

Ekonomicko-právní aspekty majetkových a kapitálových akvizic z pohledu oceňovatele

Economic and Legal Aspects of Property and Capital Acquisitions from the Perspective of Valuers

Kislingerová, E., Krabec, T., Čížinská, R.¹

ABSTRAKT

V článku se zabýváme významem aktuální regulace fúzí a akvizic v ČR a jejím vlivem na transakční oceňování z daňového, účetního a ekonomického pohledu. Na případové studii je demonstrován stále rostoucí význam nehmotných aktiv. S využitím modelu VIM je provedeno ocenění značky jako identifikovatelného nehmotného aktiva v rámci ocenění obchodního závodu pro transakční účely.

Klíčová slova: Fúze, Akvizice, Nehmotná aktiva.

ABSTRACT

The article discusses the importance of the current regulation of mergers and acquisitions in the Czech Republic and its impact on the valuation of the transaction from tax, accounting and economic perspective. The case study demonstrates the growing importance of intangible assets. By using the VIM model, brand valuation as identifiable intangible asset is conducted by valuing the business enterprise for transactional purposes.

Key words: Mergers, Acquisitions, Intangible assets

JEL classification: K 2, M 10, G 34

Úvod a cíl příspěvku

Pojem akvizice je v ekonomické terminologii často spojován s pojmem fúze, v anglosaské terminologii se pak souhrnně hovoří o *Mergers and Acquisitions*. V obou případech se jedná o fakt, že se společnost (resp. její společník či akcionář) zbavuje části svých aktiv z důvodu jejich následného investování do jiné investiční alokace a s cílem dosažení pozitivního příspěvku k bohatství investora (tvorbě hodnoty obchodního závodu a zprostředkovaně k tvorbě hodnoty vlastního kapitálu z pohledu vlastníka).

¹ prof. Ing. Eva Kislingerová, CSc., Katedra podnikové ekonomiky, Fakulta podnikohospodářská, Vysoká škola ekonomická v Praze, eva.kislingerova@vse.cz

doc. Ing. Tomáš Krabec, Ph.D., MBA, Katedra financí a oceňování podniku, Vysoká škola ekonomická v Praze, tomas.krabec@vse.cz, soudní znalec se specializací na oceňování podniků a cenných papírů

doc. Ing. Romana Čížinská, Ph.D., Katedra ekonomie, Univerzita Hradec Králové, romana.cizinska@uhk.cz

Příspěvek byl zpracován v rámci projektu "Výzkum insolvenční praxe v ČR s cílem vytvořit návrhy změn legislativy, které by umožnily zvýšení výnosů z insolvenčních řízení pro věřitele a tím by napomohly zvýšení konkurenceschopnosti české ekonomiky" (registrovaný u Technologické agentury České republiky (TA ČR) pod evidenčním číslem TD020190).

V souvislosti s fúzemi a akvizicemi se často používá obecný termín převzetí (*takeover*), který lze definovat jako významnou změnu vlastnické struktury společnosti, která zasahuje do jejího dalšího řízení a směřování a která byla vyvolána zásahem jiného subjektu. Fúze je procesem sloučení nebo splynutí dvou (či více) subjektů (nejčastěji obchodních korporací – viz ustanovení § 178, zákona č. 89/2012, občanského zákoníku, v platném znění, dále také jako „NOZ“), akvizici pak lze v obecné rovině definovat jako koupi obchodního podílu či obchodního závodu (viz ustanovení § 2175 NOZ). Zákon, který by se v ČR specificky zabýval přímo **akvizicemi**, v tuzemském právním prostředí neexistuje. Akvizice může být uskutečněna formou koupě/prodeje účasti resp. podílu (kapitálová akvizice) nebo formou koupě/prodeje veškerého majetku obchodního závodu (majetková akvizice).

Machiraju (2003) definuje fúzi jako kombinaci dvou či více společností takovým způsobem, že pouze jedna přežívá a ostatní se ruší. Z pohledu akvizitora je fúze nejlevnější a nejméně složitou variantou akvizice. Akvírovaná společnost má více času na due diligence a vysvětlující komunikaci se svými akcionáři. V případě klasické akvizice, kdy jeden podnik přebírá druhý, který tímto přestává existovat, může být proces mnohem méně přátelský. Tento proces je na druhou stranu rychlejší a snižuje se tak riziko převzetí ze strany jiné společnosti, které hrozí u fúze. V ČR je legislativní úprava fúze a akvizice rozdílná. **Fúzím** je věnována část druhá (a související) zákona č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev, ve které se uvádí, že fúze může být uskutečněna formou sloučení nebo splynutí, přičemž:

- Fúzí sloučením dochází k zániku společnosti nebo družstva (resp. obchodní korporace) nebo více společností nebo družstev a přechodu jmění zanikající společnosti nebo družstva na nástupnickou společnost nebo družstvo; nástupnická společnost nebo družstvo (není-li zvláštním zákonem stanoveno jinak) vstupuje do právního postavení zanikající společnosti nebo družstva,
- Fúzí splynutím dochází k zániku dvou nebo více společností nebo družstev a přechodu jejich jmění na splynutím vzniklou nástupnickou společnost nebo družstvo; nástupnická společnost nebo družstvo vstupuje do právního postavení zanikajících společností nebo družstev, nestanoví-li zvláštní zákon něco jiného.

Fúze sloučením nebo splynutím (v tomto kontextu se někdy v ekonomickém slova smyslu hovoří o konsolidaci) má dle Kislingerové a kol. (2010) hlavní výhodu spočívající v jednoduchosti a relativní finanční nenáročnosti při porovnání s dalšími postupy nabývání jiného podniku (resp. podílů na společnostech, či obchodních závodů). K finančnímu vyrovnání dochází totiž nejčastěji výměnou akcií v předem stanoveném poměru a případně nějakou doprovodnou finanční kompenzací. Komplikací může být schvalovací proces ze strany akcionářů a otázka práv minoritních akcionářů týkajících se určení adekvátní ceny za akciový podíl.

V tomto článku se budeme zabývat pohledem oceňovatele na ekonomické aspekty majetkových a kapitálových akvizic v prostředí ČR, a to primárně z hlediska akvírovaného obchodního závodu. Na pozadí aktuálně platné regulace ukážeme na případové studii, jakým způsobem a s jakými ekonomickými, daňovými a účetními důsledky se transakce s obchodním závodem projeví v případě, kdy nabývací cena majetku přesahuje jeho účetní hodnotu (čili z ekonomického hlediska hodnotu investovaného kapitálu, šířeji k průniku regulace a oceňování Besser, Kislingerová, Krabec, 2011 a Krabec, 2009). Případová studie byla záměrně koncipována tak, aby byl zřejmý vysoký podíl interně generovaných a tudíž rozvahově nevykazovaných identifikovatelných a neidentifikovatelných nehmotných aktiv na hodnotě převáděného hromadného aktiva (obchodního závodu). Na trhu s hromadnými aktivy

je v současné době problematika oceňování nehmotných aktiv více než aktuální - značky, know-how a další nehmotná aktiva se totiž stávají stále podstatnějšími generátory hodnoty, které vytěsňují roli aktiv hmotných a tvoří mnohdy nadpoloviční část placené transakční ceny (viz Salinas, 2009, Krabec, 2009 a další).

1 Majetková akvizice z pohledu prodávajícího

Majetková akvizice (*asset deal*), tedy prodej obchodního závodu (dále také jen „závodu“) bez jeho nositele práv, představuje prodej aktiv a pasiv, nebo jen prodej všech aktiv. Prodej/koupě obchodního závodu jako záležitost obchodního práva je nově upravena v NOZ, a to konkrétně v části čtvrté (hlava II, díl 1, oddíl 2, pododdíl 6: Zvláštní ustanovení o koupi závodu). Koupí závodu nabývá kupující vše, co k závodu jako celku náleží (jednotlivé položky je možno vyloučit, pokud tím celek vlastnosti závodu neztratí). Z § 2183 přitom vyplývá, že je možno prodat nejenom obchodní závod, ale i jeho část, která však musí tvořit samostatnou organizační složku. Kolektiv autorů (2013, s. 430 - 431) k tomu uvádí, že identifikace samostatně prodejné organizační složky je problematická a že odvážnější pojetí považuje za takovouto složku i vnitropodnikový útvar, který sice není zapsán v obchodním rejstříku, ale za který je samostatně vedena účetní evidence (střediskové účetnictví či důsledná analytická evidence), aby bylo možno vyčíslit všechna aktiva a k nim se vážící závazky, které se stávají předmětem prodeje. Pokud je převáděna část závodu, musí rovněž splňovat podmínku organizační samostatnosti, tedy oddělitelnosti od závodu jako celku bez dopadu na schopnost provozu zbývajících částí.

Koupě závodu se považuje za převod činnosti zaměstnavatele. Kupující se stává věřitelem pohledávek a dlužníkem dluhů, které k závodu náleží (z dluhů však kupující přejímá jen ty, o jejichž existenci věděl nebo ji alespoň musel rozumně předpokládat). Neudělil-li věřitel souhlas k převzetí dluhu kupujícím, ručí prodávající za splnění dluhu. Nabytí pohledávek kupujícím se jinak řídí ustanoveními o postoupení pohledávek.

Při prodeji obchodního závodu nedochází k tzv. právní ani daňové kontinuitě, kupující není právním nástupcem prodávajícího. Nedochází tedy k přenosu daňových povinností ani práv vážících se k závodu na kupujícího. Na rozdíl od vkladu závodu nepokračuje kupující v odepisování započatém původním vlastníkem. Podle zákona č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty, v platném znění (dále jen „ZDPH“), se „pozbytí obchodního závodu nepovažuje za dodání zboží, resp. za poskytnutí služby“ (§ 13 odst. 8 písm. a/ ZDPH, § 14 odst. 5 písm. a/ ZDPH), nejde tedy o plnění zdanitelné ani osvobozené od daně z přidané hodnoty. Proávajícímu plátcí DPH tudíž nevzniká povinnost přiznat DPH na výstupu a současně mu zůstává zachován nárok na odpočet daně na vstupu (§ 72 odst. 1 písm. e/ ZDPH), čímž není zapotřebí provést úpravu odpočtu daně (§ 78 ZDPH).

Podle § 6b odst. 1 písm. b/ ZDPH, je-li prodávající plátcem DPH, pak se kupující (osoba povinná k dani) stává dnem nabytí majetku plátcem DPH. Tak je zaručeno, aby majetek v cenách bez DPH nezáskal neplátce.

K prodeji obchodního závodu dochází ve většině případů v průběhu zdaňovacího období. Výsledek prodeje přitom vstoupí do celkového výsledku hospodaření a je tedy součástí zdanitelného příjmu v daňovém přiznání k dani z příjmů na konci zdanitelného období. V

daňovém přiznání bude zohledněn i rozdíl mezi daňovými a účetními zůstatkovými cenami prodaného majetku (ať již jako položka snižující či zvyšující základ daně).

Vede-li prodávající účetnictví, jsou pro transformaci účetního výsledku na základ daně z příjmů určující tři obecná ustanovení (§ 23 odst. 1, 2 a 10 zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů – dále jen „ZDP“) a jedno speciální (§ 24 odst. 8 ZDP). Spojíme-li si tato ustanovení ZDP, můžeme vyjádřit daňový režim prodeje závodu pomocí tří zásad:

- 1) Pokud § 24 odst. 2 ZDP omezuje daňovou účinnost nákladů výši souvisejících příjmů u jednotlivě prodávaných majetků, pak **se daňové omezení ignoruje a účetní přístup se ponechá bez omezení**. Konkrétně se bude jednat například o pohledávky, pozemky či nehmotný majetek, jehož účetní odpisy nejsou daňovým výdajem.
- 2) Pokud § 24 odst. 2 ZDP neomezuje daňovou uznatelnost nákladů výši souvisejících příjmů u jednotlivých majetků, přičemž se problematikou speciálně vůbec nezabývá, pak **bude daňově účinná účetní úprava**. Příkladem může být celá problematika zásob nebo účtů časového rozlišení a dohadných položek.
- 3) Pokud § 24 odst. 2 ZDP neomezuje daňovou uznatelnost nákladů výši souvisejících příjmů u jednotlivě prodávaných majetků, přičemž se ZDP (v § 24 odst. 2 nebo kdekoli jinde) danou problematikou speciálně zabývá, pak **bude daňově účinná úprava uvedená v ZDP**, teda uplatní se zde standardně daňově regulovaný postup. Konkrétně bude daňový přístup uplatněn zejména v případě odpisů a zůstatkové ceny hmotného majetku či například zůstatku oceňovacího rozdílu a goodwillu z titulu koupě závodu.

Pro účtující podnikatele upravuje účetní postupy při prodeji závodu (části závodu), tedy převodu obchodního závodu, třetí část Českého účetního standardu pro podnikatele č. 011 – Operace s podnikem. Prodej obchodního závodu je z pohledu prodávajícího chápán jako mimořádná operace. Její výsledek by proto měl ovlivnit mimořádný výsledek hospodaření a nikoliv běžnou činnost. Z tohoto důvodu se většina účetních případů souvisejících s prodejem účtuje v účtových skupinách 58 a 68. Tržba z prodeje je ostatním mimořádným výnosem, prodaná aktiva jsou vyúčtována do mimořádných nákladů. Rezervy, opravné položky a oceňovací rozdíl k nabytému majetku (nebo goodwill) z minulých transakcí se zruší. Závazky a rezervy, které přechází na kupujícího, budou vyúčtovány ve prospěch ostatních mimořádných nákladů, veřejnoprávní pohledávky a závazky na kupujícího nepřechází.

2 Kapitálová akvizice z pohledu prodávajícího

Kapitálová akvizice (anglosaská terminologie používá označení *share deal*) představuje situaci, kdy se prodávající a kupující dohodnou na tom, že akvizice bude provedena převodem účastí (u osobních obchodních korporací) nebo podílů (např. u a.s. nebo s.r.o.).

Úhrada ceny za prodej podílu probíhá mezi prodávajícím – původním společníkem a kupujícím – novým společníkem. Obchodní majetek společnosti tak zůstává zcela nedotčen, mění se pouze majetkové poměry na úrovni vlastnické společnosti. Při stanovení prodejní ceny může prodávající (a kupující) sice vycházet z účetní hodnoty podílu, nicméně samotná prodejní cena již bude zohledňovat reálnou hodnotu majetku, dobré jméno společnosti a jejích produktů a její postavení na trhu či například dosud nezohledněné opravné položky k majetku.

Podle § 31 zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, (dále jen „ZOK“) se podílem rozumí účast společníka v obchodní korporaci a práva a povinnosti z této účasti plynoucí (oproti původní právní úpravě je tedy aktuálním právním označením „podíl“ a nikoliv „obchodní podíl“). Každý společník přitom může mít pouze 1 podíl v téže obchodní korporaci; to neplatí pro účast v kapitálové společnosti a podíl komanditisty.

Zatímco v původní právní úpravě se striktně dodržovalo pravidlo „jeden společník společnosti s ručením omezeným = jeden obchodní podíl“, nyní § 135 odst. 2 ZOK umožňuje, aby společník vlastnil více podílů a to i podílů různých druhů (například jeden podíl ve spoluvlastnictví a druhý ve výlučném vlastnictví). Byl-li podíl vtělen do kmenového listu, je na jeho převod nutno použít ustanovení § 1103 odst. 2 NOZ. K účinnému převodu kmenového listu, jenž se převádí rubopisem, tak bude k okamžiku jeho předání nutností mít uzavřenu rovněž platnou smlouvu (například kupní či darovací).

V případě akciové společnosti dochází k prodeji podílu prostřednictvím převodu cenných papírů (akcií). Cenný papír je definován v § 514 NOZ²² jako listina, se kterou je právo spojeno takovým způsobem, že je po vydání cenného papíru nelze bez této listiny uplatnit ani převést. Smlouvy o cenných papírech (až na některé drobné výjimky) současná právní úprava neobsahuje, cenný papír je chápán jako věc, a na prodej akcií tedy budou použita obecná ustanovení jednotlivých smluvních typů NOZ (v tomto případě tedy kupní smlouva).

Převod podílu na společnosti s ručením omezeným, který je v ZOK upraven v § 207 a následujících, se diferencuje na dvě základní skupiny:

- 1) společníci převádějí své podíly mezi sebou
- 2) společníci převádějí své podíly na třetí osoby

Smlouva o převodu podílu není dle aktuální právní úpravy „zvláštním typem smlouvy“. Jelikož je podíl považován za věc (viz např. Čech, 2012), tak se kompletně použijí obecná ustanovení § 2085 a NOZ o koupi věci movité, popř. o darování (§ 2055 a následující NOZ).

Dle § 209 odst. 1 ZOK přistupuje nabyvatel nabytím podílu ke společenské smlouvě společnosti a prohlášení o přistoupení tak může ve smlouvě o převodu podílu absentovat.

Zdanění příjmů z prodeje podílu je zcela záležitostí prodávajícího společníka. Jedná-li se o společníka fyzickou osobu, je velmi podstatné si ujasnit, zda je prodáváný podíl součástí obchodního majetku fyzické osoby, či nikoliv. Obchodním majetkem je přitom dle ZDP souhrn majetkových hodnot, které jsou ve vlastnictví poplatníka a o kterých bylo nebo je účtováno. Nebyl-li prodáváný podíl součástí obchodního majetku, pak platí následující:

- příjem z převodu podílu v obchodní korporaci (s výjimkou příjmu z převodu cenného papíru) je osvobozen, přesahuje-li doba mezi jeho nabytím a převodem dobu 5 let (§ 4 odst. 1 písm. r/ ZDP)
- příjem z prodeje cenného papíru je osvobozen, přesáhne-li doba mezi nabytím a převodem tohoto cenného papíru při jeho prodeji dobu 3 let (§ 4 odst. 1 písm. w/ ZDP)

Nejedná-li se o osvobozený příjem vzhledem k nesplnění časového testu, zdaňuje se tento příjem jako příjem ostatní dle § 10 ZDP. Výdajem se pak stává nabývací cena obchodního podílu (§ 24 odst. 7 ZDP). Pokud dojde v jednom zdaňovacím období k prodeji více obchodních podílů, kompenzují se zisky a ztráty ze všech prodejů. Celkově dosažený zisk je

²² zákon o cenných papírech byl s účinností od 1. 1. 2014 zrušen

pak součástí dílčího základu daně z ostatních příjmů (§ 10 ZDP). Pokud by bylo dosaženo celkové ztráty, pak při sestavování celkového základu daně se k této ztrátě nepřihlíží, je tedy daňově neuznatelná, a to jak v rámci dílčího základu daně dle § 10 ZDP, tak i v rámci celkového základu daně. Sazba pro zdanění příjmů z prodeje obchodního podílu je jednotná, stejná pro všechny druhy příjmů fyzické osoby a to ve výši 15 %.

Pokud je obchodní podíl součástí obchodního majetku fyzické osoby, je příjem z prodeje obchodního podílu vždy zdanitelným příjmem. V daňovém přiznání se jedná o dílčí základ daně z podnikání, tj. podle § 7 ZDP. Jako náklad lze proti příjmu z prodeje obchodního podílu vždy postavit nabývací cenu obchodního podílu (§ 24 odst. 7 ZDP). Ztráta z prodeje obchodního podílu je však daňově neúčinná. Jedná-li se o ztrátový prodej obchodního podílu, který je součástí obchodního majetku, pak se výsledek každého takového prodeje posuzuje samostatně, nikoliv v kumulaci za celé zdaňovací období. Zisk je součástí celkového základu daně a každá jednotlivě vzniklá ztráta je daňově neúčinná a zároveň i nepoužitelná v následujících obdobích [§ 24 odst. 2 písm. w/ ZDP].

Společníci, kteří jsou právníckými osobami, nemají dva druhy majetku, a nemusí tudíž zařazení podílu zkoumat. Prodává-li podíl právnícká osoba, je nezbytné zjistit, zda je prodáván podíl na dceřiné společnosti (či společnosti z třetí země splňující obdobné podmínky jako dceřiná společnost), či na společnosti, která podmínky dceřiné společnosti nespĺňuje.

V případě, že je prodáván podíl na společnosti, která není dceřinou společností, je daňové posuzování velmi podobné situaci, kdy podíl prodává fyzická osoba ze svého obchodního majetku. Výnos z prodeje obchodního podílu je vždy součástí základu daně. Jako náklad lze uplatnit nabývací cenu obchodního podílu (§ 24 odst. 7 ZDP), případně další náklady související s prodejem podílu, obojí však jen do výše dosaženého výnosu. Ztráta z prodeje obchodního podílu je podle § 24 odst. 2 písm. w) ZDP daňově neúčinná. V případě prodeje více podílů v rámci jednoho zdaňovacího období se posuzuje každý prodej samostatně, není tedy možné kumulovat zisky a ztráty z prodeje jednotlivých podílů.

Výnosy z prodeje podílu na dceřiné společnosti jsou u mateřské společnosti od daně osvobozeny, a to podle ustanovení § 19 odst. 1 písm. ze) ZDP. Stejně podmínky pak platí i pro prodej podílu na společnosti ze třetí země za podmínek stanovených v § 19 odst. 9 ZDP (dále jen „dceřiná společnost z třetí země“). Pojmy mateřská a dceřiná společnost jsou definovány v § 19 odst. 3 a 4 ZDP.

Ve vztahu k osvobozeným výnosům z prodeje dceřiných společností a dceřiných společností z třetích zemí je nutné důsledně použít ustanovení § 25 odst. 1 písm. i) ZDP, podle kterého jsou veškeré náklady související s osvobozenými výnosy daňově neúčinné. Téměř jistě vznikne náklad ve výši nabývací ceny obchodního podílu, případně ještě další náklady jako zpracování znaleckých posudků, poradenství apod.

Při prodeji obchodního podílu přichází v úvahu i posouzení dopadů na DPH. Počínaje 1. 1. 2010 je nutné vzít v potaz, že převod obchodního podílu je předmětem daně, přičemž do konce roku 2009 byla tato transakce postavena mimo předmět daně. Toto plnění je zákonem označeno za finanční činnost, která je od daně osvobozena bez nároku na odpočet daně na vstupu podle § 54 odst. 1 písm. a) ZDPH. Uvedená novela má velký dopad do praxe. Na výstupu bude výnos z prodeje obchodního podílu od daně osvobozen. U vstupů souvisejících s tímto výstupem však není možné uplatnit nárok na odpočet daně. Dopad osvobozeného plnění do výpočtu koeficientu záleží na tom, zda plátce tento typ finanční činnosti provozuje

jako doplňkovou činnost a zároveň ji uskutečňuje pouze příležitostně. Jedná-li se o doplňkovou činnosti provozovanou pouze příležitostně, výši koeficientu neovlivní.

Z uvedené právní a daňové regulace vyplývá, že způsob provedení transakce s obchodním závodem, resp. podílem na společnosti, může mít značné dopady, které ovlivní výhodnost transakce z hlediska prodávající i kupujícího subjektu. Důležité je, že na pozadí právního rámce budou subjekty transakce dále na hodnotu převáděného majetku nahlížet pod optikou ekonomické výhodnosti, které bude vyplývat primárně z budoucího výnosového potenciálu investice a rizika, kterým budou budoucí užítky plynoucí z této investice zatíženy.

Na hodnotu obchodního závodu je možno pohlížet jako na hodnotu věci hromadné, čili přes současnou hodnotu očekávaných užitků. Alternativně je možno volit jemnější přístup, kdy tato celková hodnota závodu ve smyslu věci hromadné je dále rozdělena (alokována) na reálnou hodnotu jednotlivých aktiv, která jsou v účetnictví oceněna historickými cenami nebo nejsou vykázána vůbec (identifikovatelná a neidentifikovatelná nehmotná aktiva). Toto detailnější dělení je užitečné z hlediska dalšího manažerského řízení, kdy vlastníci vědí, jaký majetek má největší hodnototvorný význam, a v určitých případech je tato členění regulativně vyžadováno (viz požadavky standardu IFRS 3 pro subjekty, na něž dopadá povinnost vykazovat v souladu s IFRS). Zabývejme se těmito aspekty nyní podrobněji (viz také In: Krabec, Čížinská 2013a, 2013b, 2013c, Čížinská, Krabec, 2013e, 2014b, Krabec, Krupová, 2013).

3 Ekonomické opodstatnění vzniku kladného a záporného rozdílu mezi prodejní cenou obchodního závodu/podílu a účetním oceněním majetku po odpočtu závazků

V procesu prodeje obchodního závodu (**asset deal**) dochází často k rozdílu mezi realizační (prodejní/kupní) cenou a oceněním majetku a závazků v účetnictví (majetek je oceňován na základě ocenění jednotlivých identifikovatelných aktiv převzatých z účetnictví prodávajícího, nebo oceněním jednotlivých složek majetku podle zvláštního předpisu; závazky jsou oceněny dle zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví ve jmenovité hodnotě). Pro to, aby byl prodávajícím realizován kladný rozdíl mezi prodejní cenou a oceněním majetku a závazků v účetnictví existují dva důvody:

- 1) Účetní hodnota pořizovaných individuálních aktiv neodráží reálnou hodnotu těchto aktiv, neboť v účetních výkazech sestavených dle Českých účetních standardů převládá ocenění na bázi historických cen (tj. vstupních cen snížených o příslušnou hodnotu odpisů a případně opravných položek).
- 2) Soubor individuálních majetkových položek má pro kupujícího větší (respektive menší) hodnotu, než jakou tvoří součet reálných hodnot jednotlivých majetkových položek. To je způsobeno tím, že na závod je při prodeji nahlíženo jako na funkční celek. Mařík a kol. (2011) upozorňuje, že podnik není hromada věcí, nýbrž věc hromadná neboli (v souladu s německými oceňovacími zásadami „účelná kombinace materiálních a nemateriálních hodnot, jejímž smyslem je nahospodařit zisk“). Další příčinu vzniku tohoto rozdílu v ocenění lze pak spatřovat v subjektivním charakteru ocenění – hodnota podniku (závodu) je odvislá od budoucích ekonomických užitků vnímaných konkrétním kupujícím.

Ať již je příčina vzniku tohoto rozdílu v ocenění jakákoliv, jeho důsledkem v účetnictví prodávajícího je zisk nebo ztráta vyplývající z odpočtu výnosů na účtu 688 (ostatní mimořádné výnosy) a nákladů na účtu 588 (ostatní mimořádné náklady). Výsledek transakce v účetnictví kupujícího závisí na zvoleném způsobu ocenění jednotlivých složek majetku obchodního závodu (upraveno v § 24 odst. 3 zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví). V české praxi jsou obvyklé následující dvě varianty:

- 1) Kupující účetní jednotka oceňuje jednotlivé složky majetku obchodního závodu oceněním jednotlivých složek majetku vedeného v účetnictví účetní jednotky, ze které bylo právo k majetku převedeno nebo přešlo. Činí tak proto, že na ocenění prodávajícího obchodního závodu byl zpracován posudek znalce, který oceňuje obchodní závod jako celek, nikoliv jednotlivé složky majetku a že se domnívá, že historické ceny majetku mají dostatečnou vypovídací schopnost o věrném obrazu skutečnosti. Rozdíl mezi kupní cenou a účetní zůstatkovou hodnotou aktiv po odpočtu závazků generuje kladný nebo záporný **oceňovací rozdíl k nabytému majetku**. Aktivní oceňovací rozdíl k nabytému majetku se (dle § 7 odst. 10 vyhlášky č. 500/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, pro účetní jednotky, které jsou podnikateli účtujícími v soustavě podvojného účetnictví – dále jen „prováděcí vyhláška k účetnictví“) odpisuje rovnoměrně 180 měsíců od nabytí podniku (obchodního závodu) nebo jeho části do nákladů, pasivní oceňovací rozdíl k nabytému majetku se odpisuje rovnoměrně patnáct let od nabytí podniku (obchodního závodu) nebo jeho části do výnosů.
- 2) Kupující účetní jednotka oceňuje jednotlivé složky majetku obchodního závodu oceněním jednotlivých složek majetku podle zvláštního právního předpisu, neboť na ocenění zanikající společnosti je zpracován posudek znalce, který oceňuje jednotlivé složky souboru majetku jejich reálnou hodnotou. V tomto případě může zanikající společnost v účetnictví zachytit jednotlivé složky majetku podle znaleckého ocenění a rozdíl mezi oceněním obchodního závodu jako celku a souhrnem jeho individuálně oceněných složek majetku sníženým o závazky se vykáže jako **goodwill**. Goodwill se dle § 6 odst. 3 písm. d) prováděcí vyhlášky k účetnictví odpisuje rovnoměrně šedesát měsíců od nabytí podniku (obchodního závodu) nebo jeho části do nákladů. Záporný goodwill se odpisuje rovnoměrně šedesát měsíců od nabytí podniku (obchodního závodu) nebo jeho části do výnosů.

Ekonomické vysvětlení rozdílu mezi prodejní cenou účasti resp. podílu (**share deal**) a účetní hodnotou majetku po odpočtu závazků je v zásadě totožné. V případě kladného výsledku prodávající realizuje kapitálový zisk. V účetnictví kupujícího je podíl zachycen jako položka finančního majetku.

Nyní ukážeme na případové studii, jak velký může být význam nehmotných aktiv při transakčním ocenění a jak je možno tato aktiva identifikovat a separátně ocenit. V případové studii používáme zejména metodologických přístupů podrobně popsanych v textech Čížinské a Krabce (2014a, 2014b, 2014c, 2013a, 2013b) a Krabce a Čížinské (2013a, 2013b, 2013c, 2013d, 2013e, 2013f, 2013g).

4 Případová studie: Příčiny vzniku goodwillu při prodeji obchodního závodu (asset deal)

Cílem případové studie je stanovení reálné hodnoty obchodního závodu společnosti Drink, a.s. pro účely podpory rozhodovacího procesu vlastníka společnosti Drink, a.s. v záležitosti prodeje obchodního závodu předem neznámému kupujícímu k rozhodnému datu 31. 12. 2013. Společnost Drink, a.s. se zabývá výrobou a prodejem nealkoholických ovocných sirupů. V tomto segmentu relevantního trhu dosáhla společnost v roce 2013 tržního podílu ve výši 35 % a upevnila první místo na českém trhu. Velkou předností je vlastní velkokapacitní moderní lisovna a dosažitelnost ovoce z regionu jižní Moravy. Společnost vlastní i zdroj kvalitní pitné vody. Finanční situaci Drink, a.s. v roce 2013 znázorňuje následující tabulka.

Rozvaha (v mil. Kč)	2012	2013	Výkaz zisku a ztráty (v mil. Kč)	2013
Aktiva celkem	152	159	Tržby	187,2
Dlouhodobý majetek	71,6	74,4	Výkonová spotřeba a osobní náklady	112,3
Pohledávky	32,1	33,3	Odpisy	22,5
Zásoby	44,4	46,2	Marketingové náklady	4,7
Finanční majetek	4,4	4,6	KPVH před zdaněním	47,6
			Daň z příjmů	9
Pasiva celkem	152,4	158,5	KPVH po zdanění	38,6
Vlastní kapitál	61,0	65,3		
Bankovní úvěry	61,8	62,4	Provozní zisková marže (před zdaněním)	25,46%
Krátkodobé závazky	29,6	30,8	Provozní zisková marže (odvětvový průměr)	24,13%
Dlouhodobý majetek provozně nutný	71,6	74,4	KPVH po zdanění	38,6
Pracovní kapitál provozně nutný	51,3	53,3	Netto investice do pracovního kapitálu	4,9
Provozně nutný investovaný kapitál	122,8	127,7	FCFF	33,7

Tabulka 1: Investovaný kapitál a tvorba provozního výsledku hospodaření společnosti Drink, a.s. k 31.12.2013

Společnosti Drink, a.s. se za dobu své dvacetileté existence podařilo vybudovat silnou značku podpořenou kvalitním a známým produktem. Značka je podpořena existencí registrovaných ochranných známek ve vlastnictví společnosti Drink, a.s. Většina produkce je realizována v České republice, hlavní exportní zemí je Slovensko. Značkovost produkce umožňuje společnosti ve všech obsluhovaných regionech realizovat vyšší provozní ziskovou marži ve srovnání s průměrem běžným v daném tržním segmentu (provozní zisková marže Drink, a.s. je 25,46 %, odvětvový průměr činí 24,13 %, výrobní technologie je vzhledem k homogenitě produktu srovnatelná). Nárůst provozní ziskové marže oproti odvětví je tak způsoben vlivem značky na podnikové tržby a náklady, který lze obecně rozložit do následujících pěti faktorů (Čižinská, Krabec, 2013f, 2013g):

1. Změna prodejní ceny (cenová prémie za značkovost produkce)
2. Změna objemu prodeje (množstevní prémie za značkovost produkce)
3. Vznik tržeb z licencování značky
4. Změna (snížení) variabilních nákladů v důsledku vyšší důvěryhodnosti „značkového odběratele“ u dodavatelů
5. Změna fixních nákladů (vlivem existence značky může docházet k úspoře marketingových nákladů či naopak k jejich nárůstu)

Ocenění obchodního závodu je založeno na výnosovém potenciálu, který v zásadě spočívá na perspektivách závodu známých k datu ocenění. Ocenitelný výnosový potenciál obsahuje všechny šance, které vycházejí z opatření již provedených k datu ocenění nebo z dostatečně konkretizovaných opatření v rámci dosavadního podnikatelského konceptu a obecně známých tržních informací. Finanční plán pro účely ocenění vychází z analýzy a prognózy generátorů hodnoty (Mařík a kol., 2011, 2012 a mnozí další). Ocenění bylo provedeno výnosovou metodou DCF entity a metodou ekonomické přidané hodnoty, přičemž v obou případech jsme vycházeli ze stejných parametrů. Provedená analýza prokázala naplnění předpokladů trvalého pokračování podniku (*going concern*). Pro zjednodušení přitom abstrahujeme od v praxi obvyklé standardní dvoufázové metody s tím, že je na základě provedené analýzy odvětví a dosavadních i plánovaných výsledků společnosti Drink, a.s. pro budoucí období plánováno tempo růstu (g) ve výši 4 % a rentabilita investic (r_I) 31,42 %. Poměr g/r_I z dlouhodobého hlediska odpovídá míře investic (m_I), což je podíl zisku věnovaný na čisté investice a v případě Drink, a.s. činí 12,73 %. Úroková sazba cizích zdrojů (n_{CK}) činí 7 %, sazba daně z příjmů (t) 19 % a náklady vlastního kapitálu za předpokladu nulového zadlužení ($n_{VK(N)}$) 13 %. Samotný výpočet výnosové hodnoty závodu byl proveden standardním postupem popsáním v literatuře (např. Mařík a kol., 2011, 2012). Tabulka 2 znázorňuje výpočet provozní hodnoty vlastního kapitálu za předpokladu, že výše uvedené účetní hodnoty investovaného kapitálu odpovídají hodnotám reálným. Výchozí kapitálová struktura byla přepočtena iterační metodou na strukturu cílovou s tím, že náklady vlastního kapitálu byly na konkrétní míru zadlužení přepočteny následujícím standardním způsobem:

$$n_{VK(Z)} = n_{VK(N)} + (n_{VK(N)} - n_{CK}) * (1 - t) * CK_M / VK_M$$

kde CK_M je cizí kapitál v tržním ocenění

VK_M je vlastní kapitál v tržním ocenění

(v mil. Kč)	Minulost		Finanční plán	
	2012	2013	2014	2015 a dále
Tržby		187,2	194,7	202,5
Provozní náklady kromě odpisů		112,3	116,8	121,5
Odpisy		22,5	23,4	24,4
Marketingové fixní náklady		4,7	4,9	5,1
KPVH před zdaněním		47,6	49,6	51,5
Investovaný kapitál	122,8	127,7	132,9	138,2
KPVH po zdanění (NOPAT)		38,6	40,1	41,7
Plus odpisy		22,5	23,4	24,4
Mínus investice		27,5	28,6	29,7
= investice netto		4,9	5,1	5,3
FCFF		33,7	35,0	36,4
WACC (i_K)		12,61%	12,62%	12,63%
Hodnota brutto k 1.1. (DCF entity)			406,1	422,3
EVA		23,1	24,0	25,0
Diskontované EVA			278,3	289,4
Čistá operační aktiva k 1.1. (NOA)			127,7	132,9
Hodnota brutto k 1.1. (EVA entity)			406,1	422,3

Úročený cizí kapitál k 1.1.		62,4	63,1	63,7
Hodnota netto k 1.1.			343,0	358,6

Tabulka 2: Výpočet provozní hodnoty vlastního kapitálu Drink, a.s. metodou DCF entity a EVA entity.

Volné cash flow v roce 2014 (tedy v prvním roce finančního plánu vychází z KPVH po zdanění roku 2013 zvýšeného o tempo růstu a sníženého o investice do provozních aktiv, tedy:

$$FCFF_{2014} = KPVH_{2013} * (1 + g) * (1 - m_I) = 38,6 \text{ mil. Kč} * 1,04 * (1 - 12,73 \%) = 35 \text{ mil. Kč}$$

Hodnota brutto k 1.1.2014 (tj. k 31.12.2013) odpovídá současné hodnotě součtu volného cash flow roku 2014 a pokračující hodnoty (PH) k 1.1.2015, tedy:

$$HB_{2014} = (FCFF_{2014} + PH) / (1 + WACC)$$

Pokračující hodnota k 1.1.2015 ve výši 422,3 mil. Kč byla vypočtena pomocí parametrického i Gordonova vzorce (mírný numerický rozdíl vzniká v důsledku zaokrouhlení vstupních parametrů):

$$PH = KPVH_{2015} * (1 - g/r_I) / (i_K - g) = 41,7 \text{ mil. Kč} * (1 - 4 \% / 31,42 \%) / (12,63 \% - 4 \%)$$

$$PH = FCFF_{2015} / (i_K - g) = 36,4 \text{ mil. Kč} / (12,63 \% - 4 \%)$$

Jak vyplývá z tabulky, ocenění vlastního kapitálu společnosti metodou ekonomické přidané hodnoty (EVA entity) za předpokladu stejných parametrů finančního plánu dává přibližně stejný výsledek jako metoda DCF entity. K důvodům rozdílů podrobněji viz Mařík a kol. (2012).

Provozní hodnota vlastního kapitálu netto k 31.12.2013 vypočtená výnosovými metodami činí 343 mil. Kč. Reálná hodnota investovaného kapitálu z hlediska rozvahového účetního vyjádření ke stejnému datu dosahuje výše 127,7 mil. Kč, z toho cizí kapitál 63,1 mil. Kč a tedy vlastní kapitál $127,7 - 63,1 = 64,6$ mil. Kč. Pokud by došlo k prodeji závodu k datu ocenění a byla by realizována prodejní cena na úrovni výnosového ocenění, pak bude realizován goodwill ve výši 278,3 mil. Kč ($343 - 64,6$ mil. Kč).

V rámci výpočtu výnosové hodnoty vlastního kapitálu metodou EVA je hodnota vlastního kapitálu společnosti vnímána jako součet hodnoty substance (čistá operační aktiva - NOA) a kapitalizovaných mimořádných (ekonomických) zisků. Z tabulky je patrné, že právě kapitalizované ekonomické zisky, jejichž součet označuje ekonomická teorie jako tržní přidanou hodnotu (MVA) teoreticky odpovídají výši goodwillu.

4.1 Vliv značky Drink na výši goodwillu

Pomocí modelu VIM (Verifikovatelný Interdependentní Model, viz mimo jiné Krabec, Čížinská, 2013a, 2013b, 2013c a 2014) nyní prokážeme, že významným generátorem hodnoty goodwillu jsou v případě podniku Drink, a.s. identifikovatelná nehmotná aktiva v podobě značky prodávaných nealkoholických ovocných sirupů. Model, který byl sestaven pro účely stanovení hodnoty nehmotných aktiv, je založen na provázané aplikaci srovnávacích a výnosových metodických přístupů tak, aby bylo možno provést vzájemnou verifikaci

výsledků získaných ze vzájemně nezávislých, potvrzujících se výpočtů. Výpočetní postup modelu VIM začíná propočtem enterprise value celé společnosti, který byl proveden v předchozí části textu a který poskytl důležité informační vstupy, zejména co se týče tržních vah jednotlivých druhů kapitálu pro výpočet WACC. Následně je aplikováno několik výnosových oceňovacích metod, které poskytnou vzájemně provázané výsledky. Na jejich základě bude celý propočet kalibrován a dojde k rekondiaci výsledků získaných s využitím různých výnosových metod. Nyní tedy k jednotlivým výnosovým oceňovacím metodám značky:

4.1.1 Stanovení hodnoty značky metodou tržního porovnání

Společnost CoreBrand pak provádí dlouhodobý kvantitativní výzkum Corporate Branding Index[®], podpořený aplikací regresních modelů. Z této kontinuální analýzy více než 800 společností napříč 49 odvětvími vyplývá dlouhodobý průměr podílu hodnoty značky na tržní kapitalizaci na úrovni **5 až 7 %**.

Poměr hodnoty značky na tržní kapitalizaci se přitom v jednotlivých odvětvích a stádiích hospodářského cyklu liší. V některých odvětvích (např. materiály pro stavebnictví) má značka relativně malý význam (v průměru 2% podíl). Naopak společnosti dodávající produkty B2C, například odvětví výroby a prodeje nealkoholických nápojů má značka v průměru až 11% podíl na tržní kapitalizaci. Význam a hodnota značky je přitom ještě vyšší, pokud se obchodní firma (název společnosti) shoduje se značkou produktů (viz např. Rajagopal, 2004 či Muzellec & Lambkin, 2009). Jelikož značka společnosti Drink, a.s. právě tyto parametry splňuje, považujeme za opodstatněné uvažovat s průměrným podílem hodnoty značky na tržní kapitalizaci na úrovni 15 %.

Společnost Drink, a.s. se zabývá výrobou a prodejem nealkoholických nápojů na tuzemském trhu a na Slovensku. Označení produktů je shodné s obchodní firmou společnosti. Z tohoto důvodu se jeví jako opodstatněné uvažovat s průměrným podílem hodnoty značky na tržní kapitalizaci (5 až 7 %). V tomto případě by indikativní hodnota značky mohla dosahovat částky okolo 8 milionů Kč.

Provozní hodnota vlastního kapitálu Drink, a.s. vypočtená výnosovými metodami	Hodnota značky Drink (15 % tržní kapitalizace)
343 mil. Kč	51,45 mil. Kč

Tabulka 3: Výpočet hodnoty značky k 31.12.2013 metodou tržního porovnání

4.1.2 Výpočet hodnoty značky Drink metodou prémii

V rámci této metody je propočtena výnosová hodnota značky na základě izolování jejího vlivu na celkový zisk na úrovni enterprise, od čehož jsou odečteny investice a vypočtena hodnota FCFF značky. Jak bylo uvedeno výše, díky značkovosti produkce závod realizuje **prémiovou provozní ziskovou marži** oproti ostatním konkurentům v odvětví.

Z provedené analýzy trhu vyplynulo, že navýšená marže je dosahována díky o 30 % vyšším objemům prodeje, než jsou prodeje, které by společnost Drink, a.s. realizovala bez vlastnictví dané značky. V důsledku izolované množstevní premie dochází ke změně tržeb i nákladů, neboť se mění nejenom provozní zisková marže, ale i variátor celkových nákladů. Dopad na výsledek hospodaření (a tedy i cash flow) je výrazný zejména v případech, kdy podnik vykazuje technologicky vysoký podíl fixních nákladů a využívání licencované ochranné známky vede k realizaci efektů provozní páky (příspěvek ke krytí fixních nákladů a tvorbě zisku připadající na jednotku zisku), a to díky akcelerující dynamice tržeb. Vyvolaná změna

zisku (ΔZ_Q) je na úrovni: nárůst tržeb v důsledku růstu objemu prodeje minus nárůst variabilních nákladů.

Jak bylo uvedeno výše, kromě jiných faktorů může rozdíl mezi podnikovou a odvětvovou ziskovou marží způsobovat rovněž rozdíl mezi marketingovými náklady, které u podniků vlastnících značku mohou být vyšší či nižší než u ostatních podniků v odvětví. Vždy bude záležet na stádiu životního cyklu značky a na účinnosti a efektivnosti alokace marketingových nákladů do jednotlivých marketingových aktivit. V případě Drink, a.s. jsou marketingové fixní náklady přibližně čtyřikrát vyšší, než je v odvětví obvyklé. Proto tento faktor bude na provozní ziskovou marži na rozdíl od objemové premie působit negativně.

Jelikož v praxi je zpravidla velice obtížné odfiltrovat vliv jednotlivých faktorů na změnu ziskové marže, pracujeme zpravidla s agregovanými informacemi v podobě ziskových marží. Jinými slovy, stejně jako v tomto případě máme zpravidla k dispozici informaci o provozní ziskové marži na úrovni odvětvového průměru, stejně jako i provozní ziskovou marži na úrovni daného podniku. Rozdíl mezi těmito dvěma maržemi pak může být způsoben všemi výše uvedenými faktory, jejichž izolovaný vliv jsme schopni vyčíslit pouze za předpokladu kvalitního controllingového a reportingového systému nejenom daného podniku, ale i podniků v odvětví. Celkovou diferencí (v tomto případě nárůst) zisku je nicméně možno i bez těchto informací kalkulovat následujícím způsobem:

$$\Delta Z_{Q(\text{Drink})} = T_{(\text{Drink})} / (1 + p_{Q(\text{Drink})}) * PM_{\text{Odv}} * [PM_{(\text{Drink})} / PM_{\text{Odv}} * (1 + p_{Q(\text{Drink})}) - 1]$$

kde $T_{(\text{Drink})}$ = tržby Drink, a.s. ve sledovaném roce

PM_{Odv} = provozní marže odvětví

$PM_{(\text{Drink})}$ = provozní marže Drink, a.s.

p_Q = procentní změna tržeb v důsledku změny objemu prodeje

Například pro rok 2014 je pak přírůstek zisku díky objemové premii (tedy zisk značky) možno vyjádřit následujícím způsobem:

$$\Delta Z_{Q(\text{Drink}),2014} = 194,7 / (1 + 0,3) * 24,13 \% * [25,46 \% / 24,13 \% * (1 + 0,3) - 1]$$

$$\Delta Z_{Q(\text{Drink}),2014} = 13,4 \text{ mil. Kč}$$

Výše investic do značky je další parametr potřebný pro výpočet volného cash flow generovaného značkou. Roční netto investice jsou v případě individuálního prognózování položek finančního plánu převzaty z marketingového plánu investic. V případě Drink, a.s. vycházíme pro výpočet celopodnikových netto investic z předpokladu, že celková provozně nutná aktiva (NOA) rostou očekávaným tempem růstu (g) ve výši 4 %. Výši investic do značky lze pak kvantifikovat jako součin meziročního nárůstu NOA za závod jako celek a koeficientu investiční relevance značky, kterým se vypočítá jako:

$$k_{IRZ} = \frac{\text{Zůstatková hodnota aktivovaných investic do značky}_{\text{Drink, rok } t}}{NOA_{\text{Drink, rok } t}}$$

K 31.12.2013 byla zůstatková hodnota aktivovaných investic do značky na základě podnikového controllingového systému vyčíslena na 4,867 mil. Kč. Ke stejnému datu činil objem investovaného kapitálu Drink, a.s. 127,749 mil. Kč. Koeficient investiční relevance má tedy hodnotu:

$$k_{IRZ,rok\ 2014} = 4,867 / 127,749 = 0,0381$$

Pomocí koeficientu investiční relevance pak můžeme spočítat netto investice do značky, které v roce 2014 činí:

$$I_{tz,2014} = NOA_{2013} * g * k_{IRZ,rok\ 2014} = 127,749 * 4 \% * 0,0381 = 0,1947 \text{ mil. Kč.}$$

Výpočet hodnoty značky na základě uvedených předpokladů znázorňuje následující Tabulka 4. Použitá diskontní sazba odpovídá úrovni celopodnikového WACC, postup výpočtu hodnoty brutto k 1.1. pak odpovídá standardnímu postupu metody DCF Entity (viz výše uvedený propočet enterprise value celé společnosti).

Položka (v mil. Kč)	2013	2014	2015 a dále
Tržby	187,18	194,66	202,45
Zisk značky	12,910	13,426	13,963
Daň z příjmů (19 %)	2,453	2,551	2,653
Zisk značky po zdanění	10,457	10,875	11,310
Investice	0,187	0,195	0,202
FCFF značky	10,270	10,680	11,108
WACC	12,61%	12,62%	12,63%
Hodnota značky k 1.1.	119,07	123,81	128,75

Tabulka 4: Výpočet hodnoty značky metodou premií

4.1.3 Výpočet implicitní licenční sazby značky Drink

Z výsledné hodnoty značky vypočtené metodou premií je zpětně (iteračně) vypočtena implicitní licenční sazba neboli vnitřní sazba licenčních poplatků stanovených procentem z celkových tržeb. Technika výpočtu přitom v zásadě odpovídá metodě ocenění DCF entity s tím, že pracujeme s volným cash flow, které je přiřaditelné značce v jednotlivých letech, přičemž:

$$FCFF_{Zt} = T_t * LSi * (1-d) - I_{tz}$$

Implicitní licenční sazba dle provedeného výpočtu (viz Tabulka 5) dosahuje hodnoty 6,9 %. Základním orientačním bodem pro posouzení relevantnosti výše licenčních poplatků se často využívá Knoppeho vzorec, na základě kterého by výše licenční sazby měla odpovídat 25 až 33 procentům provozní ziskové marže (Knoppe, 1972, s. 108, Boos, 2003). Jelikož v případě podniku Drink, a.s. je provozní marže dlouhodobě na úrovni 25,5 %, nabývá Knoppeho vzorec hodnoty 6,9 % / 25,5 % = 27 procent. To odpovídá stanovenému rozpětí, na základě čehož lze považovat výsledky provedených výpočtu za empiricky dosažitelné.

Položka (v mil. Kč)	2013	2014	2015 a dále
Tržby	187,177	194,664	202,451
Licenční sazba	6,9%	6,9%	6,9%
Výnosy * licenční sazba	12,910	13,426	13,963
Daň z příjmů	2,453	2,551	2,653
Výnosy po zdanění	10,46	10,87	11,31
Investice	0,187	0,195	0,202
FCFF	10,3	10,7	11,1

WACC	12,61%	12,62%	12,63%
Hodnota značky k 1.1.	119,07	123,81	128,75

Tabulka 5: Výpočet implicitní licenční sazby

4.1.4 Výpočet hodnoty značky pomocí „brand impact“

Tato metoda na rozdíl od metody prémie nevychází z rozdílnosti ziskové marže mezi podnikem vlastním značku a odvětvovým průměrem (tedy z finančních faktorů), nýbrž vychází z výsledků marketingového šetření. Snaží se tedy zohlednit následující behaviorálně kvalitativní faktory:

- Tržní podíl a jeho stabilitu
- Funkcionální satisfakci (produkt versus očekávání)
- Zkušenosti s nákupem a servisem (servis and buying experience)
- Podporu prodeje a doprovodné služby
- Bezpečnost a řízení rizik produktu

Na základě scoringového modelu je úroveň vyjmenovaných faktorů promítnuta do hodnoty parametru „brand impact adjustor“. Tento parametr vstupuje do výpočtu hodnoty značky dvěma způsoby:

- 1) determinuje samotnou úroveň peněžních toků přiřaditelných značce v jednotlivých letech, neboť platí, že: peněžní toky přiřaditelné značce = EVA celopodniková * brand impact adjustor;
- 2) pomocí reagenční funkce ($WACC_{značky} = WACC_{podniku} / \text{konvertor rizika značky}$) determinuje hodnotu WACC značky, jenž se využívá pro diskontování peněžních toků přiřaditelných značce, přičemž platí, že:

$$\text{konvertor rizika značky} = \left(\frac{EVA_{podniku,t} * BIA * (WACC_{podniku,t} - g)}{WACC_{podniku,t} * FCFF_{Z,t}} + \frac{g}{WACC_{podniku,t}} \right)^{-1}$$

diskont či přírážka k $WACC_{podniku}$ pomocí faktoru se vypočte následujícím způsobem:

WACC značky = WACC podniku + prémie (platí je-li konvertor rizika značky menší než 1)

WACC značky = WACC podniku – diskont (platí, je-li konvertor rizika značky větší než 1)

Odpočet investic do značky od peněžních toků přiřaditelných značce se neprovádí, předpokládá se totiž, že investice se projevují v hodnotě parametru *brand impact adjustor* a v upravené diskontní sazbě. Tato metoda jako jediná ze všech dosud uvedených generuje hodnotu $WACC_{značky}$, které se používá pro výpočet hodnoty značky a které na základě porovnání s $WACC_{podniku}$ informuje o rizikovitosti značky jakožto nehmotného aktiva v komparaci s rizikovitostí podniku jako celku (viz v podrobnostech In: Čížinská, Krabec, 2014a, 2014b).

V případě společnosti Drink, a.s. odpovídá hodnota parametru *brand impact adjustor* na základě scoringového modelu hladině 40 %. V této hodnotě se promítají výsledky dlouhodobého marketingového šetření vnímání značky zákazníky a její relevance v nákupním rozhodování. Výpočet hodnoty značky pomocí brand impact pak znázorňuje následující Tabulka 6.

Položka (v mil. Kč)	2013	2014	2015 a dále
Brand impact adjustor	40%	40%	40%
EVA podniku	23,1	24,0	25,0
konvertor rizika značky	1,0733	1,0737	1,0740
WACC podniku	12,61%	12,62%	12,63%
WACC značky	11,75%	11,75%	11,76%
Přirážka k WACC	-0,859%	-0,865%	-0,870%
Peněžní toky přiřaditelné značce	9,2	9,6	10,0
Hodnota značky k 1.1.	119,07	123,81	128,75

Tabulka 6: Výpočet hodnoty značky pomocí brand impact

4.1.5 Rekongiliace výsledků

Pomocí výnosového ocenění byla stanovena provozní hodnota vlastního kapitálu společnosti Drink, a.s. k 31.12.2013 ve výši 343 mil. Kč. Byla tak identifikována tržní přidaná hodnota (ekvivalent goodwillu, u nekótované společnosti můžeme hovořit o tzv. primárním goodwillu) ve výši 278,3 mil. Kč. Pomocí modelu VIM bylo zjištěno, že na goodwillu se značnou měrou podílí hodnota značky (výnosová hodnota k 31.12.2013 činí 123,81 mil. Kč), neboť díky značkovosti produkce společnost realizuje objemovou prémii oproti ostatním podnikům v odvětví. Kombinace objemové premie a navýšených marketingových fixních nákladů na podporu značky se v konečném důsledku projevuje premiovou provozní ziskovou marží, v důsledku čehož je realizován kladný výsledek hospodaření značky. Na základě vypočtené výnosové hodnoty značky bylo zjištěno, že hypotetická (implicitní) licenční sazba odpovídá přibližně 27 % provozní ziskové marže. Na základě marketingově analýzy behaviorálně kvalitativních faktorů byla odhadnuta hodnota parametru *brand impact adjustor* na úrovni 40 %. Tato hodnota vypovídá o poměrně významné relevanci značky v nákupním rozhodování zákazníků a promítá se do WACC značky - skrze konvertor rizika značky ve výši cca 1,074 bylo zjištěno, že WACC značky je o 0,9 p.b. nižší než WACC podniku a že tedy značka Drink je jako nehmotné aktivum méně riziková než ostatní provozní aktiva společnosti Drink, a.s. Metodou tržního porovnání bylo empiricky zjištěno, že značka Drink by mohla mít hodnotu cca 50 milionů Kč. To je zhruba poloviční hodnota výnosového ocenění značky. Použitý násobitel (15 % tržní kapitalizace) vycházel ze zahraničního zdroje a nezohledňoval specifické tržní postavení společnosti Drink, a.s.. Relativně velký rozdíl ve výsledných hodnotách je ekonomicky vysvětlitelný tím, že společnost Drink, a.s. vykazuje komparativní konkurenční výhodu v oblasti struktury a řízení nákladů oproti srovnání s odvětvovými obvyklými hodnotami (v tomto případě navíc na US datech) a společnost Drink, a.s. tak pro své akcionáře zhodnocuje investice do značky relativně rychleji a díky behaviorálním tržním faktorům i s nižším parciálním rizikem.

5 Závěr

V tomto textu jsme se zabývali základními možnostmi, které český právní řád poskytuje pro realizace nákupů a prodeje obchodních závodů, obchodních podílů ve společnostech a tím, jaké daňové a právní konsekvence volba příslušné struktury transakce vyvolá. V rámci transakčního oceňování se dnes již není možno obejít, aniž by oceňovatel znal pokročilé metody pro oceňování obchodních závodů a majetkových podílů: způsob ocenění, volba

struktury transakce a v neposlední řadě ekonomická a hodnotová identifikace jednotlivých nehmotných aktiv má v rámci realizace transakce nezastupitelný význam.

V případové studii byl představen postup vycházející z modelu VIM, který umožňuje provést ohodnocení značky a posoudit zdroje tvorby hodnoty této značky. Na datech v případové studii bylo demonstrováno, jak vysoký podíl na reálné hodnotě obchodního závodu ve smyslu věci hromadné, značka jako identifikovatelné nehmotné aktivum zaujímá. Z ekonomického hlediska představuje znalost samotné hodnoty značky samozřejmě cennou informaci. Ještě důležitější je však znalost způsobu, jakým a proč značka hodnotu obchodního závodu spoluvytváří a jak je možno na základě znalosti těchto behaviorálně-ekonomických faktorů hodnotu značky – a v důsledku toho – i hodnotu obchodního závodu řídit.

Literatura

- [1] Besser, J., Kislingerová, E., Krabec, T. (2011): Problémy s možností odhadu ceny obvyklé podniku z hlediska teorie ohodnocování podniku. *Právní rozhledy*, 2011, roč. 19, č. 15, s. 533–543.
- [2] Boos, M. (2003): *International Transfer Pricing: The Valuation of Intangible Assets*, Kluwer Law International, The Hague. 2003.
- [3] Čech, P. (2013): S.r.o. po rekodifikaci, ze dne 24.5.2012 [online], [cit. 18.7.2013]. Dostupné z: < <http://obcanskyzakonik.justice.cz/infocentrum/media/sro-po-rekodifikaci/>>
- [4] Čižinská, R. – Krabec, T. (2014a). Modelling Positive and Negative Brand Impact by Using the VIM Model for Valuing Brands of Private Companies. In *2014 Winter Global Business Conference Proceedings*. 1. vyd. Zagreb, Croatia: Innovation Institute, 2014, s. 69--79. ISSN 1848-2252.
- [5] Čižinská, R. – Krabec, T. (2014b). Destroying and Creating Equity Value Through Brand Management: Positive and Negative Brand Impact Assessment by Using the VIM Modelling Approach. *Journal of Contemporary Management Issues*. 2014. sv. 19, č. 1, s. 213--230. ISSN 1846-3363.
- [6] Čižinská, R. – Krabec, T. (2014c). Analyzing Cost Structures for Determining Possible Predatory Pricing. *International Advances in Economic Research*. 2014. ISSN 1083-0898.
- [7] Čižinská, R. – Krabec, T. (2013a). Aplikace VIM modelu na ocenění značek charakteristických zápornou relevancí v nákupním rozhodování spotřebitele. *Oceňování*. 2013. sv. 6, č. 4, s. 3--16. ISSN 1213-8223.
- [8] Čižinská, R. – Krabec, T. (2013b). Rate of Investments as a Parameter of the VIM Model for Appraising Trademarks of Unlisted Companies. In *10TH International Scientific Conference. European Financial Systems*. Brno: Masaryk University, 2013, s. 61--69. ISBN 978-80-210-6294-8.
- [9] Děrgel, M. <http://www.danarionline.cz/archiv/dokument/doc-d2749v3567-prodej-podniku-v-danich-1-cast/>
- [10] Kislingerová, E. a kol (2010). *Manažerské finance*. 3. Vydání. Praha: C.H.Beck, 2010.
- [11] Knoppe, H. (1972): *Die Besteuerung der Lizenz- und Know-how-Verträge*. 2. Vydání. O. Schmidt, Köln, 1972.
- [12] Kolektiv autorů. Meritum. *Daň z příjmů 2013*. Praha: Wolters Kluwer, 2013.

- [13] Krabec, T. (2009): *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada, 2009.
- [14] Krabec, T. – Čížinská, R. (2013a). Metody pro ocenění ochranné známky: doporučení pro použití v České republice. *Scientia et Societas*, IX(2), 160-175.
- [15] Krabec, T. – Čížinská, R. (2013b). VIM Model for Appraising the Trademark of an Unlisted Company According to IFRS 13. *Journal of Accounting and Auditing: Research & Practice*. 2013. sv. 2013, s. 1--17. ISSN 2165-9532.
- [16] Krabec, T. – Čížinská, R. (2013c). VIM Model for Appraising the Trademark of an Unlisted Company. In *Entrepreneurship Vision 2020: Innovation, Development Sustainability, and Economic Growth. Proceedings of The 20th International Business Information Management Association Conference*, pp. 908-926.
- [17] Krabec, T. – Čížinská, R. (2013d). VIM model pro ocenění ochranné známky nekótované společnosti. *Odhadce a oceňování majetku*. 2013. sv. 19, č. I, s. 32--54. ISSN 1213-8223.
- [18] Krabec, T. – Čížinská, R. (2013e). Destroying and Creating Equity Value Through Brand Management: Positive and Negative Brand Impact Assessment by Using the VIM Modelling Approach. *Journal of Contemporary Management Issues*. 2014. sv. 19, č. 1, s. 213--230. ISSN 1846-3363.
- [19] Krabec, T. – Krupová, L. (2013). Interdisciplinární pohled na oceňování a vykazování kulturních památek, uměleckých děl a sbírek podle IFRS. *Oceňování*, 2013. sv. 6, č. 2, s. 27--46.
- [20] Krabec, T. – Čížinská, R. (2013f). Introducing the Financial Brand Impact Adjustor in the VIM Model for Appraising the Brand of an Unlisted Company. In *Recent Advances in Energy, Environment, Economics and Technological Innovation*. 1. vyd. Paris: WSEAS Press, 2013, s. 157--163. ISBN 978-960-474-343-8.
- [21] Krabec, T. – Čížinská, R. (2013g). VIM model pro ocenění značky se zápornou relevancí v nákupním rozhodování. In *Finanční řízení podniků a finančních institucí*. Ostrava: VŠB-Technická univerzita Ostrava, Ekonomická fakulta, katedra financí, 2013, s. 380--390. ISBN 978-80-248-3172-5.
- [22] Machiraju, H. R. (2003). *Mergers, Acquisitions and Takeovers*. New Delhi: New Age International Publishers, 2003.
- [23] Muzellec, L. – Lambkin, M. (2009). *Corporate Branding And Brand Architecture: A Conceptual Framework*. Marketing Theory.
- [24] Rajagopal, R. S. (2004): Conceptual analysis of brand architecture and relationships within product categories. *Journal of Brand Management*: 233--247. 2004.