

Návrh zmeny Vyhlášky č 492/2004 Z. z. Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky
z 23. augusta 2004
o stanovení všeobecnej hodnoty majetku

1/V bode 2 prílohy č. 1 k vyhláške 492/2004 Z. z. Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky z 23. augusta 2004 o stanovení všeobecnej hodnoty majetku navrhujeme **uviesť tento text**:

2. Podnikateľská metóda stanovenia všeobecnej hodnoty podniku a častí podniku

a) Všeobecná hodnota podniku a častí podniku stanovená podnikateľskou metódou pri časovo neobmedzenej životnosti podniku sa môže stanoviť takto:

$$VŠH_p = H_{oz} + H_p \quad [\text{Sk}],$$

kde

$VŠH_p$ – všeobecná hodnota podniku a častí podniku stanovená podnikateľskou metódou [Sk],

H_{oz} – všeobecná hodnota odčerpateľných zdrojov počas hodnoteného obdobia [Sk],

H_p – pokračujúca hodnota [Sk].

Všeobecná hodnota odčerpateľných zdrojov počas hodnoteného obdobia sa stanoví takto:

$$H_{oz} = \sum_{t=1}^n \frac{OZ_t}{(1+i)^t} \quad [\text{Sk}],$$

kde

H_{oz} – všeobecná hodnota odčerpateľných zdrojov počas hodnoteného obdobia [Sk],

OZ_t – odčerpateľné zdroje počas hodnoteného obdobia [Sk],

i – miera kapitalizácie v %, ktorá sa do výpočtu dosadzuje v desatinnom tvare [%/ 100],

n – dĺžka sledovaného obdobia [rok].

Miera kapitalizácie (i) sa stanoví v závislosti od štruktúry zdrojov financovania podniku a podnikateľskej činnosti podniku, pričom znalec zvolený model popíše a jeho výber z znaleckom posudku zdôvodní.

Pokračujúca hodnota sa stanoví takto:

$$H_p = \frac{OZ_{n+1}}{i - g} \times \frac{1}{(1+i)^n} \quad [\text{Sk}], \text{ pričom } i > g$$

kde

H_p – pokračujúca hodnota [Sk],

OZ_{n+1} – objem odčerpateľných zdrojov v roku nasledujúcom po sledovanom období [Sk],

i – miera kapitalizácie v %, ktorá sa do výpočtu dosadzuje v desatinnom tvare [%/ 100],

g – trvale udržateľná miera rastu odčerpateľných zdrojov v percentách, ktorá sa do výpočtu dosadzuje v desatinnom tvare [%/ 100],

n – dĺžka sledovaného obdobia [rok].

Pokračujúca hodnota (H_p) je všeobecná hodnota odčerpateľných zdrojov podniku a častí podniku v roku nasledujúcom po sledovanom období, zohľadňujúca predpoklady podniku vytvárať odčerpateľné zdroje počas časovo neobmedzeného obdobia, ktorá je prepočítaná na súčasnú hodnotu k dátumu ohodnotenia.

Trvale udržateľná miera rastu odčerpateľných zdrojov (g) vyjadruje percentuálnu medziročnú zmenu schopnosti podniku vytvárať odčerpateľné zdroje, ktorá závisí od stavu podniku ku dňu ohodnotenia a od jeho vývoja počas sledovaného obdobia v rámci jeho odvetvia v kontexte s jeho históriou.

Trvale udržateľná miera rastu sa v znaleckom posudku stanoví v súlade so zaužívanými postupmi odbornej praxe (geometrické rady, aritmetické rady a pod.) a vybraný metodický postup sa v znaleckom postupe opíše a zdôvodní.

b) Všeobecná hodnota podniku a častí podniku stanovená podnikateľskou metódou pri časovo obmedzenej životnosti podniku sa môže stanoviť takto:

$$V\check{S}H_p = H_{oz} + H_K \quad [Sk],$$

kde

$V\check{S}H_p$ – všeobecná hodnota podniku a častí podniku stanovená podnikateľskou metódou pri časovo obmedzenej životnosti podniku [Sk],

H_{oz} – všeobecná hodnota odčerpateľných zdrojov počas hodnoteného obdobia [Sk],

H_K – konečná hodnota podniku a častí podniku v roku nasledujúcom po sledovanom období, ktorá je prepočítaná na súčasnú hodnotu k dátumu ohodnotenia [Sk].

Konečná hodnota sa stanoví takto:

$$H_K = \frac{LP_{n+1}}{(1+i)^{n+1}} \quad [Sk],$$

kde

H_K – konečná hodnota podniku a častí podniku v roku nasledujúcom po sledovanom období, ktorá je prepočítaná na súčasnú hodnotu k dátumu ohodnotenia [Sk],

LP_{n+1} – predpokladaný čistý výnos zo speňaženia majetku v roku nasledujúcom po sledovanom období (likvidačný prebytok) [Sk],

i – miera kapitalizácie v %, ktorá sa do výpočtu dosadzuje v desatinnom tvare [%/ 100],

n – dĺžka sledovaného obdobia [rok].

2/IV bode 5 prílohy č. 1 k vyhláške 492/2004 Z. z. Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky z 23. augusta 2004 o stanovení všeobecnej hodnoty majetku navrhujeme **uviesť tento text**:

Všeobecná hodnota podniku alebo jeho častí podľa burzového prístupu sa stanoví ako súčet diskontovaných budúcich dividend vzorového podniku počas sledovaného obdobia a očakávanej majetkovej hodnoty na konci sledovaného obdobia.

3/V prílohe č. 1 k vyhláške č. 492/2004 Z. z. Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky z 23. augusta 2004 o stanovení všeobecnej hodnoty majetku navrhujeme doplniť bod 6, ktorý bude znieť:

6. Použitie iných metód stanovenia všeobecnej hodnoty podniku a častí podniku

Ak si to situácia v podniku vyžaduje, znalec použije ďalšie metódy stanovenia všeobecnej hodnoty podniku a častí podniku podľa stavu vedy v danom odbore. Vybranú metódu znalec popíše a jej výber v znaleckom posudku zdôvodní.

4/V bode 3 a 4 prílohy č. 2 k vyhláške č. 492/2004 Z. z. Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky z 23. augusta 2004 o stanovení všeobecnej hodnoty majetku navrhujeme v nadväznosti na navrhované zmeny podľa bodu 1/ pri vysvetlení vzorcov pre sadzbu na diskontovanie budúcich odčepateľných zdrojov (i_1) a (i_2) **uviesť**:

- i_1 - miera kapitalizácie v %, vypočítaná podľa prílohy č. 1 časti 2, ktorá sa do výpočtu dosadzuje v desatinnom tvare [%/ 100],
- i_2 - miera kapitalizácie v %, vypočítaná podľa prílohy č. 1 časti 2, ktorá sa do výpočtu dosadzuje v desatinnom tvare [%/ 100],

5/V prílohe č. 7 k vyhláške č. 492/2004 Z. z. Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky z 23. augusta 2004 o stanovení všeobecnej hodnoty majetku navrhujeme **uviesť tento text**:

STANOVENIE VŠEOBECNEJ HODNOTY CENNÝCH PAPIEROV

Všeobecná hodnota cenných papierov¹⁾ sa stanoví podnikateľskou, majetkovou, kombinovanou alebo porovnávacou metódou. V prípade emitenta cenných papierov, ktorého podnikateľská činnosť skončila likvidáciou alebo konkurzom sa použije likvidačná metóda. Použitie metód podľa bodu 6 prílohy č. 1 znalec zdôvodní.

Všeobecnú hodnotu podielových cenných papierov a vkladov v podnikoch s podielom na základnom imaní alebo na riadení spoločnosti vyšším ako 20 % stanovuje znalec právnická osoba. Všeobecná hodnota sa stanoví použitím viacerých metód. Výsledná všeobecná hodnota vyjadruje objem odčepateľných zdrojov, majetkové a nemajetkové výhody pre majiteľa podielových cenných papierov a vkladov, vplyv na riadenie podniku a možnosť speňaženia cenných papierov a vkladov.

Pri stanovení všeobecnej hodnoty cenných papierov ktoré boli prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu²⁾ sa zohľadní porovnávacou metódou posledný známy kurz vyhlásený na tuzemskom alebo zahraničnom verejnom trhu.

Všeobecná hodnota ostatných podielových cenných papierov a vkladov sa stanoví metódou, ktorej výber znalec zdôvodní. Výsledná všeobecná hodnota vyjadruje objem odčepateľných zdrojov, majetkové a nemajetkové výhody pre majiteľa podielových cenných papierov a vkladov, ako aj jeho vplyv na riadenie podniku. Ak znalec nedisponuje informačnými zdrojmi potrebnými na stanovenie všeobecnej hodnoty ostatných podielových cenných papierov a vkladov, všeobecná hodnota sa stanoví podnikateľskou metódou, ktorá zohľadňuje výnos plynúci majiteľovi podielových cenných papierov a vkladov a speňažiteľnosť ohodnocovaných podielových cenných papierov a vkladov. Pri stanovení všeobecnej hodnoty znalec zohľadní výšku vlastného imania.

¹⁾ § 2 ods. 2 zákona č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov (zákon o cenných papieroch) v znení neskorších predpisov.

²⁾ § 5 písm. j) zákona č. 594/2003 Z. z. o kolektívnom investovaní a o zmene a doplnení niektorých zákonov

Pri stanovení všeobecnej hodnoty úverových cenných papierov sa zohľadňuje schopnosť dlžníka uhradiť záväzkov v stanovenom objeme a čase, aktuálne trhové úrokové sadzby, ako aj zabezpečenie vymožitelnosti úverového cenného papiera.

Všeobecná hodnota iných cenných papierov sa stanoví podnikateľskou metódou, ktorá zohľadňuje objem odčerpateľných zdrojov plynúcich z investície, riziká spojené s investovaním a transformovaním ohodnocovaných zložiek majetku na peňažné prostriedky. Všeobecná hodnota iných cenných papierov, ktoré sú obchodované v danom čase a mieste, sa stanoví podnikateľskou a porovnávacou metódou.

Z d ô v o d n e n i e :

a) Oprava druhej časti vzorca pre výpočet pokračujúcej hodnoty, t.j. $1/(1+i)^{n+1}$

Prvá časť vzorca (na rozdiel od podnikateľskej metódy pre ohodnotenie podniku s obmedzenou životnosťou a od likvidačnej metódy) nepredstavuje jednorazový príjem, ale predstavuje odloženú rastúcu perpetuitu (jeden z ukazovateľov časovej hodnoty peňazí), pre ktorú platí že hodnotu odčerpateľného zdroja z n+1 obdobia, ktorá bude v ďalšom, nekonečne dlhom období rásť rovnomerným tempom rastu g, nám ohodnotí všetky budúce príjmy počnúc n+1 rokom až nekonečnom, jeden rok dopredu, čiže do obdobia n (jeden z predpokladov, za ktorých pracujú ukazovatele súčasnej hodnoty). Z n-tého, nie z n+1 obdobia sa táto hodnota diskontuje (odúročí) do nultého obdobia, čiže do súčasnosti.

b) Úprava pojmového aparátu

➤ trvalá hodnota

Už zo samotného názvu vyplýva, že sa v nekonečne dlhom období očakáva dosahovanie rovnakej, t. j. trvalej hodnoty. Jej odhad je však založený na množstve predpokladov, ktoré sa môžu v relatívne krátkom čase výrazne zmeniť (pričom ani podnik, ani znalec nemohli tieto zmeny predvídať), čo môže mať za následok aj prípadnú zmenu tejto hodnoty. Preto za vhodnejší názov považujeme pojem **pokračujúca hodnota** (používa ho napr. prof. Mařík, M. vo svojej knihe Určování hodnoty firem, Praha, EKOPRESS 1998).

➤ úroková miera

Tento pojem na označenie sadzby, ktorá má slúžiť na diskontovanie budúcich odčerpateľných zdrojov nepovažujeme za vhodný hlavne z dôvodu jeho odlišnej ekonomickej interpretácie. Napr. Veľká ekonomická encyklopédia definuje úrokovú mieru ako ukazovateľ vyjadrujúci stupeň zhodnotenia pôžičkového kapitálu, ktorú možno vyjadriť ako pomer medzi úrokom a pôžičkovým kapitálom. Za vhodný považujeme navrhovaný pojem **miera kapitalizácie**. Aj IVS (medzinárodné ohodnocovacie štandardy) kapitalizáciu definujú ako transformáciu výnosov na hodnotu. Transformácia výnosov na hodnotu nie je nič iné ako súčasná hodnota budúcich odčerpateľných zdrojov – čo je podľa vyhlášky podnikateľská metóda.

➤ **verejne obchodovateľné cenné papiere**

Zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch, ktorý nadobudol účinnosť 1.1.2002 nahradil tento pojem v § 170 bod (1):

Cenné papiere, ktoré boli k 1. januáru 2002 verejne obchodovateľné podľa doterajších predpisov a neboli ku dňu účinnosti tohto zákona prijaté na obchodovanie na trh kótovaných cenných papierov burzy cenných papierov, považujú sa za cenné papiere vydané na základe verejnej ponuky.

Ďalej zákon používa pojmy cenné papiere prijaté na obchodovanie na trh kótovaných cenných papierov a na regulovaný trh.

Domnievame sa, že je vhodné používať pojem **cenné papiere ktoré boli prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu** s odvolávkou na § 5 písm. j) zákona č. 594/2003 Z. z. v ktorom sa pod regulovaným trhom rozumie „trh kótovaných cenných papierov burzy cenných papierov, trh kótovaných cenných papierov zahraničnej burzy cenných papierov alebo iný trh pre investičné nástroje spĺňajúci kritériá podľa § 44; v Slovenskej republike sa iným regulovaným trhom rozumie regulovaný voľný trh burzy cenných papierov.“ Tento pojem aplikuje napr. aj zákon č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve v znení neskorších zmien a doplnkov.

c) Použitie vhodných modelov pre výpočet sadzby diskontného faktora a sadzieb diskontovania pre ďalšie ukazovatele časovej hodnoty peňazí (napr. annuity, perpetuity, rastúcej perpetuity)

Vyhláška stanovuje jediný spôsob výpočtu (i) podľa modelu WACC. Tento spôsob výpočtu je vhodný pre ohodnocovanie majetku spoločností, ktoré pracujú s vlastným aj cudzím kapitálom. Nie je vhodný pre diskontovanie odčerpateľných zdrojov, ktoré sú výsledkom len vlastného kapitálu, napr. dividend, FCFs EQUITY atď. Pre dlhové cenné papiere, ktoré sú súčasťou majetku podniku je tento model úplne nevhodný (tu je vhodnejšia trhová úroková sadzba z porovnateľného finančného nástroja z hľadiska doby životnosti, likvidity, rizika a pod.).

d) Úprava porovnávacej metódy

Na základe skúseností z praxe sa javí ako potrebné doplniť do textu ďalšie slová **vzorového podniku**. Nedoplnenie týchto slov umožňuje v praxi chápanie burzového prístupu ako možnosti použitia modelu diskontovaných dividend na ohodnotenie akcií ohodnocovanej spoločnosti, nie porovnateľnej (vzorovej), čiže tej, s ktorou máme ohodnocovanú porovnať a porovnaním stanoviť jej hodnotu.

e) Použitie likvidačnej metódy v prílohe č. 7 k vyhláške č. 492/2004 Z. z. Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky z 23. augusta 2004 o stanovení všeobecnej hodnoty majetku

Tvorcovia prílohy neprihliadali na skutočnosť, že aj emitent majetkových cenných papierov (napr. akciová spoločnosť, spoločnosť s ručením obmedzeným, družstvo a pod.) môže ukončiť svoju činnosť likvidáciou, resp. vyhlásením konkurzu. Vylúčenie likvidačnej metódy pri ohodnocovaní cenných

papierov spoločností, u ktorých je všeobecne známy koniec ich životnosti formou likvidácie (napríklad v SR v prípade niektorých ťažobných spoločností), spôsobí znalcom problémy.

f) Použitie iných metód stanovenia všeobecnej hodnoty podniku a častí podniku

V znaleckej praxi sa môže vyskytnúť situácia, že ani jedna z metód uvedených v bodoch 1 ž 5 nie je vzhľadom na štruktúru zdrojov financovania a charakter činnosti podniku vhodná. Jedná sa napr. o ohodnocovanie finančných inštitúcií, ktorých väčšiu časť majetku predstavujú vklady od obyvateľstva a podnikateľských subjektov.

Z uvedených dôvodov navrhujeme aj stanovenie všeobecnej hodnoty podniku a častí podniku podnikateľskou metódou pri časovo neobmedzenej životnosti (podľa vzorca $V\check{S}H_p = H_{oz} + H_p$) ako aj pri časovo obmedzenej životnosti (podľa vzorca $V\check{S}H_p = H_{oz} + H_k$) ako jednu z možných metód.