



Jaromír Hořejší

Deal Advisory

Country Head of Valuations

Vybraná „moudra“ z oceňování

Vysoká škola ekonomická v Praze
5. března 2019

A hand holding a silver pen is pointing to a financial table. The table contains various numerical values, some of which are underlined or double-underlined, indicating specific figures of interest. The background is a blurred image of a calculator and a hand using it.

10,791					
68,051					
701					
6,971					
196,804					
11,476					
18,268					
6,548					
11,317					
69,410					
(3,860)					
\$11					
\$232					
7.4					

Obsah přednášky

1. Úvod, představení sebe a KPMG, obsah, očekávání	10 min
2. Co oceňujeme	20 min
3. Pro koho a proč oceňujeme	35 min
4. Závěr: Moje hlavní moudra	10 min
5. Diskuze	<u>15 min</u>
Celkem	<u>90 min</u>



1. Úvodní poznámky

1. Úvodní poznámky

Obsah a očekávání z přednášky (1/2)

1. **Poděkování za možnost vystoupit**
2. **Co, proč a pro koho oceňujeme, odpovědnost za použití výstupů**
3. **Závěr: moje „moudra“**

4. **Timing přednášky**
 - 75 min přednáška
 - 15 min diskuze
5. **Maximalizujte svůj vlastní užitek !!!**
 - Vezměte si z toho, co chcete, pokud to stojí za to
 - Přemýšlejte o tom

1. Úvodní poznámky

Obsah a očekávání z přednášky (2/2): Syllabus

1. **Hlavní důvody vedoucí ocenění**
2. **Dokumenty obsahující pravidla pro oceňování a znaleckou činnost**
3. **Subjekty, které jsou v České republice oprávněné provádět oceňovací činnost**

-
1. **Principy, na kterých stojí oceňovací činnost**
 2. **Základní báze hodnoty a přehled oceňovacích metod**
 3. **Vstupní analýzy pro ocenění podniku**
 4. **Vlastní ocenění podniku**
 5. **Oceňování nemovitých věcí**
 6. **Oceňování věcí movitých**

1. Úvodní poznámky

Moje historie v KPMG

Moje Story v KPMG

- Od 1991, Head of Valuations
- Zkušenosti
 - Oceňování – stovky projektů
 - M&A – desítky projektů (prodeje, akvizice, fúze)
 - Due diligence – jednotky projektů
 - Restrukturalizace - jednotky projektů
 - PPP – jednotky „projektů“
 - Mezinárodní projekty v rámci KPMG

Moje odborné zázemí

- „Principles of Corporate Finance“
R.A. Brealey, S.C.Myers, McGraw-Hill Company
- „Investments“
William F. Sharpe, Gordon J. Alexander, Prentice Hall, Inc.
- „Trainings on job“
- KPMG valuation trainings (Basic, Advanced, M&A, PPA, další, postupně se vyvíjelo)
- KPMG network (= „sít’)

1. Úvodní poznámky

Co by bylo dobré, aby oceňovatel uměl

- Teoreticky zdatný v oblasti present value (diskontování, riziko, WACC)
- Schopnost finanční analýzy
- Účetní a daňové konsekvence (cash flow, efektivní daňová sazba, další)
- Finanční modelování
- Understanding the company, the business, souvislosti ocenění
- Přiměřená znalost makroekonomických a sektorových trendů
- Dostatek relevantních informací
- Úsudek a cit

1. Úvodní poznámky

Co je to „sít“?

- Partnership
- KPMG ČR – CEE – EMEA – Global (sdružených v KPMG International Cooperative)
- 1 500 oceňovacích specialistů „around the world“
- Absolventi nejlepších škol: Harvard, London School of Economics, další..., také VŠE
- **Network** – není imaginární pojem, naopak, má obrovskou sílu
 - Zapojení takových odborníků do zakázek, které národní tým nemá k dispozici
 - Výstavba mezinárodních týmů na konkrétních nadnárodních projektech
 - Sdílení znalostí a specializací
 - Koordinace metodiky
 - Pravidelná koordináční setkání valuačních leaderů (Global, EMA, CEE)
 - Pravidelná globální interní profesní akreditace valuačních leaderů
 - Trainings (stupně, specializace)
 - Celosvětový „Valuation Discussion Board“ (je na interní firemní síti přístupný pro každého pracovníka, zaměřuje se na odborné otázky)
 - Secondments – střednědobá výměna pracovníků všech stupňů řízení
 - Neformální kontakty vyplývající z pravidelných setkání a každodenního businessu



2. Co oceňujeme

2. Co oceňujeme

Proč oceňujeme ?? Zpravidla:

Zda a za kolik pořídit
reálné aktivum

=

Investment decision



Pokud ano, potom

Z jakých zdrojů?

=

Financing decision

**Klíčový princip: present
value (PV)**

2. Co oceňujeme

Co oceňujeme ??



Všechno možné



2. Co oceňujeme

Co oceňujeme ??

- Jednotlivá a samostatná aktiva a pasiva
- Podnik
 - „Enterprise“, případně jeho část
 - Složky majetku podniku
 - Vlastní kapitál korporace
 - Holdingové struktury korporací na národní, mezinárodní či globální úrovni
- Projekty
 - Investiční projekty

2. Co oceňujeme

Složky majetku korporace a jejích zdrojů

Aktiva

- **Dlouhodobý majetek**
 - *Nehmotná aktiva*
Software, brand, TM, know how, patenty, licence, práva, další
 - *Hmotná aktiva*
Pozemky, budovy, stroje
 - *Finanční majetek*
Podíly v dceřiných společnostech
- **Krátkodobý majetek**
 - Zásoby
 - Pohledávky
 - Krátkodobý finanční majetek

Pasiva

- **Vlastní zdroje**
 - Vklady majitelů
 - Akumulované zisky
- **Cizí zdroje**
 - *Dlouhodobé*
 - Bankovní půjčky
 - Vydané dluhopisy
 - Půjčky akcionářů či společníků
 - *Krátkodobé*
 - Závazky dodavatelům
 - Zaměstnancům
 - Úřadům, apod.

**Vlastní kapitál,
podíly, akcie**

**Pracovní
kapitál**

Enterprise



3. Pro koho oceňujeme

3. Pro koho oceňujeme

Proč oceňujeme ??



Pro nejrůznější účely

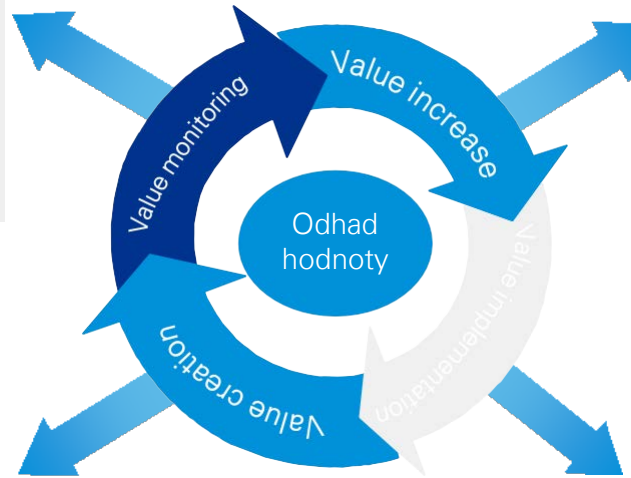


3. Pro koho oceňujeme

Pro koho a jaké účely oceňujeme ??

- Finanční reporting (FAS 141 / IFRS 1, IFRS 3)
- Podpora auditu
- Testování na snižování hodnoty (tzv. impairment testing)

- Nezávislé ocenění pro management firmy
- Business valuation
- Formální expertní zprávy (např. znalecké posudky), pokud je to vyžadováno legislativou
- Ocenění joint venture pro rozdělení vlastního kapitálu



- Restrukturalizace
- Refinancování
- Řízení hodnoty
- Strategie
- Brand management
- Daňové plánování

- Přezkoumání strategických rozhodnutí
- Hodnotové analýzy možností exitu
- Hodnotové rozpory mezi akcionáři a společníky
- Litigace / arbitráže

3. Pro koho oceňujeme

Souvislosti

- M & A related
 - Fúze, akvizice, prodeje
- Tax related
- Forensic related (většinou litigations = soudní spory o hodnotu, náhradu škody či ušlého zisku apod.)
- Accounting/regulatory related
- Strategie firmy – řízení hodnoty
 - Modelování různých hodnotových scénářů
 - Investment decisions
 - Restrukturalizace
 - Financing (zapojování – nejen - externích zdrojů financování)

3. Pro koho oceňujeme

Uživatelé

- Vlastníci aktiva/společnosti /akcionáři, držitelé obchodních podílů
- Potenciální kupci
- Management firem
- Strany sporu
- Regulátoři (např. ČNB, ERÚ)
- Orgány státní a veřejné správy
 - Společností se státní / veřejnou účastí
 - Obchodní případy - akvizice, prodeje apod.
 - Soudy
 - Rozvodová řízení (rozdělení společného jmění manželů)
 - R
 - Finanční úřady
 - Transfer pricing
 - Dědická řízení
 - Jiná daňová řízení
- **Výčet nemusí být vyčerpávající**

3. Pro koho oceňujeme

Accounting / regulatory

- Použití ocenění v účetnictví
 - Požadavky různých účetních standardů (US GAAP, IFRS, ...) na fair value
 - Požadavky regulačních orgánů na oceňování, např. oceňování aktiv investičních fondů
 - Investice
 - Jednotlivá aktiva
 - Akvizice
 - Při tzv. asset dealu (srovnej share deal) převzetí jednotlivých položek do účetnictví, není však povinné
 - Purchase Price Allocation (PPA dle IFRS 3 Business Combinations)
 - Impairment testing
 - Auditní reviews
 - Přeměny společností dle českého práva (fúze, rozdělení, převod jmění na společníka, změna právní formy)
 - Komplikace: přeshraniční fúze – potom musí splňovat požadavky více jurisdikcí

3. Pro koho oceňujeme

Ocenění jako produkt

Forma výstupu

- S výrokem
 - Hodnota/cena „je“
 - Hodnota/cena „podle našeho názoru je“
- Bez výroku

Příklady forem výstupů

- Ocenění a Zpráva o ocenění
 - Specialita: Znalecký posudek
- Fairness Opinion
- Indikativní ocenění, Initial valuation, Valuation analysis
- Studie
- Finanční model jako „předstupeň“ oceňování
- Jiné?

Speciální / občasné případy

- Subjekt ocenění nelze (spolehlivě anebo vůbec) ocenit
- Řešení v transakcích
 - Podmíněná a odložená řešení

3. Pro koho oceňujeme

Péče řádného hospodáře

Občanský zákoník, Zákon o obchodních korporacích

- „...s nezbytnou loajalitou i s potřebnými znalostmi a pečlivostí“ (§159, odst.1 Občanského zákoníku)
- „...jedná ten, kdo mohl při podnikatelském rozhodování v dobré víře rozumně předpokládat, že jedná informovaně a v obhajitelném zájmu obchodní korporace (§ 51, odst. 1 Zákona o obchodních korporacích).

Pro dokreslení

- „Uživatel zprávy se musí sám ubezpečit o všech okolnostech mající vztah k oceňované entitě, aktivu či právu, včetně informací a tvrzení uvedených v této zprávě, a musí se spoléhat také na vlastní šetření a analýzy. Konečná rozhodnutí zůstávají na uživateli této zprávy (subjektu, který rozhoduje, např. statutární orgán apod.).“
- Informace nejsou nezávisle ověřovány.

3. Pro koho oceňujeme

Kdo rozhoduje o využití výstupu:

- Vlastník (i budoucí) aktiva
 - fyzická osoba, společník anebo akcionář korporace
 - Korporace / dle stanov či statutu
 - Jednatel
 - Statutární orgán (představenstvo)
 - Valná hromada
- Státní či veřejný orgán
 - Vláda
 - Ministerstva a jim na roveň postavené subjekty
 - Zastupitelstva všech stupňů
 - Správní a daňové úřady
- Soudce, arbitr
- Další ?

3. Pro koho oceňujeme

Mytická role znaleckých posudků

Několik obecných poznámek

- V českých zemích má pojem „znalecký posudek“ velkou váhu
 - Historické zázemí: monarchie, doba komunismu
 - V některých případech je dodnes vyžadováno legislativou
 - Vyjádřil se k tomu také Ústavní soud
- Tzv. „znalectví“ je silně regulováno státem
- Zahrnuje desítky (nesourodých) oborů, odvětví a specializací
- Směšují se dvě roviny
 - Potřeby státních, veřejných a zejména soudních orgánů
 - Soukromoprávní potřeby soukromých osob
- V praxi: (téměř) všichni (ze zvyku?) chtějí vypracovat znalecký posudek

Klíčová otázka

- Je výstup znaleckého posudku
 1. Konstitutivní?
 2. „Pouze“ podkladem pro rozhodnutí?

3. Pro koho oceňujeme

I. ÚS 4457/12, výtah

- „Obecně lze konstatovat, že znalecký posudek je nepochybně významným druhem důkazních prostředků a v rámci dokazování v trestním řízení mu přísluší významné místo. Nelze však pustit ani na okamžik ze zřetele, že ze stěžejních zásad dokazování v novodobém trestním procesu vyplývá požadavek kritického hodnocení všech důkazů, včetně znaleckého posudku. Znalecký posudek je nutno hodnotit stejně pečlivě, jako každý jiný důkaz; ani on *á priori* nepožívá větší důkazní síly a musí být podrobován všestranné prověrce nejen právní korektnosti, ale i věcné správnosti. Hodnotit je třeba celý proces utváření znaleckého důkazu, včetně přípravy znaleckého zkoumání, opatřování podkladů pro znalce, průběh znaleckého zkoumání, věrohodnost teoretických východisek, jimiž znalec odůvodňuje své závěry, spolehlivost metod použitých znalcem a způsob vyvozování jeho závěrů. Metodologie znaleckého dokazování vyžaduje, aby jak orgány činné v trestním řízení, tak samotný znalec kriticky hodnotili úplnost a bezvadnost podkladových materiálů, které znalec svému zkoumání podrobuje. Znalec nesmí sám vyloučit některé z předložených podkladů jen proto, že nezapadají do jím vytyčené verze události. Ponechávat bez povšimnutí věcnou správnost znaleckého posudku, bez dalšího důvěřovat závěrům znalce, by znamenalo ve svých důsledcích popřít zásadu volného hodnocení důkazů soudem podle svého vnitřního přesvědčení, privilegovat znalecký důkaz a přenášet odpovědnost za skutkovou (pop. i právní) správnost soudního rozhodování na znalce; takový postup nelze z ústavněprávních hledisek akceptovat. Vyvstanou-li pochybnosti o věcné správnosti znaleckého posudku, je orgán činný v trestním řízení povinen, v souladu se zásadou oficiality a zásadou vyhledávací, pokusit se odstranit vzniklé pochybnosti obstaráním důkazů dalších....“



Závěr

Moje hlavní „moudra“

Moje hlavní „moudra“

1. Pokora:

- Nejsem nejchytřejší (i když jsem titulovaný „znalec“ 😊)
- Respektuji osobnosti ostatních oceňovatelů
- Moje / Naše práce procházejí ve většině případů „maturitní zkouškou“ (= kritikou uživatelů)

2. Oceňování:

- Platí zásady a pravidla (standards), metodologie, best practice
- Týmová práce (s výjimkou jednotlivých aktiv, malých a nekomplikovaných firemních struktur)
- „30 % Art“, zahrnující určitou míru subjektivismu a judgement
- Těžko to lze „narvat“ do zákona (zákon o oceňování, návrh jeho novely)

3. Použití výstupů ocenění a oceňovacích analýz

- Výstup není konstitutivní
- Je to „jen“ názor osoby, která jej vypracovala
- Odpovědnost za využití výstupů ocenění nese jeho uživatel (management, soud, ...)



Q & A

Your time



Děkuji za pozornost!

Jaromír Hořejší

Director

Deal Advisory, Corporate Finance

Kontakt:

T +420 222 123 128

M +420 602 313 198

jhorejsi@kpmg.cz