

Božena Hrvol'ová
Miloslav Hronec

TEÓRIA VERZUS PRÁVNÁ ÚPRAVA OHODNOCOVANIA PODNIKOV NA SLOVENSKU

Abstract: *In this paper we tried to give several examples of pitfalls in the cases of directly specified procedures in the laws under which experts work on evaluation of properties. Specification is beneficial for the groups of experts who do not have time to study the latest sources of information available (mostly in Anglo-Saxon literature), which generalizes practical experience under the new conditions. Additional application of specific procedures in the law eliminates errors which might be common in the cases of freer regulation. On the other hand, specification of evaluation procedures in law might lead to usage of erroneous and outdated practices. Therefore it would be useful in the preparation of new regulations to seriously consider various options, take into consideration the current knowledge level of experts and consider all pros and cons of specifying of procedures for experts. In our opinion, inspiration for the right level of specification of procedures in the law regulating the activities of experts can be found in International evaluation standards.*

Keywords: *experts, evaluation of companies, methods of evaluation, free cash flow, continuing value*

JEL: K 11

Úvod

Teória vo vzťahu k praxi býva na jednej strane jej zovšeobecnením, a na druhej strane hľadá odpovede na riešenie praktických problémov. Vzťah medzi teóriou ohodnocovania podnikov a jej právnou úpravou na Slovensku je jednou z diskutovaných otázok pri stretnutiach so zncami, osobitne miera konkretizácie postupov ohodnocovania podnikov v právnych normách na Slovensku. Jedna skupina požaduje postupy vo vyhláškách upravujúcich znaleckú činnosť konkretizovať, druhá volá po väčšom priestore pre voľbu čo najvhodnejších postupov, ktoré navyše poskytuje súčasná teória. K prvej skupine sa často hlásia aj študenti a doktorandi zo štúdiálneho odboru Manažment a ekonomické znalectvo FPM EU v Bratislave bez praktických skúseností, ktorí by radi vo vyhláske MS SR č. 492/2004 Z. z. O stanovení všeobecnej hodnoty majetku podniku našli napríklad aj konkrétny posup výpočtu odčerpa-

teľných zdrojov (formy výnosov pre podnikateľskú metódu), nákladov vlastného kapitálu a podobne.

Stanovenie konkrétneho a podrobného postupu v procese ohodnocovania má význam za predpokladu, že máme nedostatočne kvalifikovaných znalcov a snažíme sa eliminovať hrubé chyby v posudkoch, hoci ani vtedy nie sú vylúčené. To bolo podľa nášho názoru opodstatnené na začiatku 90. rokov, keď bolo ohodnocovanie v podmienkach trhového hospodárstva „v plienkach“.

Uvedieme niektoré príklady v súvislosti s podnikateľskou metódou, s ktorými sme sa stretli pri vypracúvaní revíziých posudkov a príklady, keď právna úprava neumožňuje použiť aktuálne teoretické poznatky.

Obmedzenia právnych noriem pri využívaní najnovších poznatkov teórie

Pripomínáme, že *podnikateľskou metódou* vyhláška MS SR č. 492/2004 Z. z. O stanovení všeobecnej hodnoty majetku podniku rozumie *kapitalizáciu odčerpateľných zdrojov ku dňu ohodnotenia*. Táto metóda je založená na výnosovom princípe, čiže na súčasnej hodnote budúcich výnosov, ktoré plynú z ohodnocovaného majetku (inými slovami na kapitalizácii výnosov). Metóda odhadu hodnoty majetku na výnosovom princípe je na vyspelých trhoch metódou číslo jeden, preto jej zahraničná literatúra venuje značnú pozornosť.

Vyhláška Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky č. 86//2002 Z. z. O stanovení všeobecnej hodnoty majetku, vyhláška MS SR č. 492/2004 Z. z. O stanovení všeobecnej hodnoty majetku a vyhláška MS SR č. 626/2007 Z. z., ktorou sa mení a dopĺňa vyhláška MS SR č. 492/2004 Z. z. O stanovení všeobecnej hodnoty majetku mali spoločný postup výpočtu miery, ktorou sa diskontujú budúce odčerpateľné zdroje, t. j.

$$i = \frac{VK}{CK} \cdot N_{VK} + \frac{PK}{CK} \cdot N_{PK} (1 - DS)$$

$$CK = PK + VK$$

kde

i – vypočítaná (diskontná sadzba, úroková miera) miera kapitalizácie v percentách, odrážajúca mieru rizika, priemernú nákladovosť kapitálu a štruktúru využívaného kapitálu, ktorá sa do výpočtu dosadzuje v desatinnom tvare,

DS – sadzba dane z príjmu v percentách, ktorá je stanovená podľa zákona o dani z príjmov pre ohodnocovaný podnik, do výpočtu sa dosadzuje v desatinnom tvare,

N_{PK} – náklady spojené s využívaním požičaného kapitálu v percentách, t. j. *úrok a iné náklady platené veriteľom*, ktoré sa do výpočtu dosadzujú v desatinnom tvare,

PK – objem požičaného kapitálu v slovenských korunách (v súčasnosti v eurách); pozostáva zo zložiek pasív, ktorými na tento účel výpočtu diskontnej sadzby sú: *dlhodobé bankové úvery, bežné bankové úvery, finančné výpomoci, emitované dlhopisy, zmenky, lízing, platené nájmy a iné záväzky*,

N_{VK} – náklady vlastného kapitálu v percentách, t. j. podiel na zisku očakávaný a získavaný vlastníkom za vklad svojho kapitálu do podniku, ktoré sa do výpočtu dosadzujú v desatinnom tvare,

VK – objem vlastného kapitálu v slovenských korunách (v súčasnosti v eurách) pozostáva zo zložiek pasív; na účel výpočtu je to *vlastné imanie*,

CK – celkový kapitál (súčet vlastného kapitálu a požičaného kapitálu).

Uvedené tri vyhlášky mali pre takto vypočítanú mieru kapitalizácie, používanú na diskontovanie, tri názvy – najskôr to bola diskontná sadzba, potom úroková miera a nakoniec až vyhláška MS SR č. 626/2007 Z. z. našla vhodnú kategóriu, zhodnú s IVS (Medzinárodnými ohodnocovacími štandardmi) – mieru kapitalizácie. Bez ohľadu na konkrétny postup výpočtu (i) znalci použili na diskontovanie aj diskontnú sadzbu centrálnej banky a neskôr priemernú úrokovú sadzbu, čo v oboch prípadoch bola príliš nízka miera kapitalizácie pre ohodnotenie majetku podniku.

V súčasnosti je kategória na označenie spôsobu výpočtu (i) podľa známeho modelu WACC (The Weighted Average Cost of Capital) ako vážený aritmetický priemer nákladov vlastného a cudzieho kapitálu, zníženého o daňovú sadzbu, kde váhami sú podiely vlastného a cudzieho kapitálu na celkovom objeme kapitálu správna, napriek tomu nemôžeme byť celkom spokojní.

Vyhláška MS SR č. 492/2004 Z. z. definuje *odčerpateľné zdroje* ako „peňažné vyjadrenie úžitku vytváraného najmä z disponibilných ziskov, výnosov alebo zo salda peňažných tokov, ktorý sa dosiahne z činnosti podniku alebo zložiek majetku podniku a ktorého výška závisí od minulého vývoja podniku, od jeho súčasného postavenia na trhu, ale predovšetkým od jeho predpokladaného vývoja“, čo dáva znalcovi možnosť použiť rôzne formy výnosov – dividendy, voľné cash flows (FCF), ukazovateľ EVA, čisté výnosy a pod.

Spôsob kvantifikácie miery kapitalizácie vo vyhláške podľa modelu WACC však umožňuje použiť iba model FCF Entity a vylučuje možnosť použiť ostatné FCF modely – FCF Equity, FCF APV (Adjusted Present Value), Capital cash flow a iné formy výnosov, ktoré sú výsledkom len vlastného kapitálu, napr. jeden z variantov ukazovateľa EVA, dividendy a pod., pretože tieto formy výnosov (odčerpateľných zdrojov) predpokladajú iné spôsoby kvantifikácie miery kapitalizácie. FCF Equity napríklad vyžaduje náklad vlastného kapitálu pri konkrétnej miere zadĺženia, FCF APV náklad vlastného kapitálu za predpokladu nezadĺženej spoločnosti a daňový štít diskontuje úrokovou mierou, Capital cash flow diskontuje cash flow i daňový štít nákladom vlastného kapitálu nezadĺženej spoločnosti.

Je všeobecne známe, že rôzne varianty modelov FCF sa od seba navzájom odlišujú spôsobom výpočtu FCF, použitými sadzbami diskontných faktorov (mier kapitalizácie) a výsledkom, ktorý vznikne diskontovaním FCFs. Všetky by mali viesť k rovnakým výsledkom, ak sa vychádza z rovnakých predpokladov, každý z nich má však pri použití v praxi určité benefity, čo sa v našej teórii i praxi zdôrazňuje menej často.

Prvé tri modely majú rovnaký spôsob výpočtu FCF, odlišujú sa sadzbami diskontných faktorov (mier kapitalizácie). Podstatným rozdielom medzi prvými tromi

modelmi je spôsob, akým sa ohodnocuje daňový štít. V prípade modelu FCF Entity sa hodnota daňového štítu kvantifikuje prostredníctvom miery kapitalizácie (WACC), model FCF APV stanovuje hodnotu daňového štítu osobitne a CCF model daňový štít ohodnocuje v cash flow.

Teória odporúča použiť model FCF Entity v situácii, keď podnik má relatívne stabilizovanú kapitálovú štruktúru, model FCF APV v situácii očakávania výrazných zmien v kapitálovej štruktúre a model CCF v situácii, keď manažment aktívne riadi kapitálovú štruktúru smerom k cieľovej úrovni. Použitie modelu FCF Equity literatúra odporúča na ohodnocovanie finančných inštitúcií, kde je podiel vlastného a cudzieho kapitálu určený.

Žiaľ, z týchto štyroch variantov FCF modelov znalci na Slovensku môžu použiť iba prvý – FCF Entity, pretože vyhláška MS SR č. 492/2004 Z. z. stanovuje výpočet miery kapitalizácie (i) na základe modelu WACC, napriek tomu, že nie všetky podniky majú stabilnú finančnú a kapitálovú štruktúru.

S ďalším nepochopením a možným obmedzením pri podnikateľskej metóde sme sa stretli v prípade vzťahu pre stanovenie *všeobecnej hodnoty podniku podnikateľskou metódou pri časovo neobmedzenej životnosti podniku* podľa vzorca:

$$V\check{S}H_p = H_{OZ} + H_T,$$

$$H_{OZ} = \sum_{t=1}^n \frac{OZ_t}{(1+i)^t} \quad \text{a}, \quad H_T = \frac{OZ_{n+1}}{i-g} \cdot \frac{1}{(1+i)^n}$$

kde:

$V\check{S}H_p$ – všeobecná hodnota podniku a časti podniku stanovená podnikateľskou metódou,

H_{OZ} – všeobecná hodnota odčerpateľných zdrojov počas hodnoteného obdobia,

H_T – pokračujúca (trvalá) hodnota,

OZ_t – odčerpateľné zdroje počas hodnoteného obdobia,

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

i – miera kapitalizácie v percentách, 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.

Nechceme už pripomínať chybu vo vzorci na časť výpočtu pokračujúcej hodnoty vo vyhláškach MS SR č. 86/2002 Z. z. a č. 492/2004 Z. z., ktorá bola opravená vo vyhláške MS SR č. 626/2007 Z. z., ale neznalosť ďalšieho z predpokladov, za ktorých sa konštruujú ukazovatele časovej hodnoty peňazí. V prípade rastúcej perpetuity, ktorá sa používa na výpočet pokračujúcej hodnoty (continuing value) – predtým trvalej hodnoty, ide o ten predpoklad, že (i) musí byť väčšie ako (g), inak ten vzorec nie je možné použiť. V jednom z revízijských posudkov sme sa stretli s ignoráciou tohto

predpokladu. Znalec stanovil hodnotu podniku, pri ktorom po piatich rokoch predpokladal vysoké tempá rastu a nízke riziko, v dôsledku čoho stanovil nízku mieru kapitalizácie (i) len ako súčasnú hodnotu odhadovaných cash flow za prvých päť rokov, pretože pokračujúca hodnota vyšla nulová. Ak ten posudok bol základom pre stanovenie predajnej ceny (podotýkame štátneho podniku), kupujúci musel byť veľmi potešený nízkou cenou, stanovenou na základe tohto znalca, ktorý nepoznal základy finančnej matematiky a striktné sa pridržiaval vzorca vo vyhláske. Stačilo vzorec upraviť pre trojstupňové tempo rastu podľa vzťahu:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{T_1} \frac{OZ_t}{(1+i)^t} + \sum_{t=T_1+1}^{T_2} \frac{OZ_t}{(1+i)^t} + \frac{OZv_{T_2+1}}{(1+i)^{T_2}} .$$

Vysoké tempá rastu, ktoré mala zabezpečiť nová technika alebo technológia, mohli byť obsiahnuté (za obdobie životnosti zariadenia) v čitateli odčerpateľných zdrojov v druhej časti vzorca, osobitne z každého roka diskontované nízkou mierou kapitalizácie. Pre pokračujúcu hodnotu (continuing value) potom už mohol byť dodržaný predpoklad vyššej miery kapitalizácie ako tempo rastu odčerpateľných zdrojov. V trhovej ekonomike vysoké tempá rastu nekonečne dlhé obdobie podniky spravidla nedosahujú.

Konkrétny vzorec pre stanovenie *všeobecnej hodnoty podniku podnikateľskou metódou pri časovo neobmedzenej životnosti podniku* nám neumožňuje napríklad použiť v prípade *free cash flows* modelov literatúrou odporúčané vyjadrenie výpočtu pokračujúcej hodnoty v kategóriách tzv. *vzorca kľúčových generátorov hodnoty*. Viacerí autori, napríklad Koller, Goedhart a Wessels (2005) [6], považujú vzorec kľúčových generátorov hodnoty metodologicky za lepšiu alternatívu, ako sú *free cash flow* modely, pretože spája *cash flow* s rastom a výnosom investovaného kapitálu.

Pre pokračujúcu hodnotu je vzorec kľúčových generátorov hodnoty nasledujúci:

$$\text{Continuing Value} = \frac{\text{NOPLAT}_{T+1} \cdot \left(1 - \frac{g}{\text{RONIC}}\right)}{\text{WACC} - g} ,$$

kde

- NOPLAT (*Net Operating Profit Less Adjusted Taxes* – čistý prevádzkový zisk znížený o upravené dane), ktorý reprezentuje zisk tvorený jadrom spoločnosti (prevádzkovou činnosťou) po odpočítaní dane z príjmov z prevádzkovej činnosti. V literatúre sa používa aj skratka NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*);
- FCF (*Free Cash Flow* – voľné cash flow) je *cash flow*, ktoré je výsledkom prevádzkovej činnosti po odpočítaní investícií do nového kapitálu;
- RONIC (*Return on New Invested Capital* – výnos z novoinvestovaného kapitálu) je výnos z investícií do podnikania;
- WACC (*Weighted Average Cost of Capital* – vážený aritmetický priemer nákladov

kapitálu) je mierou výnosu, ktorú investori očakávajú od investovania do spoločnosti, a je preto vhodnou mierou na diskontovanie Free Cash Flow ENTITY;
 – g (Growth – miera rastu) je mierou rastu NOPLAT a cash flow v spoločnosti.

Zo vzorca kľúčových generátorov hodnoty je okrem iného jasne vidieť, že ak je miera kapitalizácie (WACC) < RONIC, potom spoločnosť nebude tvoriť novú hodnotu, ale bude ju ničiť, pretože výnosy nepokryjú náklady kapitálu. Táto skutočnosť nie je zrejماً pri použití vzorca:

$$\text{Continuing Value} = \frac{FCF_{ENTITY}}{WACC - g}$$

Z toho vyplýva, že použitie vzorca kľúčových generátorov je výhodnejšie.

Ďalšie, z hľadiska teórie nie veľmi akceptovateľné formulácie, obsahuje vyhláška MS SR č. 626/2007 Z. z., ktorou sa mení a dopĺňa vyhláška MS SR č. 492/2004 Z. z. O stanovení všeobecnej hodnoty majetku.

Táto právna norma síce odstránila niektoré z dlho kritizovaných chýb predchádzajúcej vyhlášky, bola však vydaná hlavne kvôli prílohe č. 16 k vyhláške MS SR č. 492/2004 Z. z. s názvom: Stanovenie všeobecnej hodnoty akcií na účely zistenia primeranej hodnoty protiplnenia podľa 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, úlohou ktorej je ohodnotenie akcií v súvislosti s § 118g ods. 5, § 118i ods. 7 a § 118i ods. 12 zákona NR SR č. 566/2001 Z. z. O cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení zákona NR SR č. 209/2007 Z. z.

Príloha č. 16 určuje konkrétne postupy na stanovenie všeobecnej hodnoty akcií v špecifických podmienkach, tzv. squeeze out. Znalcom ustanovila použiť majetkovú a podnikateľskú metódu. Postup pri použití majetkovej metódy je rovnaký ako v prílohe číslo 1 vyhlášky MS SR č. 492/2004 Z. z. Pre podnikateľskú metódu ustanovila konkrétny model výnosovej metódy FCF ENTITY a aj konkrétne postupy pri odhade jeho premenných – odčerpateľných zdrojov, miery kapitalizácie a tempa rastu odčerpateľných zdrojov. Tým, že vyhláška MS SR č. 626/2007 Z. z. vybrala jeden z modelov pre všetky ohodnocované spoločnosti, vylúčila možnosť výberu vhodnejšieho modelu, napríklad s ohľadom na kapitálovú štruktúru spoločnosti a zámery manažmentu v tejto oblasti a pod. Výber jedného konkrétneho modelu nie je podľa nášho názoru vhodné aj pre vylúčenie použitia najnovších poznatkov v tejto oblasti, pretože právne normy sa neprijímajú na krátke obdobie. Plusom takéhoto prístupu je zabezpečenie rovnakého postupu všetkých znalcov a zjednodušenie ich práce. Znalci nepochybne oceňujú vyhlášku aj preto, že zaväzuje navrhovateľov, aby znalcovi predložili podnikateľský zámer, „z ktorého je zrejماً vývoj podniku po majetkovej, finančnej, nákladovej a výnosovej stránke, ktorý odrzkadľuje postavenie podniku na trhu, spravidla na päť rokov dopredu“. Predovšetkým z toho dôvodu, že v bežných prípadoch musia pracovať bez podkladov tohto druhu a často sa musia uspokojiť s podkladom o plánovaných tržbách na budúci rok.

Postup výpočtu odčerpateľných zdrojov pre podnik s výnimkou finančných inštitúcií, ktorý využíva alebo bude využívať len vlastný kapitál alebo vlastný kapitál aj požičaný kapitál, je podľa vyhlášky takýto:

východiskom je výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti po zdanení zvýšený o

+ odpisy a

+ ostatné náklady započítané do výsledku hospodárenia z hospodárskej činnosti, ktoré nie sú výdavkom v bežnom období, napríklad tvorba rezerv, opravných položiek k majetku

a znížený o

– investície do upraveného prevádzkovo nutného pracovného kapitálu, pričom upravený pracovný kapitál sa stanoví odpočítaním len neúročených

krátkodobých záväzkov od bežných aktív,

– investície do obstarania prevádzkovo nutného dlhodobého majetku a

– výnosy započítané do výsledku hospodárenia z hospodárskej činnosti, ktoré

nie sú príjmami v bežnom období, napríklad rozpustenie rezerv, rozpustenie opravných položiek k majetku.

Na diskontovanie takto stanovených odčerpateľných zdrojov sa podľa vyhlášky MS SR č. 626/2007 Z. z. v prípade, ak podnik využíva vlastný a požičaný kapitál, použije miera kapitalizácie (i) vypočítaná podľa modelu WACC.

Úplná ignorácia teoretických poznatkov sa prejavila v diktáte spôsobu kvantifikácie modelu WACC, osobitne nákladov vlastného kapitálu na úrovni „priemerného výnosu zo štátneho dlhopisu s najdlhšou dobou splatnosti na trhu dlhopisov v Slovenskej republike“. Náklady vlastného kapitálu sú určené v nižšej miere ako náklady cudzieho kapitálu, čo je v rozpore s teóriou i praxou trhových ekonomík.

Stanovenie hodnoty akcií v súvislosti so špecifickou situáciou, akou je napríklad squeeze out, čo je nedobrovoľný predaj akcií minoritnými akcionármi, akceptuje v odbornej verejnosti špecifický spôsob stanovenia hodnoty akcií. Hodnota, ktorú minoritní akcionári dostanú, by im v budúcnosti pri alternatívnom investovaní mala priniesť rovnaké výnosy, o ktoré prídu v súvislosti s núteným predajom akcií. Preto v porovnaní s našou vyhláškou považujeme za čistejší spôsob ten, ktorý sa uplatňuje napríklad v Bavarsku. Sadzba miery kapitalizácie sa tu stanoví na úrovni súčtu bezrizikovej miery výnosu a prírážky za riziko spojené s investovaním v akciovej spoločnosti. Nízka miera kapitalizácie na úrovni bezrizikovej miery vedie k zvýšeniu hodnoty akcií a vylučuje akúkoľvek (hoci aj formálnu) vyrovnanosť medzi kupujúcim a predávajúcim.

V teórii by sa ťažko hľadala opora v tom, ako sa vyhláška MS SR č. 626/2007 Z. z. vysporiadala s odhadom tempa rastu odčerpateľných zdrojov (g).

Citujeme vyhlášku: „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 odčerpateľných zdrojov (g) vyplýva z historického a prognózovaného vývoja výnosov, pričom sa abstrahuje od mimoriadnych a extrémnych hodnôt. Ak nie je možné vzhľadom na minulý a budúci vývoj podniku stanoviť trvale udržateľnú mieru rastu odčerpateľných zdrojov (g) uvedeným spôsobom, je možné použiť údaje Štatistického úradu Slovenskej republiky ako priemernú hodnotu rastu príslušného odvetvia za predchádzajúce obdobie spravidla piatich rokov. Údaje zo Štatistického úradu Slovenskej republiky sa použijú aj v prípade, že po odvodení z historických údajov vychádza trvale udržateľná miera rastu (g) vyššia ako miera kapitalizácie (i). Ak výsledky na základe vyššie uvedených postupov nie je možné aplikovať, hraničnou hodnotou trvale udržateľnej miery rastu (g) je predpokladaná miera inflácie k dátumu ohodnotenia.“

Takáto formulácia v prípade odhadu vyššieho tempa rastu ako miery kapitalizácie vedie k opaku toho, čo sa v súvislosti so *squeeze out* chce dosiahnuť. Vedie to k podhodnoteniu akcií spoločnosti. Tento problém by nemusel existovať, ak by nebol vo vyhláske záväzne stanovený iba model dvojstupňového tempa rastu. V takýchto situáciách sa v literatúre odporúča trojstupňový model, ktorý umožňuje akceptovať vyššie tempo rastu ako miera kapitalizácie pre určité, reálne dlhé obdobia plánovaných vysokých temp rastu, dosahovaných v dôsledku vysoko výnosných investícií.

Odporučiť „hraničnú hodnotu udržateľnej miery rastu (g) na úrovni miery inflácie k dátumu ohodnotenia“ v prípade vysokého tempa rastu je jeho nulovanie. Okrem toho sa môže stať, že inflácia môže dosiahnuť vyššiu mieru ako sú výnosy z bezrizikových investícií do štátnych dlhových cenných papierov.

Snaha právnych noriem upravujúcich ohodnocovanie majetku, vrátane cenných papierov, konkretizovať postup kvantifikácie hodnoty, výpočet premenných podnikateľskej metódy predpokladá nízku úroveň kvalifikácie znalcov.

Takýto postup nenachádza oporu ani v Medzinárodných ohodnocovacích štandardoch, kde sa v paragrafe 5.15.2.1 píše: „Výber a miera uplatnenia jednotlivých princípov, metód a postupov závisí od úsudku znalca.“ ([8], s. 338)

Záver

V príspevku sme sa snažili na niekoľkých málo príkladoch uviesť úskalia konkretizácie postupov v právnych normách, podľa ktorých znalci pracujú na znaleckých posudkoch. Konkretizácia je výhodná pre tú skupinu znalcov, ktorí nemajú čas študovať najnovšie zdroje informácií, ktoré sú k dispozícii (väčšinou v anglosaskej literatúre) a ktoré zovšeobecňujú praktické skúsenosti v nových podmienkach. Navyše, konkrétne postupy v právnych normách eliminujú chyby, ktorých by mohlo byť viac pri voľnejšej právnej úprave.

Na druhej strane, konkretizácia vedie k používaniu nie najvhodnejších, niekedy chybných a zastaraných postupov.

Bolo by preto vhodné v prípade prípravy nových vyhlášok seriózne posúdiť rôzne názory, odbornú úroveň znaleckej obce a zvážiť všetky pre a proti konkretizácii postupov pre znalcov. Podľa nášho názoru by sa inšpiráciou pre mieru konreti-

zácie v právnych normách upravujúcich činnosť znalcov mohli stať Medzinárodné ohodnocovacie štandardy.

Zároveň by bolo potrebné zabezpečiť systematické vzdelávanie znalcov a zvyšovanie kvality ich práce, ako je to na Slovensku napríklad v prípade Komory účtovníkov a audítorov.

Literatúra

- [1] COPELAND, T. – KOLLER, T. – MURRIN, J.: *Valuation. Measuring and Managing The Value of Companies*. Third Edition. New York: University Edition Mckinsey & company, Inc. 2000. ISBN: 0-471-36190-9.
- [2] DAMODARAN, A.: *Investment valuation*. New York: Wiley, 1996. ISBN: 0-471-11213-7.
- [3] EAKINS, S. G.: *Finance. Investments, Institutions, Management*. East Carolina, USA: University, Addison – Wesley Educational Publishers Inc., 1999. ISBN-10: 020172166X.
- [4] HRVOLOVÁ, B. (2009): *Ceny a hodnoty akcií*. Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2009. ISBN: 978-80-225-2747-7.
- [5] KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku. 2. přepracované a doplnené vydání*. C. H. Beck, Praha: 2001. ISBN: 80-7179-529-1.
- [6] KOLLER, T. – GOEDHART, M. – WESSELS, D. (2005): *Valuation Measuring and Managing Value of Company*. Fourth edition. New Jersey: Wiley John Wiley & Sons, Inc. ISBN: 10 0-471-70218-8.
- [7] MAŘÍK, M. a kolektív: *Metody oceňování podniku pro pokročilé. Hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: 2011, Vyd. Ekopress. ISBN: 978-80-86929-80-4.
- [8] Medzinárodné ohodnocovacie štandardy (IVS). International Valuation Standards Committee. Šieste vydanie. Slovenské vydanie: Slovenská asociácia ekonomických znalcov, Bratislava, 2005.
- [9] Vyhláška Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky č. 86//2002 Z. z. O stanovení všeobecnej hodnoty majetku.
- [10] Vyhláška Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky č. 492/2004 Z. z. O stanovení všeobecnej hodnoty majetku.
- [11] Vyhláška MS SR č. 626/2007 Z. z., ktorou sa mení a dopĺňa vyhláška MS SR č. 492/2004 Z. z. O stanovení všeobecnej hodnoty majetku.