková premie odhadovaná na amerických trzích různými investičními bankami, konzultanty a formami se pohybuje od 4 % až do 12 %, což je poměrně velké rozpětí, uvědomíme-li si, že při výpočtu hodnoty metodou DCF je tato částka součástí výpočtu diskontní míry, která se nachází ve jmenovateli, přičemž změna o nepatrné procento může mít na celkový odhad velký vliv. Vycházíme-li z toho, že téměř všichni používají stejné databáze historických výnosů, poskytovaných společnostmi *Ibbotson Associates*, jde o velmi překvapivé zjištění. Damodaran dochází k závěru, že standardní chyby u některých použitých časových řad jsou stejně tak velké jako aktuální rizi-

ková premie.¹⁰⁾ Zde je tedy vidět, že délka historické řady a volba aritmetického nebo geometrického průměru jsou velmi citlivými prvky ocenění, které mohou výsledek do značné míry vychýlit tím či oním směrem.

Rizikové premie země. K základní rizikové míře se pro neamerické společnosti přidávají do různých ocenění tzv. rizikové přírázky. Tato praxe je však značně ošidná. Za prvé, vzhledem ke globalizaci trhů je velmi obtížné odlišovat rizika amerických a neamerických společností. Za druhé, společnosti často působí v mezinárodních skupinách, je proto obtížné identifikovat nějaké národní riziko, obzvláště v evropském kontextu. Za třetí, riziko musí být a zpravidla je zahrnuto již v odhadu vývoje společnosti, v prognóze *cash-flow*. K tomu je zajímavé níže uvedené rozhodnutí německého soudu, podle něhož zvláštní šance a rizika jsou zohledněny již při stanovování dlouhodobého výnosu podniku, tedy v rámci prognózy *cash-flow*. Dále v posudcích někdy není případná přírázka ani upravena o očekávanou inflaci.¹¹⁾

Srážky. Znalci někdy při výpočtu kalkulují různé srážky, např. srážky za minoritu nebo srážky za sníženou obchodovatelnost, a tím snižují hodnotu podniku. Podle ČNB „použití jakékoliv srážky obecně vždy vnáší do ocenění subjektivní prvek, a snižuje tak jeho věrohodnost a přezkoumatelnost“.¹²⁾ Tyto srážky mají vyjadřovat tzv. specifické riziko. Toto riziko však musí být a zpravidla je zahrnuto již v prognóze vývoje hospodaření a vývoje *cash-flow*. K tomu je zajímavé níže uvedené rozhodnutí německého soudu ve věci *Paulaner* (viz níže), podle něhož zvláštní šance a rizika podnikání jsou zohledněny již při stanovování dlouhodobého výnosu podniku, tedy v rámci prognózy *cash-flow*. Rovněž někteří čeští znalci se v poslední době přiklání k závěru, že tzv. specifické riziko je vyjádřeno již v rámci prognózy.

Prognóza inflace. Dalším prvkem majícím vliv na výslednou hodnotu je prognóza inflace. Porovnáme-li skutečnou inflaci s prognózovanou, zjistíme, že znalci počítají pro celé prognózované období se stejnou výší inflace, která je známá v době ocenění, a ke snižování inflace (ke kterému v posledních 15 letech dochází) vůbec nepřihlíží. Porovnáme-li odhady vývoje inflace znalců provádějících oceňování nedobrovolných transakcí se skutečným vývojem, je odhad znalců vždy nadhodnocen (odhadují inflaci vždy příliš vysoko), a tím dochází ke snižování hodnoty podniku.

Odhad tempa růstu g. Tento prvek oceňování rovněž umožňuje značnou libovůli při oceňování, přičemž výsledek odhadu vychází zpravidla ve prospěch a podle potřeb zadavatele. Podle prof. Mařika

⁸⁾ Mařík, M. – Maříková, P.: Pokračující hodnota v rámci metody DCF – praktické problémy a teoretická doporučení. Odhadce a oceňování majetku, č. 2, 2005, str. 4.

⁹⁾ Grant M. R., *Contemporary strategy analysis*, 5. vydání, Blackwell Publishing, str. 46.

¹⁰⁾ Damodaran, A.: *Damodaran on Valuation*, 2nd edition, kapitola 2 – str. 19.

¹¹⁾ Stanovisko ČNB čj. 45/Z/169/2006/4 ze dne 27. 3. 2007 k posudku znaleckého ústavu S. č. 2440-137/05.

¹²⁾ Cit. stanovisko ČNB str. 4.

„ve volbě tempa růstu může být značná libovůle“, přičemž „výnosové ocenění je mimořádně citlivé na změnu zvoleného tempa růstu g“. Na druhé straně nebude asi se znalcem nikdo polemizovat o tom, že když oceňujeme k 1. 1. 2005 a první fáze bude trvat do konce roku 2008, tak tempo růstu g od roku 2008 nebude zvolené 2 %, ale třeba 3 % nebo 4 %.¹³⁾

Dále při oceňování tempa růstu u nedobrovolných transakcí se zdá, jakoby neexistoval v České republice podnik, jehož tempo růstu by se alespoň z poloviny přibližovalo skutečnému tempu růstu HDP. Rovněž nízký odhad tempa růstu g snižuje výslednou hodnotu.

Ocenění neprovozní části podniku. V jednom případě došlo k tomu, že pohledávka, která byla předmětem určitého soudního sporu, byla oceněna „neutrálně“, tj. na nulovou hodnotu. Přitom protistrana v soudním sporu vytvořila na celou částku i s úroky rezervu.

Přístup legislativy

Legislativa většinou neobsahuje konkrétní bližší pravidla pro oceňování investic či podniků při nedobrovolných transakcích. Zahraniční právní úpravy většinou pouze odkazují na „fair price“, s výjimkou bulharské, která obsahuje podrobnější úpravu oceňování a podle níž oceňovací metody mají zahrnovat DCF, *earnings multiples* i vážené průměry tržních cen s tím, že musí být poskytnuta cena podle metody, která dává nejvyšší výsledek.¹⁴⁾

Určitým pravidlem je také ustanovení § 183i odst. 6 obch. zák., podle něhož Česká národní banka vždy posuzuje, zda je výše protiplnění přiměřená hodnotě účastnických cenných papírů, přičemž při posuzování přiměřenosti výše protiplnění přihlédne zejména ke skutečnosti, že vlastník účastnických cenných papírů je zbaven možnosti volby, zda a kdy účastnické cenné papíry převede na hlavního akcionáře. K tomu, jak vykládat slova „...v pochybnostech, je nutné přihlédnout k zájmům menšinových akcionářů...“ ovšem zákonodárce nic bližšího neuvádí. Toto ustanovení je přitom velmi důležité, protože znalec používající metodu DCF musí učinit celou řadu rozhodnutí, která mohou vyzníti při nedobrovolných transakcích ve prospěch či v neprospěch hlavního akcionáře.

Výše vypořádání/protiplnění – otázka právní nebo „odborná“?

V současné judikatuře českých soudů nenalezneme pravidla pro oceňování podniků, které jsou předmětem nedobrovolných transakcí. Starší česká judikatura se k otázce přezkoumávání znaleckých posudků soudy vyjadřovala takto: „Soud má právo zkoumat obsah i důvody posudku soudní lékařské rady a zjed-

nati si samostatné přesvědčení, zda lze pokládati okolnosti posudkem dokazované...“¹⁵⁾

V jiné věci prvorepublikový soud uvedl: „Ani posudek lékařské fakulty není pro nalézací soud bezpodmínečně závazným (§ 258, § 288 čís. 3 tr. ř.). Není zákonného předpisu, který by zabraňoval soudu provést nové vyšetření duševního stavu vzhledem k tomu, že obviněný byl již v jiném předchozím případě co do duševního stavu zkoumán a o jeho stavu podán posudek, třeba i lékařskou fakultou.“¹⁶⁾

V zahraniční literatuře však judikatura soudů vyšších stupňů existuje i ve věci oceňování nedobrovolných transakcí. Asi nejvýznamnějším rozhodnutím v této oblasti je rozhodnutí bavorského Nejvyššího zemského soudu čj. 3Z BR 36/91 ve věci *pivovaru Paulaner* (dále jen „Paulaner“). V uvedeném případě se jednalo o přezkoumání náhrady z ovládací smlouvy a ze smlouvy o převodu zisku akcionářům pivovaru Paulaner. Senát aktivně dával znalci zadání, např. mu uložil považovat všechny pozemky restaurací ve vlastnictví pivovaru za majetek, který není nutný k provozu, s výjimkou pozemku X, který má být do ocenění podniku zahrnut v rámci výnosové metody. Dále soudci ve věci *Paulaner* reviznímu znalci uložili, že při ohodnocení pivovaru musí být restaurace vyňaty z oblasti výnosů, s výjimkou pozemku X, a připočteny k hodnotě výnosů v jejich tržní hodnotě, a ne v likvidační hodnotě. Je tedy zřejmé, že znalec byl přesně instruován, pokud jde o účel i postup při vypracování posudku, z čehož vyplývá, že podle bavorského Nejvyššího zemského soudu je ocenění podniku, ze kterého určení přiměřeného odškodnění vychází, právním úkolem, jehož řešení přísluší soudu. K rozhodnutí je však potřebná rada či pomoc znalce. Znalec je také vázán právním zadáním ve vztahu k účelu ocenění a na základě toho případně ohledně metody ocenění, pokud by jinak nemohlo být vyhověno účelu ocenění. Na jiném místě rozsudku tento soud uvádí: „Úkol soudu, který má rozhodnout o přiměřeném odškodnění v hotovosti, na rozdíl od názoru Zemského soudu nekončí pouze tím, že prověří předložený posudek znalce jen s ohledem na to, zda použitá metoda ocenění je věcně správná a neobsahuje rozpory a zda s ohledem na auditorské zásady není důvod zpochybnit obhajobu jednotlivých návrhů hodnot. S posudky znalců v nesporném nalézacím řízení podle akciového práva se nezachází jako s rozhodčími posudky, které jsou nezávazné pouze při jejich zjevné nesprávnosti (viz usnesení Nejvyššího spolkového soudu 53, 376; 81, 237). Určení přiměřeného odškodnění v hotovosti a k tomu potřebné ocenění podniku jsou především právní úkoly, k jejichž řešení musí soud zpravidla využít radu znalce z oblasti podnikové ekonomie (viz Hüffer § 305 okrajové číslo 17; Geßler/Hefermehl/Kropff zákon o akciových společnostech, § 306, okrajové číslo 9).

¹³⁾ Mařík, M.: Pokračující hodnota v rámci metody DCF. Praktické problémy a teoretická doporučení. Odhadce, č. 2, 2005, str. 7.

¹⁴⁾ Law on Public Offering of Securities (LPOS) čl. 150 § 7; citováno z Atanasov V. Ciccotello, Learning from the General Principles of Company Law for Transition Economies: The Case of Bulgaria, str. 27.

¹⁵⁾ Rozhodnutí ze dne 27. 3. 1931, Zm II 432/30, Sbíрка rozhodnutí NS (1919 – 1948) – Vážný.

¹⁶⁾ Rozhodnutí Zm I 86/29, 2. 3. 1929, Sbíрка rozhodnutí NS (1919 – 1948) – Vážný.

Úkol soudů nespočívá jen v tom prověřit hodnověrnost hodnoty podniku, stanovené znalcem, a převzít ji; při nalézáni rozhodnutí mají soudy spíše zjišťovat směrodatné právní faktory zákonné úpravy odškodnění a na základě těchto kritérií stanovit správnou hodnotu podniku pro určitý požadavek na odškodnění (viz *Weiss v. FS Semler*, 1993, str. 631/638).“

Bavorský Nejvyšší soud se v citovaném rozhodnutí rovněž vyjádřil zcela zásadně k otázce **rizikové přírážky**: „Rozhodovací praxe soudů kolísá mezi úplným odmítnutím rizikové přírážky (Vrchní zemský soud Celle DB 1979, 1031/1032; Vrchní zemský soud Zweibrücken WM 1995, 980/984) a rizikovými přírážkami, které se dříve pohybovaly mezi 2 % až 4 % a nyní jsou spíše 0,5 % až 1,5 %“ a dále: „**Protože jsou ale zvláštní šance a rizika zohledněny již při stanovování dlouhodobého výnosu podniku, je příplatek od počátku vyloučen.** Zohledněno může být nanejvýš obecné podnikatelské riziko, které rozlišuje vklad kapitálu do podniku od ‚takřka-jistého‘ vkladu do cenných papírů zúročených pevnou úrokovou sazbou (viz Dörner příručka pro audit 10. vydání svazek II A, okrajové číslo 208). Hodnocení tohoto rizika v přesných číslech není prakticky možné. Za nejspolehlivější metodu považuje senát zvolit jako vodítko **srovnání základní úrokové sazby s obvyklým bankovním zúročením velkých půjček a na základě toho přizpůsobit riziko konkrétnímu případu směrem nahoru nebo dolů.**“

Rovněž americké soudy deklarují právo soudce odmítnout dřívější znalecké posudky a určit vlastní způsob či cestu pro ocenění podniku, a to i včetně vlastních kalkulací prováděných soudem.¹⁷⁾

Test správnosti znaleckého odhadu porovnáním se skutečnými výsledky nebo s revizními posudky

Znalecké posudky obsahují řadu odhadů (diskontní míra, prognóza budoucích výnosů, tempo růstu g, ceny surovin aj.). Uplyne-li mezi dobou vypracování znaleckého posudku a dobou, kdy je tento posudek přezkoumáván např. soudem či revizním znalcem, určitý čas, je možné následně zjistit, do jaké míry byl odhad znalce správný, tj. do jaké míry odpovídá skutečnému vývoji. V tomto následném období jsou postupně publikována „tvrda“ data o tom, jak oceněná společnost fakticky hospodaří, jak se vyvíjí inflace a růst HDP, jak se vyvíjí některé odvětví (tempo růstu aj.); tak lze zjistit, jak se znalec přiblížil svým odhadem skutečnosti, resp. do jaké míry je znalecký odhad správný či mylný. Autor tohoto článku nedis-

ponuje jako právník dostatečným potenciálem, aby učinil porovnání odhadů se skutečností, avšak toto porovnání by mohlo být zajímavým tématem pro nějakou diplomovou či jinou práci. Na porovnání tvrdých dat s odhady při nedobrovolných transakcích lze v řadě autorovi dostupných případů prokázat názorně poučku prof. Damodarana uvedenou v záhlaví.

Otázka možnosti použít pro ocenění nově přístupná data vyvstává zejména v případech, kdy je hodnota podniku přezkoumávána v soudní řízení novým znalcem vybraným a ustanoveným přímo soudem. Neexistuje žádný racionální důvod pro to, aby se muselo abstrahovat od skutečných údajů, které se staly známými následně, jestliže to umožní stanovit přesněji hodnotu společnosti, což je v zájmu účastníků řízení i soudu. Naopak nepřesný odhad původního znalce (provedený na základě nedostatečných údajů) a jeho opakování novým znalcem ke stanovení přesné hodnoty společnosti nemůže vést. Cílem posudku znalce ustanoveného soudem nemůže být vytváření alibi pro původního znalce (vybraného a placeného společností), ale stanovit hodnotu společnosti, resp. akcií co nejpresněji. Žijeme v reálném světě, nikoliv ve světě kdysi provedených odhadů; ve světě, kde galon nafty stojí téměř 100, a nikoliv jen 25 USD. Navíc platí pravidlo uvedené v § 183i odst. 5 obč. zák. o tom, že v pochybnostech je nutné přihlídnout k zájmu oprávněných osob, dotčených příslušným opatřením.

V rámci strategické analýzy často znalci odhadují budoucí vývoj cen vstupních surovin pro dané odvětví. Snaha co nejvíce odhad přizpůsobit potřebám hlavního akcionáře je někdy až komická. Kuriózní je případ znalce, který s vážnou tváří predikoval na roky 2004-2006 trvalý pokles ceny ropy o cca 10 % ročně a následnou trvalou stagnaci. I když v době ocenění nebyl sice očekáván tak výrazný růst ceny této suroviny, jaký nakonec nastal (38 USD v roce 2004 a 68 USD v roce 2005), bylo nicméně zcela nepodložené předpokládat pokles o téměř 25 %.

Německé ochranné sdružení investorů (*Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger E. V.*) shromáždilo fakta, která ukazují, že ve skutečnosti 91,5 % znaleckých posudků znalců vybraných hlavními akcionáři je v přezkumném revizním řízení (*Spruchverfahren*) shledáno nesprávnými (pouze v 8 případech z 94 bylo ocenění znalcem hlavního akcionáře shledáno revizním znalcem správným). Výše protiplatebu byla ve všech 86 případech zvýšena, a to často velmi podstatně; zvýšení o 100 % nebylo ojedinělé, v jednom případě dokonce o 725 % (!).¹⁸⁾ Znalec vybíraný hlavním akcionářem tedy v Německu představuje pouze 8,5% záruku stanovení správné výše, což je z hlediska garancí nedostatečné. U nás by toto procento nesprávnosti bylo patrně ještě vyšší.

Pravidla prof. Damodarana lze doplnit o „Zimovo pravidlo“ pro oceňování při nedobrovolných transakcích v ČR, které zní: „Znalec se může v odhadu zmýlit, a to i podstatně, ale u nedobrovolných transakcí se nikdy nezmylí v neprospěch hlavního či majoritního akcionáře.“

¹⁷⁾ Delaware Open MRI Radiology Associates, P. A. v. Kessler: The Court concluded after very detailed and thorough analysis of the various valuation methods that the price paid by the majority for the ownership interest of the minority was unfairly low and thus, the Court calculated its own new valuation which was the basis for both the appraisal award and the award based upon the entire fairness claim.

¹⁸⁾ Viz www.sdk.org.