

Vysoká škola ekonomická v Praze

Fakulta financí a účetnictví

Katedra financí a oceňování podniku

DIPLOMOVÁ PRÁCE

2019

Alexandr Potůček

Vysoká škola ekonomická v Praze

Fakulta financí a účetnictví

Katedra financí a oceňování podniku

Studijní obor: Finance a oceňování podniku

**Stanovení nájemného za
propachtování obchodního závodu**

Autor: Bc. Alexandr Potůček

Vedoucí diplomové práce: Ing. Tomáš Brabenec, Ph.D. LL.M.

Rok obhajoby: 2019

Čestné prohlášení:

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma Stanovení nájemného za propachtování obchodního závodu vypracoval samostatně a veškerou použitou literaturu a další prameny jsem řádně označil a uvedl v přiloženém seznamu.

Bc. Alexandr Potůček

V Praze dne 1. června 2019

Poděkování:

Tímto bych chtěl poděkovat Ing. Tomáši Brabencovi, Ph.D. LLM za jeho odborné vedení při psaní této diplomové práce.

Mé upřímné poděkování bych rád věnoval také každému, kdo mě doprovázel za dobu mého vysokoškolského studia.

Abstrakt

Hlavním cílem této diplomové práce je odvození finančního modelu ke stanovení odměny propachtovatele za propachtování obchodního závodu, tedy pachtovného.

V první části práce je analyzováno právní, účetní a daňové vymezení pachtu závodu v České republice. Dále je v této části také diskutováno účetní zobrazení pachtu závodu podle nového standardu IFRS 16.

Následně je odvozen samotný model stanovení pachtovného, a to dvěma přístupy. První z nich vychází z teorie finančních derivátů; druhý přístup hledí na pacht závodu jako na investiční projekt. Oba přístupy docházejí ke stejnému výslednému modelu ocenění.

Posledním z cílů této práce je nalezení motivů subjektů k uzavírání pachtu závodu. Pomocí analogie, logické dedukce či analýzou modelu ocenění je získána celá řada možných motivů, a to především obecně ekonomických či ryze finančních.

Klíčová slova

Stanovení nájemného za propachtování obchodního závodu, pacht závodu, nájem podniku, oceňování finančních derivátů, IFRS 16.

Abstract

The main objective of this diploma thesis is to derive a financial model for the determination of a lessor's remuneration for the usufructuary lease of an enterprise – the usufructuary rent.

In the first part of the thesis, legal, accounting and tax aspects of the usufructuary lease of an enterprise in the Czech Republic are analysed. The accounting presentation of usufructuary lease under the new standard IFRS 16 is also discussed.

Next, the rent valuation model is derived based on two approaches. The first approach is based on the theory of financial derivatives; the second approach looks at the lease as an investment project, giving the same resulting model as the former approach.

The last objective of the thesis is to find the motives of parties to conclude this specific transaction. By means of analogy, logical deduction and analysis of the resulting model, various motives are obtained, especially general economic ones and purely financial ones.

Keywords

Determination of rent for usufructuary lease of enterprise, usufruct, lease of enterprise, valuation of financial derivatives, IFRS 16.

Obsah

1	Úvod	- 1 -
Teoretická část		- 3 -
2	Právní vymezení pachtu závodu v ČR.....	- 4 -
2.1	Vymezení pachtu závodu – Občanský zákoník.....	- 5 -
2.2	Ostatní související právní normy	- 7 -
2.3	Komentář k platné legislativě	- 9 -
3	Účetní zobrazení pachtu závodu	- 16 -
3.1	Účetní zobrazení pachtu závodu podle ČÚS	- 17 -
3.1.1	Základní mechanismus účtování dle ČÚS	- 17 -
3.1.2	Aplikace ČÚS.....	- 18 -
3.2	Účetní zobrazení pachtu závodu podle IAS/IFRS.....	- 31 -
3.2.1	Základní mechanismus vykazování dle IAS/IFRS	- 31 -
3.2.2	Aplikace IAS/IFRS	- 32 -
4	Daňové aspekty pachtu závodu v ČR.....	- 38 -
4.1	Daň z příjmů.....	- 38 -
4.2	Daň z přidané hodnoty	- 42 -
4.3	Ostatní daně.....	- 42 -
Analytická část		- 44 -
5	Diskontní míra	- 45 -
5.1	Bezriziková výnosová míra.....	- 45 -
5.2	Tržní náklady vlastního kapitálu.....	- 46 -
5.2.1	Model oceňování kapitálových aktiv – CAPM	- 47 -
6	Equity swap a nájem.....	- 50 -
6.1	Equity swap	- 50 -
6.1.1	Equity swap mezi vlastníky podkladových aktiv	- 52 -
6.1.2	Equity swap bez podkladového aktiva	- 53 -
6.1.3	Expirace equity swapu	- 54 -
6.1.4	Replikování equity swapu pomocí nájmu obchodované akcie	- 54 -

7	Nájem podniku jako portfolio.....	- 57 -
7.1	Vymezení portfolia pronajímatele podniku.....	- 58 -
7.2	Vymezení portfolia nájemce podniku.....	- 58 -
8	Hodnota portfolia	- 60 -
8.1	Hodnota forwardu	- 60 -
8.1.1	Forwardová cena akcie nevyplácející dividendu	- 60 -
8.1.2	Forwardová cena akcie vyplácející hotovostní dividendu	- 61 -
8.1.3	Forwardová cena (hodnota) podniku při distribuci FCFE	- 64 -
8.1.4	Hodnota forwardu na obchodovanou akcii.....	- 65 -
8.1.5	Hodnota forwardu na podnik.....	- 66 -
8.2	Hodnota CFD	- 66 -
8.3	Hodnota portfolia ve výpočtu nájemného	- 67 -
8.4	Hodnota investičního projektu nájmu	- 70 -
8.4.1	Korekce hodnoty ke konci investičního projektu.....	- 71 -
8.5	Ocenění nájmu	- 74 -
9	Motivy nájmu podniku.....	- 76 -
9.1	Obecné motivy – odvození pomocí analogie	- 77 -
9.1.1	Okamžité zvýšení užitku, kapitálová náročnost.....	- 77 -
9.1.2	Informační asymetrie.....	- 81 -
9.1.3	Možnost opce.....	- 81 -
9.1.4	Exit value	- 82 -
9.2	Finančně-ekonomické motivy.....	- 82 -
9.2.1	Subjektivní a tržní elementy	- 83 -
9.2.2	Odlišná očekávání – pronajmout či nepronajmout?	- 85 -
9.2.3	Odlišná očekávání – prodat či pronajmout?	- 86 -
9.2.4	Odlišná očekávání, opční a kvazi-opční hodnota.....	- 87 -
9.3	Právně-ekonomické motivy	- 88 -
10	Závěr	- 90 -
	Zdroje.....	- 92 -
	Seznam obrázků	- 99 -

Seznam grafů	- 99 -
Seznam příloh	- 99 -
Přílohy	- 100 -

Kapitola 1

Úvod

Pacht obchodního závodu nebo části závodu (dříve nájem podniku) představuje transakci, při níž jedna strana dočasně půjčí druhé straně svůj závod nebo jeho část. Protože se první ze stran dočasně vzdává hodnoty, kterou by pro ni provoz závodu jinak představoval, vzniká zde prostor pro protiplnění ve formě pachtovného (dříve nájemného).

Pachtem závodu se již zabývala řada autorů z různých úhlů pohledu. Například Siebertová (2014) ve své rigorózní práci již velmi zdařile popsala jeho právní stránku, často potom také v relaci např. k německému právnímu systému. Jiní autoři jako Brychta (2014) či Čouková (2015) se svými příspěvky naopak přispěli k porozumění pachtu závodu z hlediska zdanění v České republice. Další autoři se již také vyjadřovali k účetnímu zobrazení, avšak literatura, která by ucelenou formou zhodnotila právě finanční stránkou pachtu závodu, a tedy ekonomický pohled na stanovení pachtovného, zatím chybí. Z toho důvodu je zde prostor pro psaní diplomové práce právě na toto téma.

Lze předpokládat, že bude existovat určitá hraniční výše pachtovného, která bude přijatelná oběma stranami pachtu závodu; stěží lze ale hovořit o *tržní* ceně, neboť (alespoň v našich končinách) v současné chvíli takový trh rozvinutý není a při jednání o výši pachtovného bude hrát jistě významnou roli také asymetrie informací zúčastněných stran. Lze se také domnívat, že výše pachtovného bude do značné míry závislá na aktuální hodnotě přenechaného obchodního závodu vycházející obecně z očekávání ohledně budoucích užtků plynoucích ze závodu. Hlavním cílem této práce tedy bude nalezení finančního modelu pro stanovení právě takovéto hraniční hodnoty.

Funkční model pro stanovení pachtovného by měl nalézt své uplatnění nejen v podnicích při jejich finančním rozhodování, ale také při možných soudních sporech či

insolvenčních řízeních, při kterých zákon stanovuje povinnost vyčíslit *obvyklé* pachtovné, avšak obecně přijímané postupy pro takové vyčíslení zatím chybí.

Oceňování podniků, u kterých je splněn předpoklad *going concern*, se obvykle provádí výnosovými metodami. Takové metody jsou založeny na řadě finančně teoretických východisek, které dohromady tvoří funkční koncept pro stanovení hodnoty podniku. V případě ocenění podniku na bázi peněžních toků lze za hlavní východisko oceňovacího modelu považovat časovou hodnotu peněz, která reflektuje riziko spojené s danými peněžními toky. Další teoretická východiska lze potom spatřovat spíše v technickém provedení ocenění (např. účetní vstupy pro ocenění), ale také v předpokladech pro konkrétní vstupní veličiny (např. prognózy pro budoucí vývoj apod.) Cílem této práce tedy bude nalézt **výnosový model stanovení pachtovného na bázi peněžních toků propachtovaného závodu**; technickému provedení a metodám prognózování budoucího vývoje v této práci nebude věnována pozornost.

Práce bude členěna do dvou částí. V teoretické části bude proveden rozbor pachtu závodu z hlediska právního, účetního a daňového. Analytická část práce se bude zabývat vlastním stanovením pachtovného. Závěrečná kapitola analytické části se bude věnovat také motivům zúčastněných stran k pachtu závodu. Namísto samostatné praktické části bude poskytnuta řada ukázkových příkladů v rámci analytické části, které mají za cíl především čtenáři přiblížit autorovy úvahy a navrhované finanční koncepce.

V teoretické části bude použita terminologie jako *pacht závodu*, *pachtovné*, *pachtýř/propachtovatel*, která vychází ze současného znění platného zákona upravujícího tento vztah. V analytické části bude naopak použita dřívější terminologie jako *nájem podniku*, *nájemné*, *nájemce/pronajímatel*. Důvodem k použití dvojí terminologie je především snaha o odlišení legislativního pojetí pachtu závodu od čistě finančně-ekonomického pojetí této podnikové transakce. Dalším důvodem je také to, že současná literatura zabývající se oceňováním rovněž pracuje s pojmy jako *ocenění podniku* (nikoli závodu), a proto se toto rozlišení jeví jako praktické i pro psaní této práce.

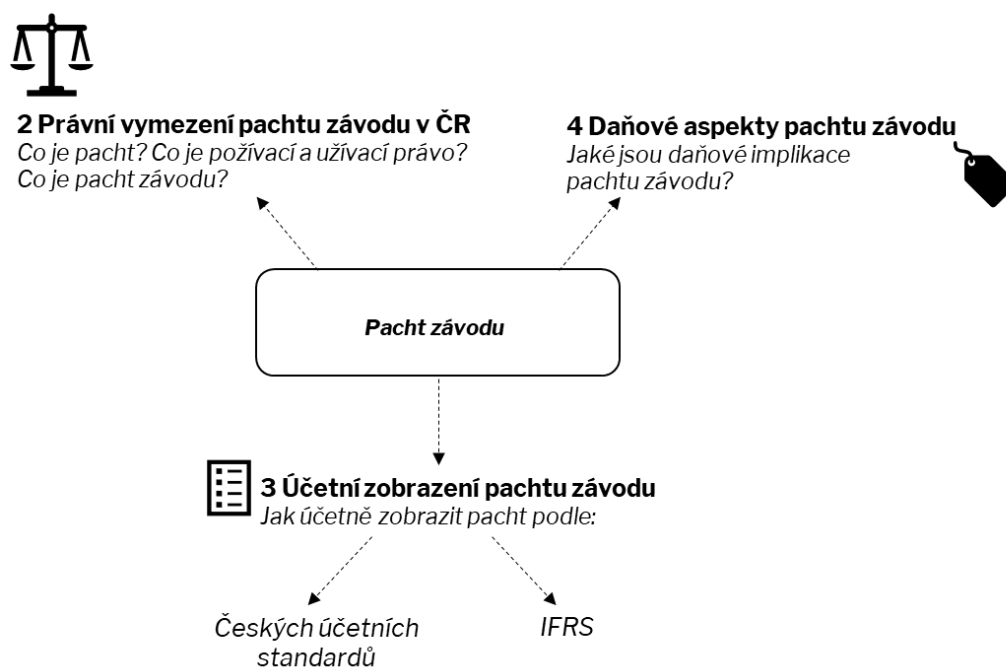
TEORETICKÁ ČÁST

Teoretická část této práce bude členěna do tří kapitol.

V první kapitole této části (**kapitola 2**) bude proveden rozbor pachtu obchodního závodu podle české legislativy.

Druhá kapitola této části (**kapitola 3**) bude zaměřena na účetní zobrazení pachtu závodu podle českých účetních předpisů a také podle mezinárodních standardů IAS/IFRS.

Závěrečná kapitola této části (**kapitola 4**) bude věnována daňové stránce pachtu závodu z hlediska zdanění v České republice.



Kapitola 2

Právní vymezení pachtu závodu v ČR

Pacht obchodního závodu, případně obecně *pacht* je v České republice upraven celou řadou právních norem (resp. také Českými účetními standardy). Příloha 1 této práce obsahuje úplný seznam českých norem, ve kterých se pacht objevuje.

V této části práce bude rozebrán pacht obchodního závodu v relaci pouze k vybraným normám. Budou jimi následující zákony a vyhlášky¹:

- **Zákon č. 89/2012 Sb. – Zákon občanský zákoník (dále jen NOZ);**
- Zákon č. 256/2004 Sb. – Zákon o podnikání na kapitálovém trhu;
- Zákon č. 240/2013 Sb. – Zákon o investičních společnostech a investičních fondech;
- Zákon č. 99/1963 Sb. – Občanský soudní řád;
- Zákon č. 458/2000 Sb. – Energetický zákon;
- Zákon č. 416/2009 Sb. – Zákon o urychlení výstavby dopravní, vodní a energetické infrastruktury;
- Zákon č. 219/2000 Sb. – Zákon o majetku ČR a jejím vystupování v právních vztazích;
- Zákon č. 21/1992 Sb. – Zákon o bankách;
- Zákon č. 424/1991 Sb. – Zákon o sdružování v politických stranách a v politických hnutích.

Na závěr bude doplněn komentář ohledně pachtu závodu v souvislosti se Zákonem č. 182/2006 Sb. – Zákon o úpadku a způsobech jeho řešení (insolvenční zákon).

¹ Ostatní normy, které jsou jmenovány pouze v příloze, obvykle obsahují pouze zmínky o tom, že určité konkrétní právo/povinnost se týká buď vlastníka věci, nájemce, anebo právě pachtýře.

Účetnímu a daňovému hledisku pachtu závodu budou věnovány zvláštní kapitoly.

2.1 Vymezení pachtu závodu – Občanský zákoník

Nyní budou zmíněny vybrané pasáže NOZ, které upravují smluvní vztah *pachtu* a *pachtu závodu* s krátkými odbočkami do souvisejícího *uživacího* a *požívacího práva*.

Obchodní závod

„Obchodní závod (dále jen „závod“) je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“ (§ 502 NOZ)

Pacht obecně

„Pachtovní smlouvou se propachtovatel zavazuje přenechat pachtýři věc k dočasnému užívání a požívání a pachtýř se zavazuje platit za to propachtovateli pachtovné nebo poskytnout poměrnou část výnosu z věci.“ (§ 2332 NOZ)

Vedle nájmu byl v NOZ zaveden pojem *pacht*, který se od nájmu odlišuje zejména tím, že s ním je spojeno nejen uživatelské právo, ale i požívací právo:

„Služebností uživatelského práva se uživateli poskytuje právo užívat cizí věc pro jeho vlastní potřebu a potřebu jeho domácnosti. Změní-li se tyto potřeby po zřízení služebnosti, nezakládá to uživateli právo na její rozšíření.“ (§ 1283 NOZ)

„Služebností požívacího práva se požívateli poskytuje právo užívat cizí věc a brát z ní plody a užitky; poživatel má právo i na mimořádný výnos z věci. Při výkonu těchto práv je poživatel povinen šetřit podstatu věci.“ (§ 1285 NOZ)

Hlavní rozdíl mezi uživatelským a požívacím právem zmiňuje první věta § 1285, která naznačuje, že požívací právo je širší pojem než uživatelské právo, neboť požívací právo zakládá nejen právo věc *užívat*, ale také právo z věci brát plody a užitky a právo na mimořádný výnos z věci. Na tomto závěru se shoduje celá řada autorů.²

Následuje ustanovení týkající se rizika vypovězení pachtu:

„Propachtuje-li pachtýř propachtovanou věc jinému, přenechá-li ji jinému k užívání nebo změní-li hospodářské určení věci, anebo způsob jejího užívání nebo požívání bez propachtovatelova předchozího souhlasu, může propachtovatel vypovědět pacht bez výpovědní doby.“ (§ 2334 NOZ)

² Viz např. Siebertová (2014), Příbyl (2015), Spáčil (2013) aj.

Toto ustanovení má však zjevně dispozitivní charakter, tedy bude možné tento vztah smluvně konkretizovat.

Nyní následují důležitá ustanovení týkající se **inventáře**. K problematice inventáře bude později doplněn komentář.

*„(1) Propachtuje-li se věc společně s **inventářem**, zachová pachtýř jednotlivé kusy inventáře. Náležejí-li do inventáře zvířata, obnovuje pachtýř jejich stav s péčí řádného hospodáře.*

(2) Zničí-li se něco z inventáře nebo opotřebí-li se do té míry, že to nelze dále užívat, obnoví propachtovatel inventář, ledaže se škoda přičítá pachtýři; to platí i v případě vady propachtované věci.“ (§ 2342 NOZ) (vlastní zvýraznění)

Do *inventáře* se tedy budou zapisovat položky, u nichž se nepředpokládá, že by mělo dojít k jejich výměně/prodeji a následném znovupořízení. Jiným případem bude *inventář v ujednané ceně*.

*„(1) Propachtuje-li se věc společně s **inventářem v ujednané ceně** a zaváže-li se pachtýř vrátit propachtovateli při skončení pachtu inventář v téže ceně, může pachtýř s inventářem jako řádný hospodář volně nakládat, nese však nebezpečí škody, byť vznikne i náhodou. Pachtýř udržuje inventář a nahradí jej s péčí řádného hospodáře; **je-li věc zapsána do inventáře, nabývá k ní propachtovatel vlastnické právo.***

*(2) Skončí-li pacht, vrátí pachtýř inventář propachtovateli. Propachtovatel může odmítnout převzít kus inventáře obstaraný pachtýřem, pokud má vzhledem k propachtované věci a k řádnému hospodaření s ní nepřiměřenou cenu nebo pokud je pro propachtovanou věc nadbytečný; **odmítnutím nabývá vlastnické právo k odmítnutému kusu pachtýř.***

(3) Je-li mezi cenou převzatého a vráceného inventáře rozdíl, vyrovná se v penězích.“ (§ 2343 NOZ) (vlastní zvýraznění)

Do *inventáře v ujednané ceně* se tedy na rozdíl od *inventáře* budou zapisovat položky, u kterých se zřejmě předpokládá jejich výměna/prodej a následné znovupořízení, resp. u kterých také nebude klíčová jejich jedinečnost. V tom případě bude pouze zásadní, v jaké ceně (resp. hodnotě, viz dále) bude takový balík položek předán a následně vrácen na konci pachtu.

Od obecné úpravy *pachtu* se nyní přesuneme k právnímu vymezení samotného *pachtu závodu*.

Pacht závodu

„(1) Je-li propachtován závod, pachtýř jej užívá i požívá způsobem a v rozsahu, v jakém je toho třeba k řádnému provozování závodu. Předmět činnosti provozované v závodu může pachtýř změnit, jen bylo-li to výslovně ujednáno.“ (§ 2349 NOZ)

NOZ i v tomto ustanovení zmiňuje současné požívání a užívání při pachtu závodu.

Tento § 2349 dále pokračuje tím, že pacht závodu se považuje také za převod činnosti zaměstnavatele. Dalším rysem pachtu závodu je, že je při něm dle § 2351 zakázáno převést na pachtýře práva z duševního vlastnictví, u nichž to vylučuje smlouva nebo samotná povaha.

Dále také zákonná úprava dle § 2352 stanovuje, že pohledávky přejdou na pachtýře formou postoupení a dluhy formou převzetí dluhu. To se netýká dluhů, o kterých pachtýř nevěděl nebo jejich existenci nemohl předpokládat. Analogicky dojde k postoupení pohledávek a převzetí dluhů propachtovatelem ke konci pachtu; opět s výjimkou dluhů, o kterých propachtovatel nevěděl nebo ani jejich existenci nemohl předpokládat.

„Ustanovení tohoto pododdílu [pacht závodu] se použijí obdobně i na pacht části závodu tvořící samostatnou organizační složku.“ (§ 2357 NOZ)

Poslední ustanovení říká, že při pachtu části závodu nebudou platit žádná jiná specifická pravidla. K problematice pachtu části závodu bude v kapitole 2.3 poskytnutý dodatečný komentář.

2.2 Ostatní související právní normy

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu

Pacht závodu *obchodníka s cennými papíry a organizátora regulovaného trhu* je podmíněn souhlasem České národní banky. (Zákon č. 256/2004 Sb.)

Zákon o investičních společnostech a investičních fondech

Pacht závodu (nebo jeho části) *investiční společnosti* a investičnímu fondu s právní osobností zákon zakazuje. (Zákon č. 240/2013 Sb.)

Občanský soudní řád

Je-li propachtovatel v exekuci, může soud vypovědět pachtovní smlouvu tehdy, je-li pachtovné stanovené v nepřiměřené výši („*v místě a čase obvyklé*“) a zároveň sjednaný pacht výrazně omezuje prodejnost aktiva v dražbě. (Zákon č. 99/1963 Sb.)

Energetický zákon

Na rozdíl od řady jiných norem, na základě kterých se obvykle ukládá určitá povinnost vlastníkovu nebo pachtýřu, tento zákon specificky udává dodatečnou povinnost propachtovateli při vnitroskupinovém pachtu energetického zařízení.

„Vlastník nebo propachtovatel energetického zařízení, který s držitelem licence [...] tvoří holding [...], je povinen uvést v účtovém rozvrhu účty pro účtování o nákladech a výnosech z vlastnictví nebo pachtu tohoto energetického zařízení. Takový vlastník nebo propachtovatel energetického zařízení je povinen poskytovat Energetickému regulačnímu úřadu na vyžádání úplné a pravdivé informace a podklady potřebné pro výkon jejich zákonem stanovených oprávnění [...]“ (Zákon č. 458/2000 Sb.)

Zákon o urychlení výstavby dopravní, vodní a energetické infrastruktury

V případě tohoto zákona lze nalézt pouze další zřejmý rizikový faktor pachtu.

*„Pokud uskutečnění stavby dopravní, vodní nebo energetické infrastruktury brání nájem nebo pacht vztahující se k pozemku nebo stavbě **ve vlastnictví stavebníka**, je stavebník oprávněn nájem nebo pacht vypovědět bez ohledu na sjednanou dobu trvání nájmu nebo pachtu. Nájem nebo pacht skončí uplynutím výpovědní doby, která je 3 měsíce, bez ohledu na konec pachtovního roku. Nájemce nebo pachtýř má nárok na náhradu škody způsobené ukončením nájmu nebo pachtu.“ (Zákon č. 416/2009 Sb.) (vlastní zvýraznění)*

Zákon o majetku ČR a jejím vystupování v právních vztazích

Na rozdíl od ostatních předmětů nájmu nebo pachtu nesmí organizační složka státu z důvodů dočasné nepotřebnosti propachtovat obchodní závod. (Zákon č. 219/2000 Sb.)

Zákon o bankách

Také banka může propachtovat závod, a to se souhlasem České národní banky. (Zákon č. 21/1992 Sb.)

Na rozdíl například od zákona upravujícího pojišťovny je v případě bank v zákoně pacht výslovně zmiňován. (Jak bude zmíněno v kapitole týkající se účetního zobrazení, České účetní standardy pro banky ani České účetní standardy pro pojišťovny, na rozdíl od Českých účetních standardů pro podnikatele, neupravují pacht závodu.)

Zákon o sdružování v politických stranách a v politických hnutích

Politické strany a politická hnutí mohou propachtovat věc, resp. mít příjem z pachtu (Zákon č. 424/1991 Sb.), tedy mohou propachtovat i závod.

Insolvenční zákon

Současné znění insolvenčního zákona (Zákon č. 182/2006 Sb., dále jen IZ) neobsahuje zmínku o pachtu, resp. ani pachtu závodu. Naopak se zde objevují ustanovení týkající se nájemních smluv, mezi které dříve patřily také smlouvy o nájmu podniku. Zdá se, že IZ spíš nebyl od účinnosti NOZ aktualizován. Je otázkou, na kolik se tedy ustanovení týkající se nájmu budou aplikovat také na pacht závodu, neboť mají v případě insolvence propachtovatele značné implikace:

„(1) Insolvenční správce je po prohlášení konkursu oprávněn vypovědět nájemní smlouvu nebo podnájemní smlouvu uzavřenou dlužníkem ve lhůtě stanovené zákonem nebo smlouvou, a to i v případě, že byla sjednána na dobu určitou; výpovědní lhůta však nesmí být delší než 3 měsíce. [...]

(2) Jestliže by výpověď nájemní smlouvy sjednané na určitou dobu, v níž je dlužník pronajímatelem, byl nájemce nepřiměřeně dotčen ve svých oprávněných zájmech nebo by tím utrpěl či mohl utrpět značnou škodu, může nájemce do 15 dnů od doručení výpovědi navrhnout insolvenčnímu soudu zrušení výpovědi. Jestliže bude zajištěno, že nájemce koupí předmět nájmu při zpeněžení majetkové podstaty za cenu obvyklou, vyhoví insolvenční soud takovému návrhu vždy.“ (§ 256 IZ)

Dále, jak již bylo zmíněno v kontextu Občanského soudního řádu, může soud za určitých podmínek zrušit pacht závodu, je-li pachtovné nepřiměřené.

2.3 Komentář k platné legislativě

V návaznosti na detailnější pohled na vybraná ustanovení bude v této kapitole uvedeno několik možných problémů, které lze vzhledem k současné legislativě týkající se pachtu závodu pozorovat.

Užívání a požívání

Nejprve zmíníme jedno z ustanovení, které se váže k uživatímu právu, které mj. upravuje odpovědnost za závady na věci:

„Vlastníku věci náleží všechny užitky, které může brát bez zkrácení práva uživatele. Vlastník však nese všechny její závady a musí věc udržovat v dobrém stavu. Přesahují-li náklady užitek, který vlastníkově zbývá, musí uživatel buď tyto zvýšené náklady nést, anebo od užívání upustit.“ (§ 1284 NOZ)

Nyní můžeme ve stejné souvislosti uvést také ustanovení o požívání:

„Poživatel přejímá všechny závady, které na věci vázly v době, kdy byla služebnost zřízena. Nese také náklady, bez nichž by se plodů a užitků nedosáhlo.“ (§ 1287 NOZ)

Z tohoto paragrafu plynou tyto skutečnosti:

- 1) Poživatel – pachtýř přejímá všechny závady k okamžiku zřízení pachtu (věta první)³; u požívání však nese závady vlastník, tj. propachtovatel (viz výše § 1284).
- 2) Příslovce „*také*“ ve druhé větě implikuje, že náklady spojené s převzatými závadami podle věty první nese poživatel – pachtýř.

Tyto implikace se zdají být v rozporu s definicí užívacího práva, ve kterém vlastník „*nese všechny závady a musí věc udržovat v dobrém stavu*“ (§ 1284 NOZ). Zdá se tedy, že není možné věc zároveň užívat a požívat (viz definice pachtu). V případě samostatně stojícího požívání je rovněž otázkou, zda nedochází k určitému definičnímu rozporu v tom, že je užívání podmnožinou požívání. Současná právní praxe, zdá se, tento rozkol překvapivě nevnímá.⁴ Šlo by se snad odkázat znovu na § 1284 (viz výše), podle kterého musí při užívání uživatel nést *zvýšené náklady* (nad rámec užitku, který zbývá vlastníkově), nicméně už i to, že se jedná o náklady přesahující zbylý užitek vlastníka, vlastně znamená, že vlastník může ve výsledku zůstat s nulovým užitekem.

Udržování věci

Dalším, nyní spíše praktickým, problémem se jeví základní ustanovení týkající se udržování požívané věci.

„Poživatel udržuje věc ve stavu, v jakém ji převzal, a hradí obvyklé udržovací náklady na věc včetně její obnovy a obvyklého pojištění proti škodám. Zmenší-li se přesto řádným užíváním věci její hodnota bez viny poživatele, není za to poživatel odpovědný.“ (§ 1288 NOZ)

Druhá věta tohoto paragrafu je ve vztahu k pachtu závodu ekonomicky nepraktická. Uvedme si příklad *ad absurdum*. Pokládám si otázku:

- Je propachtovatel (faktický vlastník závodu) vinen, dle citovaného paragrafu, z poklesu hodnoty propachtovaného závodu například vlivem hluboké ekonomické krize?
- Kdo by měl nést ztrátu z důvodu, že propachtovaný závod v průběhu pachtu ztratí (až) veškerou svou hodnotu?
- Jaká všechna rizika by měla být skutečně přenesena na pachtýře, pokud na něho přecházejí veškerá práva na užitky a plody z dané věci? Jak posoudit *vinu* poživatele – pachtýře, kterou uvádí citovaný paragraf?

³ Lze se mj. přesvědčit, že takovéto ustanovení se v části NOZ, která se zabývá *koupí závodu*, nevyskytuje.

⁴ Viz např. Doleček (2017) nebo Pelikán (2016) a mnoho dalších.

Je zřejmé, že toto ustanovení je důležité, a jeho interpretace může ovlivnit předpoklady k ocenění pachtu⁵. V tomto kontextu zmíníme ještě § 1 odst. 2 NOZ:

„Nezakazuje-li to zákon výslovně, mohou si osoby ujednat práva a povinnosti odchylně od zákona; zakázána jsou ujednání porušující dobré mravy, veřejný pořádek nebo právo týkající se postavení osob, včetně práva na ochranu osobnosti.“ (§ 1 NOZ)

Tento odstavec rozděluje normy na dispozitivní, tj. od kterých se lze odchýlit ve smlouvě, a kogentní, tj. od kterých se nelze odchýlit ve smlouvě (Mališ 2013). Právě možná dispozitivnost některých ustanovení by mohla řešit celou řadu předkládaných otázek, k čemuž by však bylo zapotřebí provést hlubší právní analýzu.

V této práci bude dále uvažováno, že na sebe pachtýř může přebrat všechna exogenní rizika.

Zlepšení věci pachtýřem

„Vlastník hradí poživateli náklad, jímž byla věc zlepšena, za stejných podmínek, jako by byl povinen hradit jej nezmocněnému jednateli. [...]“ (§ 1291 NOZ)

Toto ustanovení se zdá být rovněž zásadní. Pokud by v kontextu pachtu závodu bylo za zlepšení závodu považováno také zvýšení hodnoty (ve smyslu oceňování podniků), vlastník by měl náklady s tímto spojené uhradit pachtýři. Je otázkou, jak by tyto „náklady“ bylo možné v případě sporu vyčíslit. V tomto ohledu se zdá být efektivní tuto úhradu konkretizovat ve smlouvě.

Zlepšení věci propachtovatelem

*„(2) Zlepší-li **propachtovatel** propachtovanou věc do té míry, že pachtýř může při řádném hospodaření dosáhnout vyššího výnosu, může se propachtovatel domáhat přiměřeného zvýšení pachtovného.“ (§ 2335 NOZ) (vlastní zvýraznění)*

V návaznosti na toto ustanovení si pokládám otázku: pokud pachtýř v průběhu pachtu vyjedná dlouhodobý obchodní kontrakt s propachtovatelem na hypotetické dodávky zboží, a zvýší tak zisky společnosti, potažmo hodnotu podniku, jedná se o *zlepšení* propachtované věci? Lze toto zlepšení připsat propachtovateli, resp. měl by mít propachtovatel nárok na tento dodatečný zisk? Na tyto otázky bohužel nelze z dostupných zdrojů objektivně odpovědět.

⁵ Související část ocenění viz Analytická část této práce, konkrétně v jednotlivých podkapitolách kapitoly 8, zejm. v podkapitole 8.4.1. V nich bude nastíněn koncept ocenění pachtu závodu, v němž se předpokládá, že se mohou obě strany dohodnout na vzájemné kompenzaci zvýšené/snížené hodnoty závodu při jeho navrácení.

Inventář

Jak bylo již řečeno, existují dva typy inventáře (viz dříve). Z čeho se však skládá takový inventář, resp. co může zahrnovat? Dlouhodobý majetek? Zásoby? Pouze aktiva?

Inventář (obě varianty) je pro tento účel vykládán jako soupis (*sic!*) věcí⁶ jiných, než je věc hlavní, typicky konkrétní vybavení, nábytek apod. (Hulmák 2014). Tento výklad zjevně vychází z důvodové zprávy k této právní úpravě, kde je inventář „*souborem věcí, zejména movitých, určených k užívání hlavní věci a jejímu řádnému obhospodařování*“ (Eliáš 2012, s. 883)⁷. Je tedy otázkou, jakým způsobem nakládat se samotnou věcí hlavní – závodem jakožto věcí hromadnou (tj. dle dřívější definice podniku; nově jako *organizovaným souborem jmění*).

V komentáři k tomuto zákonu klade dále Hulmák (2014) fakticky rovnost mezi soupisem přenechaného majetku (jako součástí závodu) a inventářem, což si do značné míry protirečí s jeho předchozím vymezením inventáře jako soupisem věcí vedlejších (viz výše). Není zde tedy jednoduché východisko k tomu, co všechno by měl, resp. mohl takový inventář zahrnovat, je-li sestavován pro účely pachtu závodu. Podobně problematické se zdá být i určení toho, co lze považovat v případě pachtu závodu za věc hlavní, a věc jinou než hlavní. Siebertová (2014) uvádí ve své rigorózní práci na příkladu zemědělského pachtu vinohradu inventář obsahující nejrůznější zemědělskou techniku, zařízení ke sběru hroznů apod. Stejná autorka potom naznačuje, že v případě pachtu závodu nalezne inventář uplatnění při sestavení zápisu o předání závodu dle § 2353 NOZ. V tomto zápisu bude dle § 2353 NOZ uveden seznam všeho, co k závodu náleží, včetně dluhů. Není však zřejmé, zda zmíněná autorka naznačuje, že by měl (či mohl) inventář obsahovat skutečně vše, co k závodu patří (včetně například dluhů), nebo zda ve svém textu uvažuje spíše doplňkovou funkci inventáře při sestavení takového seznamu pro účely věcí jiných než věc hlavní. V této kapitole uzavřeme tím, že je tato otázka podle NOZ velmi nejasná, nicméně se k tomuto tématu ještě vrátíme v kap. 3.1.2, která se bude zabývat účetním řešením pachtu závodu.

Dále si lze také všimnout, že zákon v případě *inventáře v ujednané ceně* hovoří o „ceně“, nikoli „hodnotě“. V tomto případě lze připomenout § 492 NOZ:

„(1) *Hodnota věci, lze-li ji vyjádřit v penězích, je její cena. Cena věci se určí jako cena obvyklá, ledaže je něco jiného ujednáno nebo stanoveno zákonem.*“ (§ 492 NOZ)

⁶ NOZ výslovně neříká, že se musí jednat o věci v právním smyslu. NOZ hovoří doslova o „*kusech inventáře*“.

⁷ Převzato; viz Příbyl (2015).

Definici *obvyklé ceny* potom nalezneme v § 2 Zákona č. 151/1997 Sb. (zákon o oceňování majetku).

Z předchozího ale především plyne, že pokud se strany pachtu domluví, mohou při ocenění položek v inventáři použít libovolné ocenění. Touto úvahou lze dojít také k závěru, že by se do inventáře mohl zapsat celý závod v jeho výnosovém ocenění. Zároveň není explicitně řečeno, že by se měly položky součástí inventáře v ujednané ceně přecenit k datu navrácení. Jelikož to ale není explicitně zakázáno, lze se domnívat, že pro účely tohoto § 2343 NOZ (inventář v ujednané ceně) je možné se na přecenění mezi stranami domluvit.

Pacht části závodu tvořící samostatnou organizační složku

Pokládám si otázku: Co je „*část závodu tvořící samostatnou organizační složku*“ v kontextu pachtu části závodu? Odpověď je dle současné legislativy nesnadná. NOZ sice do určité míry definuje *pobočku* závodu, ale i pro tu není definice zcela přesvědčivá:

„(1) Pobočka je taková část závodu, která vykazuje hospodářskou a funkční samostatnost a o které podnikatel rozhodl, že bude pobočkou.

(2) Je-li pobočka zapsána do obchodního rejstříku, jedná se o odštěpný závod; to platí i o jiné organizační složce, pokud o ní jiný právní předpis stanoví, že se zapíše do obchodního rejstříku. [...]“ (§ 503 NOZ)

První odstavec pracuje s pojmem „*část závodu*“, pro který bližší definici NOZ neuvádí, resp. ji neuvádí ani jiná právní norma. Vedle toho samotnou *pobočku* definuje NOZ v tomto odstavci úžeji jako jakousi konkrétní část závodu, která splňuje předepsaná kritéria. Nikde se v tomto odstavci však neobjevuje potřebná definice *části závodu tvořící organizační složku*.

Druhý odstavec citovaného § 503 pracuje s pojmem „*odštěpný závod*“, kterým je

- *pobočka* zapsaná do obchodního rejstříku;
- *jiná organizační složka*, která je nebo má být zapsaná do obchodního rejstříku podle jiného právního předpisu.

Co je *jiná organizační složka*? (viz dále)

Nyní připomeňme, že termín „*organizační složka podniku*“ byl definován v obchodním zákoníku (Zákon č. 513/1991 Sb.), který byl k 1.1.2014 zrušen. V současně platné legislativě

se tedy termín „organizační složka“ vyskytuje i nadále, avšak bez jasné definice⁸. Zároveň jsou z citovaného, současně platného zákona zřejmé tyto implikace a souvislosti:

- pobočka je také organizační složkou;
- odštěpným závodem je pobočka zapsaná do obchodního rejstříku;
- odštěpným závodem je i *jiná organizační složka* zapsaná (resp. má být zapsaná) do obchodního rejstříku.

Zmíníme tedy již neplatnou dřívější právní definici organizační složky podniku z obchodního zákoníku:

„Organizační složka podniku

(1) Odštěpný závod je organizační složka podniku, která je jako odštěpný závod zapsána v obchodním rejstříku. Při provozování odštěpného závodu se užívá obchodní firmy (§ 8) podnikatele s dodatkem, že jde o odštěpný závod.

(2) Obdobné postavení jako odštěpný závod má i jiná organizační složka podniku, jestliže zákon stanoví, že se zapisuje do obchodního rejstříku.“ (Zákon č. 513/1991 Sb.)

Z této již neplatné definice plyne následující:

- organizační složka je *cosi*, co může být odštěpným závodem (resp. definice organizační složky znovu chybí);
- odštěpným závodem není *jiná organizační složka* zapsaná (resp. má být zapsaná) do obchodního rejstříku (tj. rozdíl oproti současné legislativě, viz výše).

K dříve položené otázce, co je *jiná organizační složka*, uvádějí někteří autoři to, že se jedná o chybu zákonodárce při převzetí tohoto termínu ze starší úpravy, resp. že *jiná organizační složka* dnes již neexistuje (Příbýl 2015; Hulmák 2014).

S těmito poznatky nyní nahlédneme do starší judikatury Nejvyššího soudu, která, ještě za platnosti citovaného zákona č. 513/1991 Sb., praví:

„[...] Za samostatnou organizační složku lze pokládat takovou součást podniku, u níž je vedeno samostatně (odděleně) účetnictví, týkající se této organizační složky [...]. Předmětem smlouvy o prodeji podniku však mohou být i jiné organizační složky podniku, které se nezapisují do obchodního rejstříku a které mohou být různě nazvány, např. závod, provoz apod., podmínkou však je, aby šlo o složku samostatnou ve výše uvedeném smyslu, přičemž nemusí jít o složku oprávněnou svým

⁸ Zde pouze v souvislosti s obchodním závodem; např. organizační složka státu má stále svou definici danou zákonem.

vedoucím jednat navenek ve věcech jí se týkajících, jako je tomu v případě odštěpného závodu [...]“ (Usnesení Nejvyššího soudu sp. zn. 29 Odo 870/2005-284)

Aplikujeme-li závěry tohoto usnesení na současný definiční problém, docházíme k závěru, že **organizační složkou pro účely pachtu části závodu lze rozumět samostatně ekonomicky fungující *něco*, co je jako součást závodu účetně odděleno od zbytku závodu, a je možné toto *něco*, především pomocí účetnictví, jasně vymezit v pachtovní smlouvě.** K podobnému závěru na téma části závodu dochází například Příbyl (2015). Siebertová (2014) naopak uzavírá tím, že pojem samostatná organizační složka je předmětem „*neutichajících diskuzí*“ a že „*nezbývá nic jiného, než využít již existující soudní rozhodnutí a doufat v brzká rozhodnutí budoucí, která obsah shora uvedeného pojmu postaví najisto.*“ Budiž potom znovu i krátké pojednání o tomto problému v této diplomové práci dalším příspěvkem do neutichající diskuze.

Závěrem

Jak bylo v průběhu této kapitoly 2 nastíněno, existuje v české legislativě řada oblastí, ve kterých se zdá být současná úprava související s pachtem závodu nejednoznačná (část závodu, inventář), nedostatečná (insolvenční zákon) či do jisté míry nefunkční (užívací a požívací). Zároveň lze však vzhledem k množství a obsahu diskutovaných norem konstatovat, že má v České republice pacht závodu relativně širokou právní základnu, která může představovat výjimečné příležitosti v oblasti podnikových transakcí.

V následující kapitole bude proveden rozbor účetního zobrazení pachtu závodu.

Kapitola 3

Účetní zobrazení pachtu závodu

V České republice upravují účetní zobrazení pachtu závodu a jeho části tyto předpisy:

- **Zákon č. 563/1991 Sb. (Zákon o účetnictví; dále jen ZoÚ);**
- **Vyhláška č. 500/2002 Sb. (Vyhláška, 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);**
- **Vyhláška č. 504/2002 Sb. (Vyhláška, kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, pro účetní jednotky, u kterých hlavním předmětem činnosti není podnikání, pokud účtují v soustavě podvojného účetnictví);**
- **Vyhláška č. 410/2009 Sb. (Vyhláška, kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, pro některé vybrané účetní jednotky);**
- **České účetní standardy pro podnikatele (dále jen ČÚS).**

Ze seznamu předpisů je patrné, že účetní řešení pachtu závodu bank, pojišťoven a zdravotních pojišťoven není v současné době obsaženo v souvisejících prováděcích vyhláškách k zákonu o účetnictví, resp. v účetních standardech. V této práci se omezíme na účetní řešení pachtu závodu obchodních společností (dle definice Zákona č. 90/2012 Sb. – zákon o obchodních korporacích).

Dalšími předpisy, které budou obchodní společnosti v České republice v některých případech používat k účetnímu zobrazení pachtu závodu, budou také

- **Mezinárodní účetní standardy (dle definice zákona o účetnictví; dále jen MÚS),**

kterým bude věnována zvláštní podkapitola.

Zákon o účetnictví

Zákon o účetnictví praví ohledně pachtu závodu následující:

„(1) Účetní jednotky, které mají vlastnické nebo jiné právo k majetku [...], není-li dále stanoveno jinak, o něm účtují a odpisují v souladu s účetními metodami. [...]

(4) Majetek uvedený v odstavci 1 odpisuje nájemce nebo pachtýř, pouze pokud je oprávněn o tomto majetku účtovat a odpisovat jej na základě smlouvy o pachtu obchodního závodu nebo části obchodního závodu.“ (§ 28 ZoÚ)

Toto ustanovení by se mělo aplikovat v případě účtování podle ČÚS i (*sic!*) MÚS⁹.

Jak bude dále také ukázáno, účetní řešení pachtu závodu dle ČÚS se značně liší od MÚS.

3.1 Účetní zobrazení pachtu závodu podle ČÚS

3.1.1 Základní mechanismus účtování dle ČÚS

Na úvod lze pro snazší čtení dalšího textu zjednodušeně nastínit mechanismus účtování dle ČÚS:

- propachtovatel odúčtuje položky závodu ze svých aktiv a cizích zdrojů;
- propachtovatel zaúčtuje pohledávku vůči pachtýři¹⁰;
- pachtýř zaúčtuje položky závodu do svých aktiv a cizích zdrojů;
- pachtýř zaúčtuje závazek vůči propachtovateli¹¹.

Vyhláška 500

Účetní jednotky účtující podle českých účetních standardů¹² se budou řídit také vyhláškou č. 500/2002 Sb. (dále jen Vyhláška 500).

Vyhláška 500 stanovuje pouze 2 pravidla pro účetní zobrazení pachtu, a to:

- kam zaúčtuje propachtovatel pohledávku z pachtu vůči pachtýři;
 - položka "C.II.1.5.4. Jiné pohledávky";
- kam zaúčtuje pachtýř závazek z pachtu vůči propachtovateli;
 - položka „C.I.9.3. Jiné závazky“.

⁹ Jak bude dále ukázáno v kap. 3.1.2, odpis aktiv podle MÚS bude odlišný.

¹⁰ V případě předluženého závodu lze uvažovat i závazek. Dále nebude uvažováno.

¹¹ V případě předluženého závodu lze uvažovat i pohledávku. Dále nebude uvažováno.

¹² Včetně jednotek, které účtují podle ČÚS pouze k účelu výpočtu daně.

Osoba pachtýře figuruje ve vyhlášce ještě v kontextu obecného ocenění dlouhodobého majetku při nabytí; nejedná se však o účtování vlastní transakce pachtu, ale o následné nabývání majetku v průběhu pachtu. Vyhláška v tomto ohledu odpovídá na otázky:

- co může obsahovat ocenění dlouhodobého majetku u pachtýře;
- co nemůže obsahovat ocenění dlouhodobého majetku u pachtýře.

3.1.2 Aplikace ČÚS

Jednotky účtující podle ČÚS budou v souvislosti s pachtem závodu aplikovat tyto standardy:

- Český účetní standard pro podnikatele č. 001 (Účty a zásady účtování na účtech) (dále jen ČÚS I)
- Český účetní standard pro podnikatele č. 011 (Operace s obchodním závodem) (dále jen ČÚS II)
- Český účetní standard pro podnikatele č. 013 (Dlouhodobý nehmotný a hmotný majetek) (dále jen ČÚS I3)
- Český účetní standard pro podnikatele č. 017 (Zúčtovací vztahy) (dále jen ČÚS I7)

ČÚS I – Účty a zásady účtování na účtech

Tento standard pouze říká, že propachtovaný majetek se bude sledovat na podrozvahových účtech.

ČÚS II – Operace s obchodním závodem

Účetní standard ČÚS II postupně řeší účtování těchto skutečností:

- přeúčtování dlouhodobého majetku od propachtovatele k pachtýři;
- účtování pachtovného;
- přeúčtování oceňovacího rozdílu a goodwillu od propachtovatele k pachtýři;
- přeúčtování dlouhodobého majetku od pachtýře k propachtovateli při vrácení závodu;
- přechod zásob;
- přechod pohledávek a dluhů;
- účtování vyrovnání změny hodnoty navraceného majetku;
- přeúčtování rezerv a časového rozlišení.

Jednotlivé body budou nyní blíže rozebrány.

Dlouhodobý majetek

Standard rozlišuje případ, kdy se strany ve smlouvě o pachtu domluví, že propachtovaný dlouhodobý majetek bude odepisovat **pachtýř (1)**, a případ, kdy se tak ve smlouvě strany nedomluví (2).¹³ Účetní zobrazení bude nyní popsáno pro každou z variant.

Propachtovatel – Varianta 1 (pachtýř bude odepisovat)

Krok A

- i. Odúčtuje položky dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku a oprávek;
- ii. rozpustí případné související opravné položky ve prospěch nákladů;
- iii. zaúčtuje položky z bodu i. (v zůstatkové hodnotě) na účet **dlouhodobého finančního majetku**.

Krok B

- i. Odúčtuje položky dlouhodobého finančního majetku¹⁴;
- ii. rozpustí případné související opravné položky ve prospěch nákladů;
- iii. zaúčtuje položky z bodu i. na účet *Jiné pohledávky a závazky*¹⁵.

Propachtovatel – Varianta 2 (pachtýř nebude odepisovat)

- i. Odúčtuje položky dlouhodobého finančního majetku¹⁶;
- ii. rozpustí případné související opravné položky ve prospěch nákladů;
- iii. zaúčtuje položky z bodu i. na účet *Jiné pohledávky a závazky*.

Pachtýř – Varianta 1 i 2

- i. Zaúčtuje přenechaný dlouhodobý majetek na příslušné majetkové účty;
 - a. v případě varianty 1 včetně dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku (včetně oprávek);
- ii. zaúčtuje položky z bodu i. souvztažně na účet *Dlouhodobé závazky*;

vše v ocenění majetku u propachtovatele a uvedeném ve smlouvě.

¹³ Čtenář ČÚS 11 si jistě všimne, že po nahrazení původního slova „nájemce“ dle dříve platné legislativy novým slovem „pachtýř“ přestává standard v některých pasážích dávat smysl. Lze si potom všimnout, že v některých případech (viz např. body 4.2 a 4.6 ČÚS 11) byl 1. pád slova nájemce („nájemce“) nahrazen 4. pádem slova pachtýř („pachtýře“), což v důsledku mění význam standardu. Toto je zjevná chyba, a proto zde bude zohledněn pouze správný, zřejmě zamýšlený význam standardu.

¹⁴ Včetně ostatního dlouhodobého finančního majetku, který nebyl zaúčtován v kroku A, ale je součástí závodu (standard není jednoznačný, ale je názorem autora, že toto je právě zamýšlená logika účtování).

¹⁵ Alternativně se může krok A přímo účtovat na *Jiné pohledávky a závazky*.

¹⁶ Nyní na účtu finančního majetku není přeúčtovaný hmotný a nehmotný majetek (!).

Platby pachtovného

V souvislosti s placením pachtovného popisuje standard znovu dvě varianty. První (1) pro případ, kdy bude sjednané pachtovné vyšší než výše odpisů dlouhodobého majetku; druhá (2) pro případ, kdy bude sjednané pachtovné nižší než výše odpisů dlouhodobého majetku.¹⁷

Propachtovatel – Varianta 1 (pachtovné vyšší než odpisy)

- i. O přijaté pachtovné vy výši odpisů sníží dlouhodobou pohledávku za pachtýřem.
- ii. Zbývající část pachtovného zaúčtuje k rozvahovému dni do výnosů.

Pachtýř – Varianta 1 (pachtovné vyšší než odpisy)

- i. O zaplacené pachtovné vy výši odpisů sníží dlouhodobý závazek vůči propachtovateli;
- ii. Zbývající část pachtovného zaúčtuje k rozvahovému dni do nákladů.

Propachtovatel – Varianta 2 (pachtovné nižší než odpisy)

- i. O přijaté pachtovné sníží dlouhodobou pohledávku za pachtýřem.
- ii. O rozdíl mezi pachtovným a odpisy sníží k rozvahovému dni dlouhodobou pohledávku za pachtýřem.
- iii. Rozdíl z bodu ii. zaúčtuje k rozvahovému dni do nákladů.

Pachtýř – Varianta 2 (pachtovné nižší než odpisy)

- i. O zaplacené pachtovné sníží dlouhodobý závazek vůči pachtýři.
- ii. O rozdíl mezi pachtovným a odpisy sníží k rozvahovému dni dlouhodobý závazek vůči propachtovateli.
- iii. Rozdíl z bodu ii. zaúčtuje k rozvahovému dni do výnosů.

Z předchozího plyne mj. důležitá skutečnost, a to že obě strany musejí být neustále informované od druhé strany o aktuální výši odpisů majetku. To se týká i nově pořízeného majetku pachtýřem, který byl v průběhu pachtu zapsán do *inventáře v ujednané ceně*¹⁸ (!).

Oceňovací rozdíl a goodwill

„Umožní-li smlouva o pachtu obchodního závodu účtovat u nájemce [pachtýře] o oceňovacím rozdílu k nabytému majetku nebo goodwillu vytvořeném propachtovatelem před započítáním nájmu podniku, částka odpisů k danému oceňovacímu rozdílu nebo goodwillu (do nákladů či do výnosů)

¹⁷ Standard nevylučuje případ, kdy by se režim v průběhu času měnil.

¹⁸ Funkce *inventáře v ujednané ceně* viz kap. 2.1 (Pacht obecně).

bude korigovat účet příslušného dlouhodobého závazku [...] u pachtýře a příslušné dlouhodobé pohledávky [...] u propachtovatele.“ (ČÚS 11) (vlastní zvýraznění)

Zdá se, že účetní standard zavádí jakési „*potrojně účetnictví*“.

Budeme-li uvažovat, že odpisy oceňovacího rozdílu a goodwillu budou účtované na příslušné účty opravek souvztažně s výsledkovými položkami („*do nákladů či do výnosů*“), prostor pro jakýkoli další zápis (korekce závazku/pohledávky) se v soustavě podvojného účetnictví nejeví jako realistický. Názorem autora je, že tento odstavec má za cíl spíše připojit tyto odpisy k testu na výši pachtu ve vztahu k odpisům, který byl popsán výše (viz Platby pachtovného).

Alternativně lze uvažovat ještě dvě možné interpretace (uvažujme nyní pouze odpis kladného oceňovacího rozdílu (OR) nebo goodwillu (GW) do nákladů pachtýře):

První alternativa

- 1) Pachtýř:
 - a. Zaúčtuje odpis do nákladů.
 - b. Zvýší závazek vůči propachtovateli.
- 2) Propachtovatel:
 - a. Zvýší pohledávku vůči pachtýři.
 - b. (výnos?)

Problémem je, že OR a GW takto zůstávají v původním ocenění, aktiva jsou tak nadhodnocena, tzn. porušení účetních zásad. Zároveň zůstává otázka, proti čemu by se mělo účtovat u propachtovatele.

Druhá alternativa

- 1) Pachtýř:
 - a. Zaúčtuje odpis do opravek k OR/GW.
 - b. Sníží závazek vůči propachtovateli.
- 2) Propachtovatel:
 - a. Sníží pohledávku vůči pachtýři.
 - b. (náklad?)

Tato alternativa by mohla být funkční a zároveň konzistentní s přechozí logikou (viz Platby pachtovného), nicméně i zde už je zapojena určitá míra kreativity nad rámec standardu, a zároveň se nezdá správné, aby pachtýř neúčtoval o odpisu jako nákladu.

Na závěr poznamenejme, že je uvažován pouze ten OR a GW, který již dříve existoval u propachtovatele. Jak bude v dalších kapitolách této práce naznačeno, i při této podnikové

transakci obě strany „uznávají“ hodnotu závodu, kterou by měly také přímo promítat do výše pachtovného. Z toho důvodu by dle názoru autora této práce měl vzniknout prostor pro vykázání dodatečného OR/GW. Vykázání OR/GW při pachtu však není v ČÚS ani nikde jinde obsaženo. Touto problematikou se dále nebudeme zabývat.

Vrácení závodu

Standard dále popisuje účtování vrácení dlouhodobého majetku, které je logickým opakem původního převodu z propachtovatele na pachtýře:

Pachtýř

- i. Odúčtuje položky dlouhodobého majetku a opravek (v aktuální výši)¹⁹.
- ii. Souvztažně koriguje (efektivně sníží) položku *Dlouhodobé závazky* ve stejné výši.

Propachtovatel

- i. Zaúčtuje vrácený dlouhodobý majetek a opravy (v aktuální výši).
- ii. Souvztažně koriguje (efektivně sníží) položku *Jiné pohledávky a závazky* ve stejné výši.

Položky *Dlouhodobé závazky* a *Jiné pohledávky a závazky* mohou zůstat nenulové. Jejich vyrovnáním (vynulováním) se budeme zabývat později.

Zásoby

„Přechod vlastnictví k příslušným zásobám bude uskutečněn formou prodeje.“ (ČÚS 11)

Toto ustanovení je zjevný konflikt, a to z několika důvodů:

- 1) V souladu s NOZ také zásoby jsou součástí závodu.
 - a. Pachtm závodu však nepřecházejí vlastnická práva k jednotlivým složkám majetku s explicitní výjimkou pro případ pohledávek.
- 2) Pokud jsou zásoby zapsány do *inventáře v ujednané ceně*, potom k nim má dle NOZ výslovně vlastnické právo **propachtovatel**.
- 3) Může ČÚS 11 ukládat dodatečnou povinnost nad rámec zákona?

K řešení konfliktu opět provedeme exkurz do již neplatného obchodního zákoníku, ve kterém se v § 488g píše následující:

„(2) Účinností smlouvy o nájmu podniku nebo jeho části přechází vlastnické právo ke zboží na skladě, k materiálu určenému ke zpracování, [...], na nájemce. K přechodu vlastnictví však dojde

¹⁹ ČÚS 11 neříká, jak naložit s případnými opravnými položkami k propachtovanému majetku.

jenom tehdy, dohodnou-li strany přiměřenou úplatu za tyto věci v rámci nájemného nebo mimo ně.“ (Zákon č. 513/1991 Sb.) (vlastní zvýraznění)

Tato úprava vlastnického práva k zásobám se však už v NOZ neobjevuje. Zároveň ale i tato stará právní úprava naznačuje, že vlastnické právo nemusí nutně přejít, pokud není ujednána úplata (na tuto variantu ČÚS II nemá řešení).

Literatura k této problematice je nedostatečná, nicméně RNDr. Ivan Brychta (2014) ve svém článku zaměřeném především na daňovou problematiku pachtu závodu dochází k závěru, že dle NOZ jsou zásoby (automaticky) zahrnuty do *inventáře* (viz dříve) a že vlastnické právo k zásobám přechází na pachtýře propachtováním inventáře, a to za sjednanou úplatu. Dále ve svém článku zmiňuje, že i samotné vlastnické právo k inventáři jako takovému přechází dočasně na pachtýře. K tomuto výkladu přizpůsobuje zmíněný autor i svou další argumentaci v otázkách zdanění, a tedy stále nahlíží na převzetí zásob jako na prodej zásob. Na závěr se autor navrácí k NOZ, který říká, že vznikne-li rozdíl mezi cenou původního a vráceného inventáře, vyrovná se v penězích. Budeme-li uvažovat, že v případě zásob se bude jednat o *inventář v ujednané ceně* dle § 2343 NOZ, nikoli *inventář* dle § 2342 NOZ (pro který je charakteristická nezaměnitelnost věcí, pokud nedojde k jejich zničení či absolutnímu opotřebení), potom lze výše zmíněný výklad považovat za mylný z těchto důvodů:

- V zákoně se nepíše o přechodu nebo převodu vlastnického práva k inventáři, ani o úplatě za něj, pouze o jeho propachtování spolu s předmětem pachtu.
- V zákoně se nepíše o přechodu vlastnického práva k věcem v inventáři.
- **Vlastnické právo k věci zapsané do *inventáře v ujednané ceně* náleží propachtovateli.**
- Rozdíl v ceně inventáře se vyrovná penězích, tedy zde logicky nefiguruje a nefunguje ani prvotní koupě za úplatu, ani zpětný odkup za úplatu.

Z těchto důvodů je názorem autora této diplomové práce, že je ČÚS II v otázce zásob při pachtu závodu zastaralý, a není možné jej použít, pokud se v tomto kontextu strany dohodnou na využití titulu inventáře.

Přestože změna právní úpravy (vypuštění přechodu zásob formou koupě v NOZ) a zavedení *inventáře v ujednané ceně* přímo vybízí k jeho využití pro případ převzetí zásob, existuje i odlišný názor. V komentáři k NOZ autorky Kabelková a Dejlová (2013) argumentují:

„Za inventář není možné považovat věci určené ke spotřebě, jako jsou zásoby materiálu, zboží na skladě, krmivo, stelivo, hnojivo apod. Zahrnutí uvedených věcí do inventáře by odporovalo povinnosti pachtýře inventář a jeho jednotlivé kusy zachovat, která je mu uložena v odstavci 1.

Inventář je oddělován od zásob ostatně i v jiných právních předpisech.“ (Kabelková a Dejlová 2013, s. 513-515)

Toto ustanovení se však týká pouze inventáře dle § 2342 NOZ, nikoli inventáře v ujednané ceně dle § 2343 NOZ. K druhému jmenovanému autorky uvádějí:

„Zatímco podle § 2342 je povinen obnovovat inventář a odstraňovat jeho vady propachtovatel, podle § 2343 je inventář povinen udržovat a nahrazovat pachtýř, a to zásadně s péčí řádného hospodáře. V návaznosti na to je pachtýř oprávněn i bez souhlasu propachtovatele sám o své vůli např. jednotlivé kusy inventáře vyřadit, či dokonce prodat [...]“ (Kabelková a Dejlová 2013, s. 516-517)

Z předchozího tedy evidentně neplyne, že by neměl být inventář v ujednané ceně použitý k přenechání zásob. Na závěr se stejné autorky vyjadřují konečně také k problematice vypuštění ustanovení o prodeji zásob v NOZ:

„ObčZ [dle terminologie této práce NOZ] nepřevzal konečně ani § 488g odst. 2 ObchZ [Zákon č. 513/1991 Sb. Obchodní zákoník], který upravoval přechod vlastnického práva ke zboží na skladě, materiálu určenému ke zpracování, náhradním dílům a jiným věcem [...]. Uvedené zastupitelné a ke spotřebě určené věci by snad bylo možné považovat za věci náležející do souboru věcí tvořících závod, ačkoli pokud by tomu tak bylo, byl by je pachtýř obecně povinen při skončení pachtu vrátit propachtovateli spolu s ostatními věcmi náležejícími k závodu. Možnost splnit takovou povinnost je však z povahy věcí vyloučena. Aby strany předešly případným sporům, měly by raději do smlouvy o pachtu závodu zahrnout ujednání, kterým si vzájemná práva a povinnosti vztahující se ke skladovým zásobám, materiálu a jiným zastupitelným a ke spotřebě určeným věcem upraví (např. se mohou dohodnout na jejich odkupu ze strany pachtýře, na tom, že je pachtýř povinen za spotřebované či odprodané věci předat propachtovateli při skončení pachtu srovnatelné věci v téže hodnotě apod.).“ (Kabelková a Dejlová 2013, s. 530-536) (vlastní zvýraznění)

Jinými slovy zde autorky na jednu stranu naznačují, že jediný možný způsob přechodu zásob je prodej (zvýrazněná část textu), na druhou stranu připouštějí i jiné alternativy (poslední věta). Z předchozího je ostatně taky patrné, že ani využití inventáře v ujednané ceně neshledávají jako řešení pro zamezení případných sporů. Domnívám se, že je takováto argumentace mylná, neboť § 1294 NOZ říká:

„Zřídí-li se užívací nebo požívací právo k zužititelným zastupitelným věcem, může uživatel nebo poživatel s věcmi nakládat podle své libosti. Když jeho právo skončí, vrátí stejné množství věcí téhož druhu a jakosti.“ (§ 1294)

Toto ustanovení shledávám jako hledaný střípek do mozaiky, který citované autorky přehlížejí.

Dalším podpůrným argumentem pro to, že je ustanovení ČÚS 11 diskutabilní, je i fakt, že na rozdíl od staré úpravy nově NOZ rozlišuje „*vlastnické právo*“ jako **právo**, a „*vlastnictví*“ jako **předmět vlastnického práva**, viz § 1011 NOZ. V tomto duchu lze než dodat, že „*přechod vlastnictví k příslušným zásobám*“ v doslovném podání ČÚS 11 skutečně v dnešním pojetí nedává smysl.

Ke stejnému závěru jako dříve citované autorky, avšak jinou argumentací, dochází ve svém článku také prof. Šebestíková (2015), jejímž názorem je, že předání zásob musí být realizováno formou prodeje kvůli nedostatkům v účetní a daňové legislativě. Jak bude ukázáno v části zabývající se daněmi, problém v daňové legislativě nebyl nalezen. V případě účetní legislativy je otázkou, nakolik je evidentní chyba v ČÚS zavazující.

Správné účetní zobrazení zásob při využití inventáře v ujednané ceně by dle autora této práce mělo být následující:

Na začátku pachtu:

Propachtovatel

- i. Odúčtuje položky zásob.
- ii. Rozpustí případné související opravné položky ve prospěch nákladů.
- iii. Zaúčtuje souvztažně položky z bodu i. na účet *Jiné pohledávky a závazky*.

Pachtýř

- i. Zaúčtuje položky zásob.
- ii. Zaúčtuje položky z bodu i. souvztažně na účet *Dlouhodobé závazky*.

Na konci pachtu:

Pachtýř

- i. Odúčtuje položky zásob (*pouze ty položky, které propachtovatel neodmítne (v souladu s NOZ)*).
- ii. Rozpustí případné související opravné položky ve prospěch nákladů.
- iii. Odúčtuje souvztažně položky z bodu i. z účtu *Dlouhodobé závazky*.

Propachtovatel

- i. Zaúčtuje položky zásob (*pouze ty položky, které propachtovatel neodmítne (v souladu s NOZ)*).
- ii. Odúčtuje položky z bodu i. souvztažně z účtu *Jiné pohledávky a závazky*.

Rozdíl (související se zásobami) vzniklý na účtech pohledávek a závazků se teprve nyní vyrovná (např. v penězích).

Problém může nastat, pokud by byla cena inventáře ujednána v odlišné výši než cena přenechaných zásob. V tom případě by bylo zřejmě vhodné u každé ze stran zaúčtovat dodatečný provozní výnos/náklad, a případně ho také časově rozlišovat po dobu pachtu.

Rozdilem v případě prodeje zásob oproti dříve navrženému postupu účtování zásob v rámci inventáře v ujednané ceně bude pouze to, že se bude u propachtovatele (na začátku pachtu) a u pachtýře (na konci pachtu) zároveň účtovat o nákladu na prodej a výnosu z prodeje (dále bude zapotřebí také ve smlouvě dohodnout způsob úhrady). V případě, že by byl dohodnutý bezúplatný převod, účtovalo by se takové nabytí majetku na podrozvahu (Brychta 2014).

Závěrem k této problematice je názorem autora této práce, že přes zjevně nejasný výklad funkce inventáře v ujednané ceně se zdá být tento titul velmi praktickým doplněním pachtu závodu v otázkách přenechání zmiňovaného užitelného majetku. Bohužel však nedostatečné zakotvení tohoto titulu v účetních předpisech, ale také v NOZ (viz komentář k NOZ výše) vede k přesvědčení, že by se měl aplikovat způsob známý z dřívější legislativy, tj. prodej těchto složek majetku.

Jaký je ale hlavní cíl pachtu závodu? Domnívám se, že tímto cílem je *půjčit podnik jako celek za dohodnutou odměnu*, raději než závod rozprodat a následně znovu koupit.

Cenné papíry

„Cenné papíry, pokud budou součástí propachtovaného obchodního závodu, přejdou v souladu se smluvním ujednáním a podle smluvního ujednání o nich bude účtováno.“ (ČÚS 11)

Pokud se jedná o cenné papíry provozního charakteru, zdá se být efektivní zahrnout cenné papíry do inventáře v ujednané ceně stejně jako zásoby a účtovat o nich obdobně s již dříve navrženým způsobem o účtování zásob v inventáři, anebo, v souladu s předchozím textem, dohodnout ve smlouvě jejich odkup, jedná-li se o užitelný majetek.

Bude-li se jednat o dlouhodobý finanční majetek, bude se aplikovat ustanovení o dlouhodobém finančním majetku (viz dříve).

ČÚS 11 dále neuvádí, jakým způsobem by se účtovalo o předání například cenin, pokladny či bankovních účtů. Čouková (2015) například uvádí, že bankovní účty se nepřevádějí. Lze však uvažovat situace, ve kterých i takový majetek může být převeden. V tomto kontextu lze zmínit, že v případě bankovních účtů se jedná efektivně o pohledávku za bankovní institucí, se kterou je obvykle uzavřena smlouva o vedení běžného účtu (Fetter 2018).

Z toho důvodů by se aplikoval stejný postup jako v případě ostatních pohledávek (viz dále). Obdobně by bylo možné postupovat i v případě majetkových účtů (pokud takové pohledávky lze zcizit). V případě cenin a zůstatků hotovosti v pokladně se jako schůdné jeví zahrnutí majetku do inventáře v ujednané ceně, případně jeho prodej, opět v závislosti na smlouvě o pachtu.

Pohledávky a dluhy

„Pohledávky a dluhy přecházejí ze zákona a účtuje se o nich jako o prodeji pohledávek a převzetí dluhů.“ (ČÚS 11)

Protože NOZ výslovně uvádí, že na **pohledávky** v rámci pachtu se uplatní stejná pravidla jako při postoupení, znamená to, že na pachtýře přecházejí veškerá práva s pohledávkami spojená (§ 1880 NOZ). Dále protože pohledávka je nově dle NOZ věcí, resp. *movitou věcí nehmotnou* (Smetana 2014), přechází na pachtýře tedy i vlastnické právo k této věci.

Jak již bylo zmíněno, k věci zapsané do inventáře v ujednané ceně nabývá vlastnické právo propachtovatel (nikoli pachtýř), tedy pokud by byly také pohledávky (nebo soubor pohledávek) zapsány do inventáře v ujednané ceně, potom by muselo právo přejít oběma směry, což nedává smysl²⁰. Pohledávky se tedy nebudou zapisovat do inventáře v ujednané ceně.

Účetní řešení pohledávek tedy proběhne formou postoupení. Nabízejí se potom alespoň tři řešení, u kterých bude mj. nutné posoudit daňové aspekty²¹:

- 1) bezúplatný převod, kterým propachtovatel vyúčtuje pohledávky (a opravné položky) do nákladů a pachtýř eviduje převzaté pohledávky pouze na **podrozvaze** (Brychta 2014) v jejich nominálních hodnotách (netvoří se dále opravné položky);
- 2) postoupení za úplatu, kdy jako efektivní se zdá být kombinace odložené kupní ceny pohledávek (účtováno na *Dlouhodobé závazky / Jiné pohledávky a závazky*) s možností zápočtu s kupní cenou vrácených pohledávek na konci pachtu (toto řešení by bylo konzistentní se způsobem předání zásob v rámci inventáře);
- 3) postoupení za úplatu s okamžitou úhradou (na začátku i na konci pachtu).

Důležité bude také ošetření nedobytných pohledávek, resp. obecně otázka ocenění pohledávek.

²⁰ Ani následné zařazení pohledávek do inventáře se nezdá být efektivní.

²¹ Bude řešeno v další části práce.

V případě **dluhů** NOZ uvádí, že v rámci pachtu dojde k převzetí dluhů pachtýřem²².

Jako otazník se jeví to, zda je možné také dluh zahrnout do inventáře v ujednané ceně. Diskriminačním prvkem pro jeho zařazení by se zdálo být totéž, co bylo řečeno o pohledávkách – tedy pokud by byl dluh *věcí* v právním slova smyslu (podle NOZ), muselo by vlastnické právo přejít oběma směry, což nefunguje (viz dříve). Otázkou, zda dluh je, či není věcí, se zabývá Zukal (2017) ve svém článku. Jeho závěrem je, že dluh skutečně věcí je. Argumentuje, že aby bylo možné dluh považovat za věc, musí dluh splňovat dvě podmínky:

- 1) odlišnost od osoby;
- 2) schopnost sloužit potřebě lidí, tj. užitečnost.

V prvním bodě nelze než nesouhlasit s autorem, že podmínka je splněna.

V druhém bodě autor argumentuje kladně tím, že dluh (resp. náklady s ním spojené) snižuje základ daně, tudíž je pro vlastníka podniku, který se rozhoduje mezi financováním svého podniku bankovním kapitálem nebo akcionářským úvěrem, užitečný, a je tak nepopíratelně „*de lege lata věcí v právním smyslu*“. Takový argument se zdá být spíše zcestný, a důvodů lze najít jistě bezpočet (například to, že daňově účinný náklad bude někoho jiného zdanitelným příjmem – zde akcionářovým; dále je zde ale především problémem zcela nefinanční pohled na náklad kapitálu, tj. náklady kapitálu je nutné při kapitálové optimalizaci posoudit po zdanění a také je nutné zohlednit riziko; aj.) Nicméně i jiné zdroje pracují s tím, že dluh skutečně věcí je²³.

Nezbývá než přijmout tento názor, který lze doplnit o velmi jednoduchý vlastní argument:

- Peníze lze transformovat na užitek (např. spotřebou, ale také investicemi).
- Je-li preferována okamžitá spotřeba před budoucí spotřebou i za cenu dluhu ve formě úroku, je dluh nezbytným nástrojem k maximalizaci užitku.
- Dluh je tedy užitečný.

²² Převzetí dluhu má svou právní definici (§ 1888-1891 NOZ) a jsou s ním spojená určitá práva a povinnosti. O tom, že má skutečně dojít k převzetí dluhu, je zmínka v části týkající se pachtu závodu jen velmi okrajová, byť přeci je: „*Propachtováním závodu se pachtýř stává věřitelem pohledávek a dlužníkem dluhů, které s provozem závodu souvisí; z dluhů však pachtýř přejímá jen ty, o jejichž existenci věděl nebo ji alespoň musel rozumně předpokládat. Neudělil-li věřitel souhlas k převzetí dluhu pachtýřem, ručí propachtovatel za jeho splnění.*“ (§ 2352 NOZ)

²³ Viz např. Procjuk (2014) – zdůvodnění chybí; Schön (2018) – souhlasí s argumentací Zukala (2017), tj. „dluh snižuje daňový základ“.

Dluh se tedy rovněž nebude zapisovat do inventáře. Při jeho předání se bude postupovat obdobně jako v případě pohledávek, tedy v závislosti na daňových aspektech alespoň ve třech variantách:

- 1) bezúplatný převod, kterým propachtovatel vyúčtuje dluhy do výnosů a pachtýř eviduje převzaté dluhy pouze na **podrozvaze** (Brychta 2014) v jejich nominálních hodnotách²⁴;
- 2) převzetí dluhu za úplatu, kdy jako efektivní se zdá být kombinace odložené platby protiplnění propachtovatelem s možností zápočtu s protiplněním vráceného dluhu na konci pachtu (toto řešení by bylo konzistentní se způsobem předání zásob v rámci inventáře);
- 3) převzetí dluhu za úplatu s okamžitou úhradou (na začátku i na konci pachtu).

Rezervy a časové rozlišení

„U rezerv a účtů časového rozlišení, které pachtýř využije, je nutno dohodnout, zda souvisejí s obchodním závodem podnikem a zda se budou převádět; účtuje se o nich na základě ustanovení ve smlouvě. Rezervy podle zvláštních právních předpisů (vykazované v položce "B.I.1. Rezervy podle zvláštních právních předpisů") se nepřevádějí, pokud zvláštní zákon nestanoví jinak.“ (ČÚS 11)

V případě časového rozlišení uvádí Čouková (2015) například postup shodný s postoupením pohledávek (v případě časového rozlišení aktivního) a převzetím dluhu (v případě časového rozlišení pasivního). Na takovém postupu se strany musejí domluvit.

V případě rezerv se zdá být nejjednodušší jejich rozpuštění, tedy nepřevádění. Alternativně lze uvažovat sjednání předání rezerv např. obdobně jako dlouhodobý majetek (pouze na opačné straně rozvahy), tedy prostřednictvím účtů *Dlouhodobé závazky* (u pachtýře) a *Jiné pohledávky a závazky* (u propachtovatele).

Zákonné rezervy²⁵ se nepřevádějí dle § 4 zákona o rezervách (Zákon č. 593/1992 Sb; dále jen ZoR), a zruší se ke dni účinnosti smlouvy o pachtu. Toto neplatí pro rezervy podle § 9 a 10 ZoR, tj.:

- rezerva na pěstební činnost;
- rezerva na odbahnění rybníka;
- rezerva na sanaci pozemků dotčených těžbou;
- rezerva na vypořádání důlních škod; a dále

²⁴ Přestože se evidence dluhů pouze na podrozvaze zdá být neslučitelná se zásadou opatrnosti při vedení účetnictví, stejný názor na podrozvahovou evidenci dluhu sdílí také prof. Šebestíková (2015) ve svém článku zabývajícím se pachtem obchodního závodu. Domnívám se však, že zásada opatrnosti by měla vést k odlišnému účetnímu zobrazení.

²⁵ S výjimkou rezerv na odbahnění.

- „rezervy, u nichž zvláštní zákon uvede, že jde o výdaj (náklad) na dosažení, zajištění a udržení příjmů.“ (§ 10 ZoR);

a vždy pouze v případě, že jsou finanční prostředky pro tyto rezervy drženy na zvláštním bankovním účtu.

Vrácení závodu

„V případě, že při vrácení propachtovaného obchodního závodu vznikne rozdíl mezi hodnotou vráceného obchodního závodu (tj. rozdíl hodnoty aktiv a závazků) a dlouhodobou pohledávkou (závazkem), je nutné jej vyrovnat. [...] V případě, že nájemce [pachtýř] vrací vyšší hodnoty, než je zůstatek účtu dlouhodobého závazku [...], účtuje uvedený rozdíl do provozních nákladů a propachtovatel do provozních výnosů, **pokud není ve smlouvě dohodnuto jinak**.“ (ČÚS 11) (vlastní zvýraznění)

Zde standard v první větě hovoří o **hodnotě závodu**, tj. rozdíl hodnoty aktiv a závazků.

Nebudeme se nyní příliš zabývat problematikou toho, o jaké hodnotě se zde hovoří, neboť by šlo uvažovat celou řadu možných řešení. Náзором autora této práce je, že by mělo na konci pachtu dojít k porovnání počátečního ocenění závodu jako celku a koncového ocenění závodu (obvykle výnosovými metodami, způsobem akceptovatelným pro obě strany, tj. *konsenzuální*). Smluvní, resp. i účetní, řešení mechanismu takového vypořádání by potom mohlo být následující:

- i. zaúčtování převodu závodu a zjištění výsledných zůstatků účtů:
 - a. u pachtýře *Dlouhodobé závazky*²⁶;
 - b. u propachtovatele *Jiné pohledávky a závazky*;
- ii. konsenzuální výpočet rozdílu hodnoty závodu (obvykle výnosovými metodami);
- iii. pachtýř k rozdílu (kladný (zvýšení hodnoty) nebo záporný (snížení hodnoty)):
 - a. přičte kreditní zůstatek účtu *Dlouhodobé závazky*, nebo
 - b. odečte debetní zůstatek účtu *Dlouhodobé závazky*;
- iv. propachtovatel k rozdílu (kladný (zvýšení hodnoty) nebo záporný (snížení hodnoty)):
 - a. přičte debetní zůstatek účtu *Jiné pohledávky a závazky*, nebo
 - b. odečte kreditní zůstatek účtu *Jiné pohledávky a závazky*;

(výsledkem kroků iii. a iv. se vypočte korigovaný rozdíl, který je pro obě strany shodný)

- v. strany si navzájem uhradí nenulové zůstatky na účtech *Dlouhodobé pohledávky/Jiné pohledávky a závazky*;

²⁶ Standard ČÚS 11 neuvádí, zda by se měl zůstatek tohoto účtu převádět na jiný účet krátkodobých závazků.

- vi. kladný výsledný korigovaný rozdíl uhradí propachtovatel pachtýři;
 - a. pachtýř účtuje příjem/výnos (příp. jiná forma úhrady);
 - b. propachtovatel účtuje výdaj/náklad (příp. jiná forma úhrady);
- vii. záporný výsledný korigovaný rozdíl uhradí pachtýř propachtovateli;
 - a. pachtýř účtuje výdaj/náklad (příp. jiná forma úhrady);
 - b. propachtovatel účtuje příjem/výnos (příp. jiná forma úhrady).

Toto navržené řešení je však pouze jedním z mnoha možných způsobů, na kterých se strany nejprve musejí dohodnout ve smlouvě. Zároveň toto řešení předpokládá, že postoupené/prodané/převzaté části závodu nebyly již vypořádané v penězích. V opačném případě by bylo nutné provést dodatečné úpravy o již zaplacené částky.

ČÚS 13 – Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek

Tento účetní standard pouze doplňuje ČÚS 11 v otázce účtování technického zhodnocení propachtovaného majetku.

ČÚS 17 – Zúčtovací vztahy

Tento účetní standard řeší případné časové rozlišení pachtovného.

3.2 Účetní zobrazení pachtu závodu podle IAS/IFRS

Jak bylo již zmíněno, účetní řešení pachtu závodu dle MÚS se značně liší od ČÚS.

Mezinárodními účetními standardy, o kterých hovoří § 19a ZoÚ, budou dále uvažovány standardy IAS (*Mezinárodní účetní standardy*), IFRS (*Mezinárodní standardy účetního výkaznictví*) a koncepční rámec pro tyto standardy, které vydává Rada pro mezinárodní účetní standardy (IASB). V této práci bude dále pro tyto MÚS používáno označení „IAS/IFRS“.

Na rozdíl od ČÚS neexistuje v IAS/IFRS standard, který by se specificky zabýval pachtem závodu.

Od roku 2019 je v účinnosti standard IFRS 16 *Leases* (dále jen IFRS 16), který se obecně vztahuje na problematiku leasingů, tedy nájmu a případně pachtu. V kontextu vykazování dle IAS/IFRS bude dále pojem pacht a nájem ztotožněn s výrazem leasing, se kterým pracuje IAS/IFRS.

3.2.1 Základní mechanismus vykazování dle IAS/IFRS

Na úvod lze pro snazší čtení dalšího textu uvést zjednodušeně logiku vykazování (finančního) leasingu dle IAS/IFRS:

- propachtovatel vykáže leasingovou pohledávku;
- propachtovatel odúčtuje závod ze své rozvahy;
- pachtýř vykáže aktivum z práva k užívání (dále jen APU);
- pachtýř vykáže leasingový závazek ve výši APU (na výjimky).

3.2.2 Aplikace IAS/IFRS

IFRS 16

IFRS 16 říká, že obě strany nejprve **rozčlení jednotlivé složky leasingové smlouvy** a budou je jednotlivě testovat na to, zda se jedná o leasing, či nikoli (IFRS 16, odst. 13-17). V kontextu pachtu závodu dle české legislativy lze očekávat, že **pohledávky** (příp. časové rozlišení aktivní), které přecházejí postoupením, **dluhy** (příp. časové rozlišení pasivní), které přecházejí převzetím, a případně odprodané složky majetku (**zuživatelný majetek**, tj. především zásoby, příp. vybraný krátkodobý finanční majetek, viz dříve) budou odlišeny od zbytku pachtu a bude o nich účtováno samostatně jako o postoupení, resp. převzetí dluhu, příp. podeji. V kontextu IAS/IFRS nebudeme uvažovat možnost využití inventáře v ujednané ceně.

Protože také nebyl nalezen předpis, podle kterého by se mělo postupovat při „*leasingu pasiv*“ a protože by byla taková problematika nad rámec cílů této práce, budeme uvažovat, že v případě **rezerv** dojde k jejich rozpuštění před předáním závodu.

Pro **ostatní majetek** (tj. dlouhodobý majetek) se aplikují postupy IFRS 16. Tyto položky budou v dalším textu označeny souhrnně za *závod*, nicméně jejich účtování podle IFRS 16 bude probíhat již na individuální bázi.

Propachtovatel, který vykazuje podle IAS/IFRS, bude aplikovat standard IFRS 16 a klasifikovat pacht závodu jako finanční leasing dle čl. 64 (b) tohoto standardu, neboť je splněna podmínka, že riziko změny hodnoty závodu v průběhu pachtu ponese pachtýř²⁷. (To, že bude pacht závodu klasifikován jako finanční leasing, zároveň znamená, že se na něho neuplatní standard IAS 40 Investment property.)

²⁷ „Indicators of situations that individually or in combination could also lead to a lease being classified as a finance lease are: [...] gains or losses from the fluctuation in the fair value of the residual accrue to the lessee (for example, in the form of a rent rebate equaling most of the sales proceeds at the end of the lease); [...]“. (IFRS 16) Vlastní překlad z angličtiny: „Indikátory, které by samostatně či dohromady mohly vést ke klasifikaci leasingu jako finančního leasingu, jsou: [...] (b) zisk/ztráta z pohybu fair value zbytkové hodnoty daného aktiva, které se [dle smlouvy] připisují pachtýři/nájemci (například ve formě slevy na nájemném, která se rovná většině výnosů z prodeje na konci nájmu).“

V případě **pachtýře** se již s nástupem IFRS 16 nerozlišuje, zda se jedná o finanční nebo operativní leasing.

Propachtovatel na začátku pachtu:

- i. Zaúčtuje leasingovou pohledávku ve výši *čisté investice do leasingu*²⁸ rovné součtu:
 - a. současné hodnoty *leasingových plateb* (viz níže);
 - b. současné hodnoty *nezajištěné části zbytkové hodnoty* závodu.
- ii. Souvztažně zaúčtuje odúčtuje položky závodu z příslušných majetkových účtů.

Případný rozdíl bude zaúčtován do výsledku hospodaření (Potůček A. 2019) v souladu s dalšími souvisejícími standardy IAS/IFRS (například IAS 16 *Property, Plant and Equipment*; IAS 38 *Intangible Assets*)

Standard dále říká, že leasingové platby zahrnují:

- fixní platby (tj. pachtovné);
- variabilní platby (tj. pachtovné v případě, že je indexované);
- realizační cena kupní opce nájemce/pachtýře, pokud je jistota ohledně realizace;
- penále za předčasné ukončení kontraktu, pokud je jistota ohledně ukončení;
- **v případě propachtovatele: zajištění (garance) zbytkové hodnoty;**
- **v případě pachtýře: očekávané platby ze zajištění zbytkové hodnoty.**

Je patrné, že účetní zachycení podle IAS/IFRS je pro obě strany nesouměrné vlivem zajištění, neboť propachtovatel bude v rámci leasingových plateb uvažovat celkovou výši garance, zatímco pachtýř pouze výši očekávaných plateb z této garance.

Pro diskontování ke zjištění čisté investice do leasingu se použije *implicitní úroková míra v leasingu* (*interest rate implicit in the lease*), kterou standard definuje jako takovou míru výnosu, při jejímž použití pronajímatelem pro diskontování (i) leasingových plateb a (ii) nezajištěné zbytkové hodnoty majetku je získána *fair value* podkladového aktiva (a počátečních přímých nákladů). Z IFRS 16 rovněž vyplývá, že by měla být zohledněna také *fair value* dosud nevykázaných (tj. nově identifikovaných) aktiv, která by byla součástí závodu. Je také otázkou, zda by se měl v případě pachtu závodu zohlednit rozdíl mezi *fair value* individuálně přeceněných aktiv a celkovou hodnotou závodu, tj. goodwill. Pokud bychom se omezili na to, že goodwill může vznikat pouze při koupi závodu uznáním hodnoty podniku formou zaplacení kupní ceny, potom je možné dojít k závěru, že není třeba goodwill jakkoli uvažovat. Vedle toho však bude hodnota podniku zohledněna ve výši pachtovného (viz analytická část práce), proto i tento názor by se zdál být obhajitelný.

²⁸ Angl. *Net investment in the lease*.

V každém případě standardy IAS/IFRS v současném znění na takovouto situaci nepamatují.

Je-li dále ujednána mezi pachtýřem a propachtovatelem kompenzace jakékoli změny hodnoty závodu ke konci pachtu oproti původní hodnotě, a tato hodnota bude vyšší než úhrnu *fair value* jednotlivých složek majetku, lze celý propachtovaný závod považovat za zajištěný. Alternativně může přicházet v úvahu jiná forma pojištění či zajištění jiným subjektem.

Z předchozího také vyplývá, že pokud nebudou uvažovány kupní opce a penále (příp. jiné počáteční náklady), lze potom shrnout, že **propachtovatel vykáže pacht závodu jako pohledávku ve výši součtu hodnoty pronajatého majetku a počátečních přímých nákladů**, kterou zaúčtuje souvztažně jako vyřazení propachtovaného majetku. Jak již bylo řečeno, případný rozdíl hodnot při vyřazení majetku bude vyúčtován do výsledku hospodaření.

Pachtýř na začátku nájmu:

- i. Zaúčtuje aktivum z práva k užívání (APU) ve výši součtu:
 - a. současné hodnoty²⁹ *leasingových plateb* (viz výše);
 - b. hodnoty již zaplacených leasingových plateb před nebo v okamžiku zahájení pachtu (snížených o možné přijaté platby od propachtovatele);
 - c. počátečních přímých nákladů (na výjimky);
 - d. (odhadu nákladů na ukončení pachtu a odstranění aktiva – nebudeme nyní uvažovat).
- ii. Zaúčtuje leasingový závazek ve výši současné hodnoty *leasingových plateb* (viz výše).

Z bodů i. b.-d. je patrné, že v některých situacích může být APU vyšší než leasingový závazek (například aktivace počátečních přímých nákladů). Za normálních okolností bude také APU podstatě nižší než hodnota *závodu*.

Propachtovatel v průběhu pachtu:

- i. Účtuje o finančním výnosu jako rovnoměrném výnosu z čisté investice do leasingu.
- ii. Finanční výnos časově rozlišuje.
- iii. Příjem plateb pachtovného rozděluje na část, která:
 - a. snižuje účet časového rozlišení (výnos, resp. hypotetický úrok);
 - b. snižuje leasingovou pohledávku (hypotetická jistina).

²⁹ K diskontování použije pachtýř *implicitní úrokovou míru v leasingu*, případně inkrementální (mezní) zápůjční sazbu (*incremental borrowing rate*), pokud první jmenovaná není k dispozici.

- iv. Provádí další úpravy, které stanoví IAS/IFRS³⁰.

Pachtýř v průběhu pachtu:

- i. V čase navyšuje leasingový závazek o úrok (hypotetický úrok).
- ii. Účtuje o úrokovém nákladu.
- iii. O zaplacené pachtovného snižuje leasingový závazek.
- iv. Koriguje leasingový závazek (například při změnách v očekávané platbě ze zajištění);
 - a. o přecenění koriguje APU; nebo
 - b. pokud dosáhlo APU nulové hodnoty, potom účtuje do výsledku.
- v. Odepisuje APU po dobu trvání leasingu a testuje na *impairment*.
- vi. Provádí úpravy leasingového závazku a APU v souvislosti s úpravami leasingu (*lease modifications*, čl. 44-46 IFRS 16).

Shrnutí:

Propachtovatel (ve zjednodušení) vykáže leasingovou pohledávku ve výši *fair value* závodu a počátečních přímých nákladů souvztažně s odúčtováním závodu (a případného dopadu do výsledku hospodaření). V průběhu pachtu účtuje finanční výnos, který časově rozlišuje. O přijaté platby pachtovného (i) snižuje časové rozlišení výnosu a (ii) snižuje leasingovou pohledávku.

Pachtýř (ve zjednodušení) vykáže APU ve výši součtu současné hodnoty pachtovného a očekávané platby ze zajištění hodnoty vráceného závodu a počátečních přímých nákladů. Souvztažně zaúčtuje leasingový závazek. V průběhu pachtu účtuje finanční náklad (úrok), o který v čase navyšuje leasingový závazek. O zaplacené pachtovné snižuje leasingový závazek. APU pachtýř odepisuje po dobu pachtu a testuje na *impairment*.

Z předchozího vyplývá, že za normálních okolností, pokud bude očekávaná (resp. i výsledná) platba ze zajištění nulová, bude u pachtýře na konci pachtu:

- 1) APU plně odepsané;
- 2) leasingový závazek splacen do nuly.

V okamžiku těsně před vrácením majetku propachtovateli však pachtýř drží propachtovaný majetek, který není v jeho rozvaze zobrazen.

Problém: Jak bude pachtýř účtovat o nově pořízeném dlouhodobém majetku, který je součástí závodu, případně o prodeji dlouhodobého majetku při běžném provozu závodu?

³⁰ Například test čisté investice do leasingu na *impairment*.

V duchu předchozího zkusme krátce zhodnotit dopad konkrétní transakce – prodeje kusu dlouhodobého majetku, např. automobilu.

Uvažujme, že pokud je aktivum prodáno za svoji účetní hodnotu, negeneruje podnik zisk. Jedná se pouze o výměnu jednoho aktiva za jiné aktivum ve stejné hodnotě. Zároveň ale víme, že všechna oběžná aktiva přešla nebo byla převedena prodejem/postoupením, proto budeme pro tento účel na příjem peněz nahlížet izolovaně, tedy jako by získané prostředky nebyly součástí závodu. V tom případě se snižuje hodnota propachtovaného závodu, neboť ubylo aktiv. Proto by se:

- i. přenesla zůstatková hodnota APU k danému aktivu do nákladů;
- ii. příjem z prodeje by se zaúčtoval do výnosů.

Zároveň se ale zvyšuje očekávané plnění ze záruky zbytkové hodnoty pronajatého aktiva (snížila se hodnota závodu), které by se promítnulo do účetnictví jako:

- i. zvýšení hodnoty leasingového závazku o současnou hodnotu navýšení budoucího plnění záruky;
- ii. souvztažně se zaúčtováním nákladu (neboť korekce APU již není možná pro její nulovou hodnotu).

Toto řešení je v souladu s čl. 46 IFRS 16.

Současná hodnota v bodě i. by se stanovila v souladu s čl. 39-43 IFRS 16 za použití **původní diskontní míry**. Pachtýř nadále účtuje o pachtovném proti leasingovému závazku z tohoto aktiva.

Odlišný postup by bylo možné uvažovat v případě, že by došlo k nákupu nového kusu dlouhodobého majetku jako součásti závodu. Ten by se potom klasifikoval jako úprava leasingu (*lease modification*)³¹. Opět budeme nyní uvažovat, že prostředky (peníze) ke koupi majetku jsou izolované od propachtovaného závodu, a tedy pořízení majetku zvýší hodnotu závodu, a tím pádem sníží hodnotu očekávaného plnění ze záruky zbytkové hodnoty. Čl. 45 a 46 IFRS 16 potom říkají, že takováto změna leasingu bude promítnuta rovněž do výše leasingového závazku, ovšem za použití k tomuto okamžiku revidované,

³¹ Domnívám se, že by se obecně při jakékoli úpravě nepoužila ustanovení o separátním leasingu (*separate lease*), jelikož není splněna podmínka (b) čl. 44 IFRS 16. Ta vyžaduje, aby byla úprava leasingu klasifikovaná jako separátní leasing v případě, že je navýšení leasingu doprovázeno úměrným navýšením odměny (propachtovateli). Tato podmínka však není splněna, neboť rozsah leasingu z pohledu propachtovatele je stále stejný, resp. zvyšování hodnoty majetku pachtýřem vede naopak k nižší budoucí platbě propachtovateli z titulu záruky zbytkové hodnoty. V tomto duchu by bylo možné aplikovat čl. 45 a 46 IFRS 16, které se týkají úprav leasingu jiných než separátním leasingem.

tedy **přepočtené diskontní míry**, což je rozdíl oproti předchozímu řešení prodeje majetku. O tuto úpravu by pak měla být také korigována hodnota APU (čl. 46 IFRS 16). Protože se ale jedná o nový kus majetku a protože je aplikována stále stejná výše pachtovného na všechny majetek jako celek, lze v tomto případě spíše předpokládat vykázání **nového APU spolu s novým leasingovým závazkem**. Protože je ale vykázán nový leasingový závazek a zároveň pachtovné zůstává stejné, všechny ostatní leasingové závazky bude nutné přepočítat, resp. v nich také reflektovat změnu diskontní míry (viz výše). Účtování při zachování logiky standardu by mohlo být následující:

- i. výdaj na nákup majetku a souvztažně na stranu *Má dáti* účtu leasingového závazku pro nově pořízené aktivum;
nová realokace leasingových plateb na jednotlivé části závodu včetně přepočtení diskontní míry;
- ii. korekce hodnoty všech leasingových závazků;
- iii. zaúčtování APU k nově pořízenému aktivu;
- iv. snížení APU všech pronajatých aktiv o vzniklý rozdíl³²;
- v. přepočtení odpisů všech APU na období do konce pachtu.

Je zřejmé, že účtování pachtu závodu podle IAS/IFRS, resp. podle nového standardu IFRS 16 je prozatím polem neoraným, a je otázkou, jak na tento standard bude v případě pachtu závodu reagovat také účetní praxe.

Závěrem

Jak bylo v průběhu této kapitoly 3 ukázáno, účetní řešení pachtu závodu podle ČÚS a IAS/IFRS se značně liší.

V případě ČÚS, jak bylo ukázáno, není účetní řešení příliš komplikované s výjimkou především účtování zásob a jiných užitkových aktiv, které pramení z nejasné funkce titulu inventáře dle NOZ a nedokonalé aktualizace standardu v návaznosti na účinnost NOZ.

V případě IAS/IFRS byl diskutován především nový standard IFRS 16, který jistě přináší účetním jednotkám obecně značnou míru dodatečně komplexity ve vykazování.

Nyní bude následovat kapitola věnovaná daňovým aspektům pachtu závodu.

³² Rozdíl může vzniknout díky diskontování změny částky očekávaného budoucího plnění. IFRS 16 stanoví, že úprava leasingového závazku bude promítnuta nejprve do výše APU, a až po jeho snížení do nuly teprve do výsledku hospodaření. Protože se úprava leasingového závazku projeví do všech položek leasingových závazků, lze předpokládat, že snížení APU o rozdíl bude provedeno proporčně. Alternativně lze uvažovat snížení APU pouze u nově pořízeného majetku.

Kapitola 4

Daňové aspekty pachtu závodu v ČR

V České republice je zdanění v souvislosti s pachtem závodu upraveno následujícími zákony:

- Zákon č. 280/2009 Sb. - Daňový řád;
- Zákon č. 593/1992 Sb. - Zákon o rezervách pro zjištění základu daně z příjmů (ZDR);
- **Zákon č. 586/1992 Sb. - Zákon o daních z příjmů** (dále jen ZDP);
- **Zákon č. 235/2004 Sb. - Zákon o dani z přidané hodnoty** (dále jen ZDPH);
- Zákon č. 338/1992 Sb. - Zákon o dani z nemovitých věcí (dále jen ZDN);
- Zákon č. 353/2003 Sb. - Zákon o spotřebních daních (dále jen ZSD).

První jmenovaný Zákon č. 280/2009 Sb. – Daňový řád upravuje především postup správců daní. Tento zákon se zejména v části týkající se rozvrhového řízení zabývá zánikem pachtu v dražbě, o kterém bude rozhodovat soud podle Občanského soudního řádu (viz dříve, kap.2.2).

Dále také byla v dřívějších kapitolách rozebrána problematika převoditelnosti daňových rezerv z pohledu ZDR (viz kap. 3.1.2).

Nyní budou blíže rozebrány konkrétní daně, které se budou aplikovat při pachtu závodu.

4.1 Daň z příjmů

Daňové odpisy

Podle § 32 ZDP, pokud má pachtýř písemný souhlas propachtovatele s odepisováním, bude se v případě daňových odpisů postupovat obdobně jako v případě zajištění dluhu

převodem práva, při němž může odpisovat majetek původní vlastník (uživatel), pokud má s vlastníkem uzavřenou smlouvu o výpůjčce (§ 27-28 ZDP). Taková podmínka v případě pachtu zjevně splněna nebude, nicméně různé zdroje³³ se shodují na tom, že **pachtýř bude moct pokračovat v daňovém odpisování** (v režimu stejném jako při koupi částečně odepsaného majetku). Pokud pachtýř souhlas nemá, pokračuje v daňovém odpisování propachtovatel.

Daňové odpisy oceňovacího rozdílu a goodwillu

§ 23 odst. 15 ZDP také umožňuje pachtýři zahrnout odpis oceňovacího rozdílu a goodwillu do základu daně, pokud je to dohodnuto ve smlouvě.

Pachtovné

U **pachtýře** bude podle § 24 odst. 2h ZDP daňově uznatelným výdajem (nákladem) ta část pachtu, která převyšuje **účetní odpisy** (nikoli daňové).

Dále, je-li pachtovné nižší než účetní odpisy, bude pachtýř v souladu s ČÚS 11 účtovat o dodatečném výnosu. Tento výnos bude zdanitelným příjmem dle ZDP. Pokud by nebyl tento rozdíl zaúčtován do výnosů, bude se o něho pro účely ZDP zvyšovat základ daně v souladu s § 32b ZDP.

Propachtovatel bude o přijaté pachtovné nejdříve snižovat svou pohledávku do výše odpisů; kladný rozdíl mezi pachtovným a odpisy zaúčtuje jako zdanitelný výnos (výnos je předmětem zdanění, ale není osvobozený dle ZDP). Stejně tak pokud by bylo pachtovné nižší než odpisy, zaúčtuje dodatečné snížení pohledávky za pachtýřem ve výši tohoto rozdílu souvztažně do nákladů. Dle Brychty (2014) bude tento náklad rovněž daňově účinný, neboť u pachtýře vzniká zrcadlově zdanitelný výnos.

Postoupení pohledávek v rámci pachtu

Pohledávky v souladu s NOZ přecházejí formou postoupení. Daňová stránka postoupení je široké téma, proto se zde omezíme na dva hlavní případy, které mohou při pachtu závodu nastat:

- 1) pohledávky budou postoupeny úplatně;
- 2) pohledávky budou postoupeny bezúplatně.

Ad 1 – postoupení s úplatou

Propachtovatel

³³ Např. Brychta (2014), Čouková (2015).

Odpis pohledávek, z nichž měl propachtovatel již dříve zdanitelný výnos, bude při postoupení daňově účinný. Pokud však vznikne při postoupení ztráta (tj. sjednaná cena pro postoupení je menší než jmenovitá hodnota pohledávky), vzniklá ztráta není u propachtovatele daňově účinná. Pokud naopak vznikne dodatečný výnos, bude i tento u propachtovatele zdaněn. Dále také bude-li pohledávka postoupena před lhůtou splatnosti, připočítává se jako dodatečný zdanitelný výnos propachtovatele i vzniklý diskont za dřívější splnění původní pohledávky. Bude-li k pohledávce tvořena daňová opravná položka, bude zapotřebí ji rozpustit ve prospěch (zdanitelných) výnosů. (Martišková 2017)

Odlišný režim bude v případě pohledávek, jejichž související výnos bude zdanitelný až v okamžiku jejich úhrady (tj. pohledávky z titulu smluvních pokut, úroků z prodlení, poplatků z prodlení apod.):

„Podle ust. § 23 odst. 3 písm. a) ZDP bod 6 – věřitel, který vede účetnictví a postoupí pohledávku ze smluvních sankcí, přičemž její výše byla podle § 23 odst. 3 písm. b) ZDP bod 1 položkou snižující výsledek hospodaření v předchozích zdaňovacích obdobích, je povinen o částku této pohledávky zvýšit výsledek hospodaření o stejnou částku podle § 23 odst. 3 písm. a) ZDP bod 2.“ (Martišková 2017)

Pachtýř

Pachtýř v případě postoupení pohledávky bude zdaňovat kladný rozdíl mezi inkasovanou částkou z pohledávky a nabývací cenou pohledávky při postoupení; zároveň může pachtýř v průběhu času tvořit k pohledávce daňově účinné opravné položky (Brychta 2014). V případě dalšího postoupení takto nabytých pohledávek bude pachtýř zdaňovat kladný rozdíl mezi jmenovitou hodnotou pohledávky a příjmu z jejího dalšího postoupení (Martišková 2017).

Ad 2 - postoupení bezúplatně

Propachtovatel

Propachtovateli by měl v souladu se ZDP při odpisu pohledávky vzniknout zdanitelný náklad, který bude případně korigován rozpuštěním daňové opravné položky. Brychta (2014) zmiňuje, že by se však daňová účinnost nákladu v případě pachtu závodu měla zhodnotit v celkovém kontextu výnosů z pachtovního vztahu. Bližší informace o tomto zhodnocení bohužel autor nepodává a jiné dostupné zdroje se takovým zhodnocením nezabývají.

O jmenovitou hodnotu pohledávek z titulu sankcí, smluvních pokut aj., jejichž související výnosy jsou zdanitelné až v okamžiku úhrady, bude navýšen při odpisu zároveň navýšen

výsledek hospodaření (§ 23 ZDP). Odpis takových pohledávek bude mít tedy neutrální dopad na zdanitelné příjmy propachtovatele.

Pachtýř

Jak již bylo zmíněno v části zabývající se účetním zachycením, budou bezúplatně nabyté pohledávky vykázány v rozvaze v nulové hodnotě, resp. budou vykázány v podrozvaze v jejich jmenovitých hodnotách. § 32b ZDP dále stanovuje, že výsledek hospodaření pachtýře pro účely zdanění bude o výši těchto pohledávek navýšen (pokud není zaúčtován z těchto pohledávek výnos, tj. inkaso).

Převzetí dluhu v rámci pachtu

O dluzích budou platit v souladu se ZDP podobná pravidla jako u pohledávek.

Základní dvě varianty pro převzetí dluhů budou:

- 1) dluhy budou převzaty úplatně;
- 2) dluhy budou převzaty bezúplatně.

Ad 1 – převzetí dluhu úplatně

Propachtovatel

Propachtovateli v tomto případě zaniká původní dluh a vzniká nový dluh odepíše dluh vůči pachtýři. Daňový dopad (za předpokladu totožné výše nového dluhu) je u pachtýře nulový (Brychta 2014). Propachtovatel však v souladu s § 32b ZDP bude muset případně navýšit svůj základ daně o částku, ve které nebyl splacen nový dluh pachtýři.

Pachtýř

Stejně tak u pachtýře se jedná o bilanční operace, které nebudou mít vliv na zdanitelný zisk, tj. pachtýři nevzniká úhradou dluhu náklad (Brychta 2014).

Ad 2 – převzetí dluhu bezúplatně

Propachtovatel

V tomto případě propachtovatel odepíše dluh do výnosů, a tento výnos bude zdaněn (Brychta 2014). V případě, že dluh nebude vyúčtován do výnosů (tj. bude například převzatý pachtýřem, ale zůstane neuhrazený), bude propachtovatel muset navýšit o výši dluhu svůj základ daně (§ 32b ZDP). To se netýká dluhů z pokut, penále aj., u kterých vzniká daňově uznatelný náklad až při úhradě (Brychta 2014).

Pachtýř

Pachtýř získává dluh, který eviduje pouze na podrozvaze (Brychta 2014; Šebestíková 2015). Daňovým náklad bude pachtýři vznikat v okamžiku úhrady takového dluhu (Brychta 2014).

Prodej zásob a dalšího majetku v rámci pachtu

V případě prodeje zásob či jiného majetku nejsou v ZDP žádná specifická ustanovení pro případ prodeje v rámci pachtu (na rozdíl od postoupení pohledávek a převzetí dluhů). Budou se tedy aplikovat standardní postupy dle ZDP, kterými se zde nebudeme zabývat.

4.2 Daň z přidané hodnoty

Pachtovné z pachtu obchodního závodu bude podléhat dani z přidané hodnoty (dále jen DPH) dle § 4 odst. 4 písm. u) ZDPH, kde se praví, že na nájmem pro účely ZDPH se bude rozumět také pacht. Dále potom ZDPH pracuje s celou řadou případů nájemného, které je osvobozené od DPH *s* anebo *bez* nároku na odpočet³⁴.

Čouková (2015) ukazuje, že celkové pachtovné pro účely DPH bude zapotřebí rozdělit mezi jednotlivé složky propachtovaného majetku, a podle povahy tohoto majetku bude v souladu se ZDPH aplikována konkrétní sazba DPH. Bude-li se na konkrétní majetek vztahovat osvobození, bude tato část pachtu od DPH osvobozena.

Odvod DPH se bude dále řídit tím, zda budou strany pachtu plátcí, či neplátcí DPH dle ZDPH.

Na prodej majetku v rámci pachtu (např. zásob) se uplatní standardní režim odvodu DPH (Čouková 2015).

4.3 Ostatní daně

Daň z nemovitých věcí

Poplatníkem daně z pozemků dle § 3 odst. 3 ZDN ve specifických případech pachtýř. Obecně je však v souladu s § 3 odst. 1 ZDN poplatníkem této daně vlastník pozemku.

Obdobně v případě daně ze staveb a jednotek je poplatníkem dle § 8 odst. 3 ZDN ve specifických případech opět pachtýř. Obecně je však v souladu s § 8 odst. 1 ZDN poplatníkem této daně vlastník zdanitelné stavby nebo zdanitelné jednotky.

Tato skutečnost by měla být zahrnuta do ocenění pachtu.

³⁴ Od daně s nárokem na odpočet je například podle § 68 odst. 2 písm. u), a dále § 68 odst. 1 písm. a) osvobozen nájem námořních lodí, včetně námořních lodí s posádkou například pro rybářské činnosti.

Spotřební daně

V souladu s § 9 odst. 4 ZSD vzniká propachtovateli povinnost přiznat a zaplatit spotřební daň, která se uplatní na nezdaněné vybrané výrobky, nacházející se mimo režim podmíněného zdanění. Podmíněné osvobození od spotřební daně dále upravuje 19 § ZSD.

Dále podle § 72 odst. 2 ZSD je *uživatel*³⁵ před uzavřením smlouvy o pachtu obchodního závodu povinen uplatnit písemně osvobození od daně z lihu v případech, že mu tato povinnost vzniká podle § 72 odst. 1 ZSD. Toto osvobození se dle § 71 ZSD týká například lihu, který jako materiál vstupuje do výroby (na výjimky).

Závěrem

Jak bylo v této kapitole 4 ukázáno, pacht závodu s sebou spíše nenese žádné významné výjimky v oblasti zdanění. Je však třeba dodat, že pohled na daňovou problematiku je v této práci zjednodušený, a tedy lze předpokládat zvýšenou míru komplexity při zdanění například ve složitějších firemních strukturách při vnitroskupinovém pachtu, či v jiných specifických případech.

Tímto lze uzavřít teoretickou část této práce.

Následovat bude analytická část práce, ve které bude provedena především analýza problematiky samotného vyčíslení pachtovného. Jak již bylo také zmíněno v úvodu této práce, na rozdíl od teoretické části bude v následující analytické části použita odlišná terminologie, tedy místo *pachtu závodu* bude *nájem podniku* apod., aby byl zdůrazněn ryze finanční pohled na tuto transakci.

³⁵ „Uživatelem vybraných výrobků osvobozených od daně (dále jen „uživatel“) právnická nebo fyzická osoba, která přijímá a užívá, případně podle § 52a nebo 53 prodává dalšímu uživateli, vybrané výrobky osvobozené od daně; uživatelé mají postavení daňových subjektů bez povinnosti se registrovat [...]“ (§ 3 písm. i) ZSD)

ANALYTICKÁ ČÁST

Analytická část této práce bude členěna do 5 kapitol.

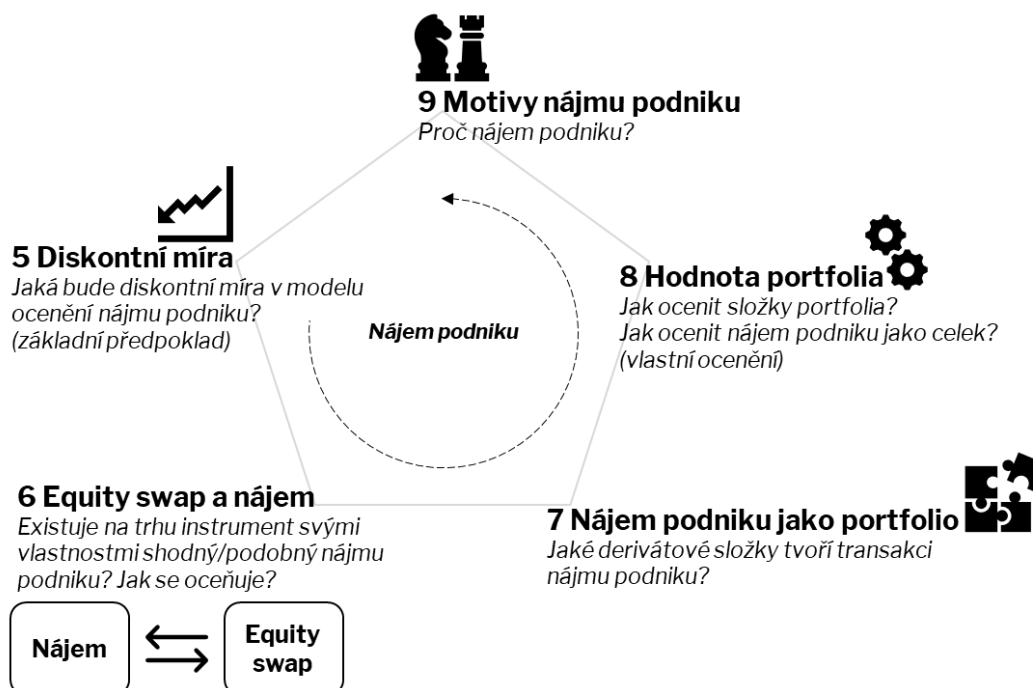
V první kapitole této části práce (**kapitola 5**) bude na věnován prostor **teoretické stránce diskontních měr**, neboť i výsledný oceňovací model pro nájem podniku bude diskontním modelem na bázi peněžních toků. Pro výsledné ocenění nájmu podniku v této práci již později nebude kladen důraz na problematiku diskontních měr.

Ve druhé kapitole této části práce (**kapitola 6**) bude položen základ k odvození oceňovacího modelu, a to pomocí **analogie při oceňování finančních derivátů**. Konkrétně bude nájem podniku srovnáván s *equity swap* derivátem.

Ve třetí kapitole této části práce (**kapitola 7**) budou poznatky z předešlé kapitoly využity k **sestavení hypotetického derivátového portfolia**, jehož hodnota bude ekvivalentní s hodnotou portfolia skládajícího se ze samotného nájmu podniku.

Ve čtvrté kapitole této části práce (**kapitola 8**) bude provedeno **ocenění derivátového portfolia** sestaveného v dřívější kapitole, čímž bude současně odvozen **výsledný model ocenění nájmu podniku**.

Po důkladné analýze v předchozích částech bude na závěr (**kapitola 9**) možné také odpovědět na základní otázku „Proč nájem podniku?“, tj. bude poslední kapitola věnována **motivům** zúčastněných stran k nájmu podniku, a to z několika různých hledisek.



Kapitola 5

Diskontní míra

Protože je v této práci obecně kladen důraz na jinou problematiku než na diskontní míry, cílem této kapitoly je stanovit základní předpoklady, se kterými bude v následujících kapitolách zacházeno spíše mechanicky.

Konkrétně se v této kapitole budu zabývat problematikou:

- bezrizikové výnosové míry;
- tržních nákladů vlastního kapitálu.

5.1 Bezriziková výnosová míra

Bezrizikovou výnosovou mírou bude chápán relativní výnos z bezrizikového dluhu. Takovým dluhem dle definice Maříka (2011b, s. 275) bude dluh, který „*bude určité vyrovnán podle dohodnutých podmínek, tzn.:*

- *včas a ve správné výši,*
- *a že zde nejsou ani žádná rizika plynoucí z měnících se kurzů měn (pokud tento faktor přichází v úvahu) a úrokových sazeb.*
- *Není ani žádné riziko plynoucí z toho, že není jasné, s jakou výnosností bude věřitel moci reinvestovat získané částky úroků.“*

Metody stanovení bezrizikové výnosové míry

Existuje vícero způsobů, jak odhadnout bezrizikovou výnosovou míru, z nichž lze jmenovat například tyto:

- prognóza na základě minulých výnosností státních dluhopisů;
- aktuální výnosnosti státních dluhopisů;
- výnos do doby splatnosti kuponových obligací;
- spotové výnosové křivky;
- odvození pomocí metody *bootstrappingu*;
- pari (swapové) úrokové míry;
- Svenssenova metoda. (Mařík 2011b, s. 276-281)

Specifikům jednotlivých metod nebude dále věnována pozornost.

V této práci bude bezriziková výnosová míra použita především jako diskontní míra, které nebude přisuzována žádná konkrétní hodnota. Bude plnit funkci diskontování budoucích částek, jejichž výše je jakkoli smluvně dohodnutá, případně jiným způsobem zaručeně známá (například u finančních derivátů).

Použití bezrizikové míry k diskontování (anebo úročení) bude obvykle zdůvodňováno tak, že výše dané veličiny (cash flow) není závislá na tržních vlivech.

Bezriziková úroková míra bude značena „ r_f “.

5.2 Tržní náklady vlastního kapitálu

Tržní náklady vlastního kapitálu představují konsenzuální odhad nákladů ušlé příležitosti odvozený z trhu podobných anebo stejných aktiv.

V této práci budou, vedle bezrizikové výnosové míry, především plnit funkci diskontní míry, které nebude přisuzována žádná konkrétní hodnota.

Tržní náklady vlastního kapitálu budou použity při diskontování (anebo úročení) takových veličin (cash flow), jejichž skutečná výše v daném okamžiku bude záviset na tržních vlivech, tj. bude předmětem tržního rizika.

Dále bude vždy uvažován podnik s nulovým zadlužením, tedy budou (pro zjednodušené řešení tématu) tržní náklady vlastního kapitálu ekvivalentem k celkovým nákladům kapitálu.³⁶

Teoretické pozadí tržních nákladů vlastního kapitálu bude v této práci vycházet z modelu oceňování kapitálových aktiv – CAPM.

³⁶ Následné rozšíření modelu o dluh pronajatého podniku by však nemělo být významnou překážkou (viz výsledná konstrukce modelu stanovení nájemného).

5.2.1 Model oceňování kapitálových aktiv – CAPM

Model oceňování kapitálových aktiv pochází ze 70. let 20. století a za jeho autory jsou považováni William Sharpe (1964), Jack Treynor (1962), John Lintner (1965a,b) and Jan Mossin (1966). Následující text bude vycházet z práce André F. Perolda (2004), která detailně a koncepčně shrnuje dřívější poznatky těchto pánů.

Předpoklady modelu CAPM

- 1) Investoři jsou racionální a rizikově averzní a oceňují svá portfolia pouze na základě očekávaného výnosu a směrodatné odchylky výnosů, a to vždy za stejnou dobu držby jednotlivých instrumentů.
- 2) Kapitálové trhy jsou dokonalé; všechna aktiva jsou nekonečně dělitelná; neexistují transakční náklady, daně či bariéry krátkým prodejm; informace nic nestojí a jsou všem dostupné; všichni investoři si mohou půjčovat a také půjčovat vždy za bezrizikovou míru.
- 3) Všichni investoři mají přístup ke stejným investicím.
- 4) Všichni investoři mají stejná očekávání ohledně budoucího výnosu, směrodatné odchylky výnosů a korelacemi mezi výnosy z aktiv.

Efektivní portfolio

Efektivní portfolio je takové portfolio aktiv, které leží na Markowitzově (1952) *efektivní hranici*. Pro každé takové portfolio potom platí, že neexistuje žádné jiné portfolio takové, které by mělo (i) vyšší výnos při stejné míře rizika (směrodatná odchylka) nebo (ii) nižší míru rizika při stejné výši výnosu.

Nadměrný výnos, riziková prémie a Sharpe Ratio

Nadměrný výnos (angl. *excess return*) portfolia je výnos nad rámec bezrizikového výnosu. Je to tedy rozdíl celkového výnosu portfolia (r_p) a bezrizikového výnosu (r_f):

$$\text{Nadměrný výnos} = r_p - r_f.$$

Rizikovou premií se obvykle rozumí označení pro očekávaný nadměrný výnos.

$$\text{Riziková prémie} = E_p - r_f.$$

Sharpe Ratio (ex-ante) je poměr rizikové prémie portfolia ku směrodatné odchylce výnosu portfolia:

$$\text{Sharpe Ratio} = (E_p - r_f) / \sigma_p.$$

Tržní portfolio

Tržní portfolio je takové efektivní portfolio, jehož Sharpe Ratio je ze všech možných portfolio nejvyšší. Takové portfolio by měl držet každý investor a kombinovat s bezrizikovými aktivy (případně si bezrizikově vypůjčovat) podle své rizikové preference.

Model takto předpokládá, že žádné jiné portfolio neposkytuje výhodnější poměr výnosu a rizika, a tedy žádný investor by neměl být odměňován za jiné riziko, než jaké je spojeno s tržním portfoliem při vhodné kombinaci s bezrizikovými aktivy.

Koeficienty alfa a beta

Z regresní analýzy výnosů akcií plyne, že existuje do určité míry lineární vztah mezi nadměrným výnosem akcií ($r_i - r_f$) a nadměrným výnosem tržního portfolia ($r_M - r_f$), kde α značí regresní konstantu, β značí směrnici regresní přímky a ε značí chybu měření, kterou dále nebudeme uvažovat:

$$(r_i - r_f) = \alpha + \beta \times (r_M - r_f) + \varepsilon.$$

Pokud je α kladná, potom se přidáním akcie do portfolia zvýší výsledné Sharpe Ratio, a tedy je získáno nové tržní portfolio.

V modelu CAPM se potom předpokládá, že koeficient α je nulový, a tudíž výnos (celkový, tedy r_i) kterékoli akcie lze replikovat kombinací β -násobku množství tržního portfolia a $(1-\beta)$ -násobku množství bezrizikového aktiva.

$$r_i = (1 - \beta) \times r_f + \beta \times r_M, \text{ a proto}$$

$$(r_i - r_f) = \beta \times (r_M - r_f).$$

Otázkou v tuto chvíli stále zůstává, jak zjistit hodnotu β jinak než regresí (viz dále).

Tržní riziko, specifické riziko a korelace

Tržní riziko σ_M je celkové riziko tržního portfolia.

Riziko akcie σ_i potom bude mít dvě složky:

- první složku dokonale korelovanou s σ_M ;
- druhou – zbytkovou složku celkového rizika.

Zbytková složka je **specifickým rizikem**, které lze diverzifikací portfolia odstranit. Lze ho tedy zanedbat, pokud uvažujeme, že je daná akcie (malý objem) přidána do tržního portfolia (velký objem).

První složku specifického rizika lze zapsat jako:

$$\text{Korelovaná složka celkového rizika akcie} = \rho\sigma_i,$$

kde ρ značí korelační koeficient výnosu akcie a tržního portfolia.

Poměr korelované složky rizika akcie a celkového rizika tržního portfolia bude relativním vyjádřením množství tržního portfolia potřebného k replikaci akcie, tedy již zmíněným koeficientem β :

$$\beta = \frac{\rho\sigma_i}{\sigma_M} = \frac{\rho\sigma_i\sigma_M}{\sigma_M\sigma_M} = \frac{COV(i,M)}{\sigma_M^2}.$$

Tento koeficient je potom předkládán jako východisko ke stanovení rizikové premie při ocenění kapitálových aktiv za předpokladu, že se investoři chovají podle tohoto modelu. Pokud se tak nechovají, trh kapitálových aktiv není v rovnováze a investicemi do konkrétních akcií lze potom dosáhnout lepšího Sharpe Ratio investorova portfolia. Pokud se takto zachová dostatečné množství investorů, trh se dostane pohybem cen jednotlivých instrumentů do rovnováhy.

Ke stanovení rizikové premie se použije vztah:

$$E(r_i) = r_f + \beta \times (E(r_M) - r_f).$$

Závěrem k tržním nákladům vlastního kapitálu

Přestože existují i jiné metody ke stanovení tržních nákladů vlastního kapitálu, pro tuto práci budeme předpokládat použitelnost tohoto modelu včetně jeho předpokladů i v dalších částech této práce. Opuštění některých předpokladů především v závěru následující části bude uvažováno bez dopadu na vhodnost použití tržních nákladů vlastního kapitálu jako diskontní míry.

Kapitola 6

Equity swap a nájem

Jak bylo zmíněno v úvodu této části práce, bude v této kapitole položen základ k ocenění nájmu podniku (tj. stanovení nájemného). Výsledný model ocenění bude vycházet z derivátového přístupu k oceňování portfolia, nicméně dříve, než bude možné takový model sestavit, bude potřeba si odpovědět na důležitou otázku:

Jak ocenit nájem podniku? ...analogicky.

Existuje-li instrument, který by splňoval definiční znaky nájmu podniku, potom bude možné nájem podniku ocenit stejným způsobem jako takovýto instrument. K vytvoření takovéto analogie byl zvolen derivát *equity swap*, který byl na základě předešlé znalosti finančních derivátů identifikován jako instrument, který má svou podstatou nejblíže nájmu podniku (viz dále). Protože je však problematika oceňování obecně založena na analogii, bylo by jistě možné postavit kompletní analýzu se stejným výsledkem i na jiném derivátu.

6.1 Equity swap

Equity swap (akciový swap³⁷) je finanční derivát, kterým se dvě protistrany zavazují po předem stanovenou dobu k výměně budoucích sérií cash flow plynoucích z výnosů různě rizikových, veřejně obchodovaných kapitálových aktiv (podkladových aktiv derivátu). Typicky bude jedna z těchto sérií cash flow vázána na výnos zvoleného *akciového* titulu (odtud *equity swap*), příp. akciového indexu (tedy dividendový výnos a kapitálový

³⁷ V češtině se lze setkat v tomto kontextu s překladem *akciový swap* (viz např. CzechWealth (© 2019)). V angličtině však existuje i výraz *stock swap*, příp. *share swap*, který se však svým významem od pojmu *equity swap* značně liší (viz např. MBN (© 2019)). V textu bude dále používán anglický termín *equity swap*.

zisk/ztráta); druhá série může být vázána buď na jiný zvolený akciový titul, anebo na *instrument peněžního trhu* (Kosowski a Neftci 2014, s. 118).

Stranami equity swapu budou obvykle (i) *banka* v roli *market makera* a (ii) *obchodník – trader*. V případě equity swapu s instrumentem peněžního trhu bude proti akciovému výnosu například mezibankovní zápůjční sazba (např. LIBOR) plus pozitivní/negativní *swap spread* (Kosowski a Neftci 2014, s. 113). Swap spread lze interpretovat jako přírážku za kreditní riziko zúčastněných protistran ve swapu (jinak také *credit spread*) (Investopedia, LLC. © 2018). Jiné zdroje uvádějí, že v minulosti byl swap spread přímo ztotožňován s přírážkou za kreditní riziko, nicméně v současnosti jsou swap spready do značné míry ovlivněny pokrizovou bankovní regulací (Pensford Financial Group © 2018). Pro další text bude obecně výnos z instrumentu peněžního trhu ztotožněn s teoretickým bezrizikovým aktivem nesoucím bezrizikový výnos ve výši r_f .

Mimo swap spread bude market maker kotovat *bid-ask spread* (v tomto případě *equity swap spread*), který bude odrážet očekávání trhu ohledně budoucího výnosu z daného titulu a také nabídkově-poptávkovou disbalanci (Kosowski a Neftci 2014, s. 113).

Konzistentní s tímto rozlišením swap spreadu a bid-ask spreadu je dále například Kong (2014) ve svém internetovém příspěvku, ve kterém na konkrétním příkladu ukazuje, že kotovaný swap spread „37-31“ bude značit bid-ask spread ve výši 6 bazických bodů a zároveň poskytuje informaci o rozdílu (swap spreadu) od *benchmarku* výnosu, tj. 37, resp. 31 bazických bodů. Bid-ask spread nebude dále v této práci zvažován.

Obchod typu equity swap se uzavírá na *pomyslnou hodnotu (notional value)*, která představuje objem, ze kterého se bude v budoucnu kalkulovat potřebné cash flow k výměně mezi protistranami tohoto obchodu (Kosowski a Neftci 2014, s. 119). Toto mj. znamená, že ani jedna z protistran nemusí dané referenční aktivum reálně vlastnit (akcie/bezrizikový vklad), aby se mohl takový obchod uskutečnit.

Lze shrnout, že za předpokladů modelu CAPM dává equity swap investorovi averznímu k riziku možnost řízení *tržního rizika a očekávaného výnosu* portfolia v souladu se závěry modelu CAPM (kap. 5.2.1), a to bez nutnosti faktického nákupu/prodeje aktiv³⁸. V následující části bude blíže popsán princip equity swapu.

Pro další dílčí závěry budou uvažovány stejné předpoklady jako u modelu CAPM.

³⁸ Ve skutečnosti bude hrát důležitou roli při tomto typu obchodu navíc margin account, kterým bude snižováno kreditní riziko jednotlivých protistran obchodů.

6.1.1 Equity swap mezi vlastníky podkladových aktiv

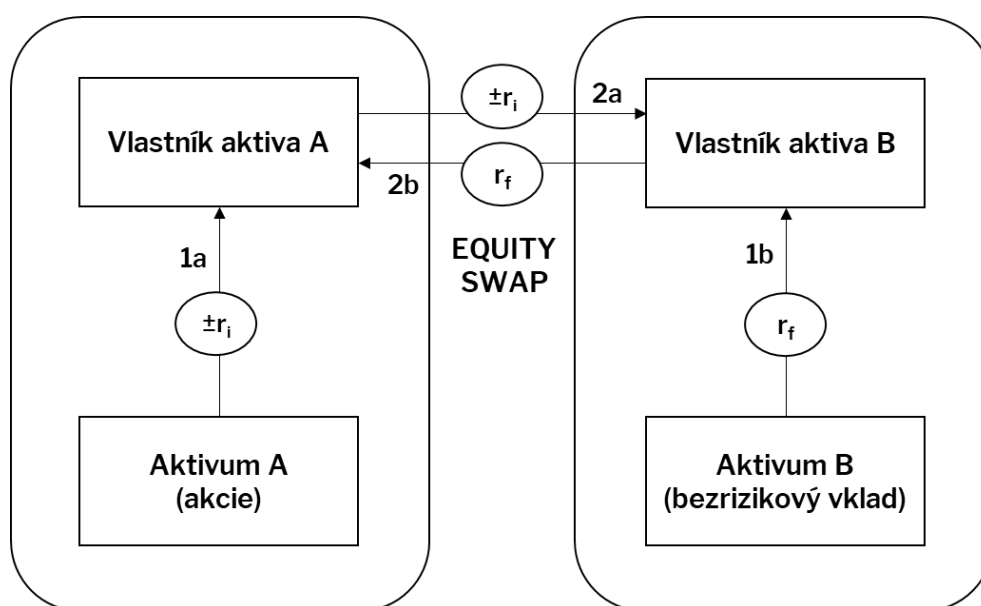
Za předpokladu, že protistrany jednotlivá podkladová aktiva reálně vlastní, lze equity swap znázornit následujícím schématem (Obrázek 1).

Předpokládejme, že vlastníci uzavřou equity swap za notional $N = 1\,000$ Kč na dobu $T = 2$ roky s jednoletými výplatami cash flow.

Aktivum A – akcie vyplácející roční dividendu;

Aktivum B – bezrizikový vklad za sazbu např. $r_f = 1,36\%$.

Obrázek 1: Equity swap



Zdroj: vlastní zpracování.

Krok 1a:

- (i) Dividenda na akcii za první rok např. $D_1 = 5$ Kč (tj. 5 % ceny akcie);
- (ii) Akcie zhodnotila za rok z původní ceny např. $S_0 = 100$ Kč na $S_1 = 110$ Kč (tj. o 10 %).

Celkový výnos aktiva A v prvním roce ($R_1(A)$) bude roven součinu celkového výnosu³⁹ (zde r_i) a notional value N (Kosowski a Neftci 2014, s. 119)⁴⁰:

$$R_1(A) = r_i \times N = \left(\frac{D_1}{S_0} + \frac{S_1 - S_0}{S_0} \right) \times N = (5\% + 10\%) \times 1\,000 \text{ Kč} = 150 \text{ Kč}.$$

³⁹ Ve schématu jsou zobrazeny obecně tržní náklady vlastního kapitálu.

⁴⁰ Zmínění autoři uvádějí ve své publikaci postup při equity swapu *total return indexu*, a uvádějí tedy výpočet jako změnu hodnoty indexu bez rozlišení dividendového výnosu a kapitálového výnosu.

Krok 1b:

- (i) Bezrizikový vklad relativně zhodnotil o bezrizikovou sazbu $r_f = 1,36 \%$, která byla známa již na začátku roku.

Celkový výnos aktiva B v prvním roce ($R_1(B)$) bude roven součinu bezrizikové sazby r_f a notional value N :

$$R_1(B) = r_f \times N = 1,36 \% \times N = 0,0136 \times 1\,000\text{ Kč} = 13,6\text{ Kč}.$$

Krok 2a:

- (i) Vlastník aktiva A zaplatí 150 Kč vlastníkovu aktiva B.

Krok 2b:

- (i) Vlastník aktiva B zaplatí 13,6 Kč vlastníkovu aktiva A.

Ve druhém roce nyní uvažujeme změnu ceny akcie z $S_1 = 110$ Kč na $S_2 = 100$ Kč a dividendu na akcii $D_2 = 5$ Kč. Obdobně s předchozím bude spočítáno cash flow k výplatě vlastníkem akcie:

$$R_2(A) = r_i \times N = \left(\frac{D_2}{S_1} + \frac{S_2 - S_1}{S_1} \right) \times N = (4,54\% - 9,09\%) \times 1\,000\text{ Kč} \cong -45,45\text{ Kč}.$$

Protože je cash flow negativní a riziko poklesu ceny aktiva A nese vlastník aktiva B, bude muset vlastník aktiva B nad rámec bezrizikového výnosu (13,6 Kč)⁴¹ zaplatit 45,45 Kč.

6.1.2 Equity swap bez podkladového aktiva

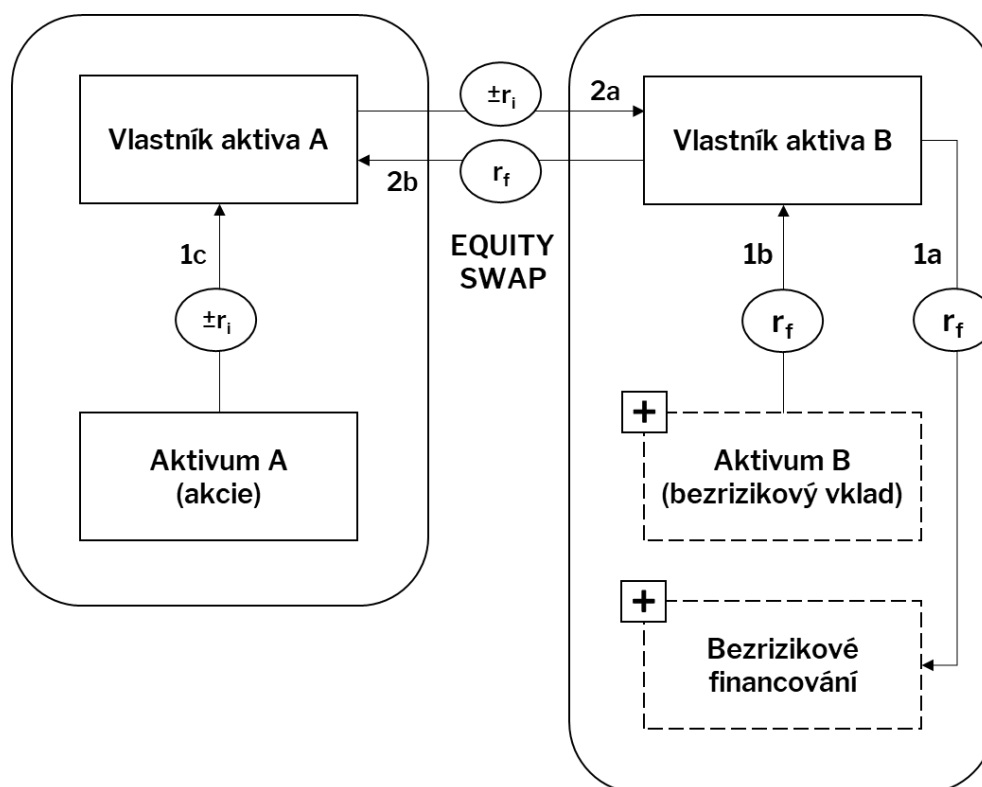
Uvažujeme nyní equity swap, u kterého nebude druhý z účastníků reálně vlastnit bezrizikový vklad.

Jak znázorňuje následující schéma (Obrázek 2), druhý z účastníků dosáhl stejného ekonomického efektu, jako kdyby si byl bezrizikově půjčil potřebný kapitál ve výši notional value, který by byl ve stejné výši investoval do aktiva nesoucího bezrizikové zhodnocení pro výplatu cash flow prvnímu z účastníků ve swapu.

Vlastník hypotetického aktiva B financovaného z hypotetické bezrizikové půjčky tedy reálně nevlastní žádné aktivum (čárkovaná čára). Zároveň však podstupuje riziko k dosažení výnosu z akcie (2a) vlastněné protistranou a má také povinnost platit bezrizikové fixní platby (2b), jejichž absolutní výše závisí na původně zvolené hodnotě notional value. Notional value je společná pro aktivum A – akcie, hypotetické aktivum B – vklad a pro výši hypotetického financování.

⁴¹ Pokud se na začátku druhého období nezměnila výše r_f .

Obrázek 2: Equity swap – absence bezrizikového aktiva



Zdroj: vlastní zpracování.

6.1.3 Expirace equity swapu

K výplatě cash flow a kompenzaci zhodnocení/znehodnocení akcie do výše smluvené notional value (N) dochází ve zvoleném časovém intervalu δ , na základě kterého je zároveň stanovena výše r_f (tedy pro tříměsíční δ bude výplata cash flow například $(3M \text{ LIBOR} \pm \text{swap spread}) \times \delta \times N$, kde po 3 měsících je sazba 3M LIBOR aktualizována (Kosowski a Neftci 2014, s. 118, 126-128)).

Délka trvání equity swapu T může být sjednána i vyšší, s tím že k výplatám může docházet s vyšší četností. Zároveň může být umožněna úprava výše notional value k okamžiku výplaty cash flow, kdy se aktualizuje referenční sazba.

6.1.4 Replikování equity swapu pomocí nájmu obchodované akcie

Jak už naznačila předchozí podkapitola, nájem obchodované akcie se blíží svým ekonomickým efektem právě equity swapu s absencí bezrizikového vkladu (6.1.2). Budeme-li uvažovat, že nájemné je po čas trvání nájmu fixní, potom fakticky dochází analogicky s equity swapem k výměně dvou sérií cash flow po dohodnutou dobu. Hlavní rozdíly mezi nájmem a equity swapem lze shrnout v následujících bodech:

- 1) V případě nájmu dochází navíc k dočasné *výměně aktiv*, ze kterých v budoucnu poplynou série peněžních toků. Těmito aktivy jsou potom:

- a. *akcie*, ze které plyne (rizikový) výnos,
 - b. *úročená pohledávka* z budoucího navrácení původního aktiva.
- 2) Nájem nemusí zaručit navrácení majetku v původní hodnotě.

Ad1 – výměna aktiv

- a) Označme L_n roční nájemní platbu, která odpovídá l procentům z hypotetické nominální hodnoty pohledávky B_0 , kterou získá pronajímatel výměnou za akcii, tj.:

$$l = \frac{L_n}{B_0}.$$

- b) Je-li dále pronajímatel racionální, bude hodnota pohledávky k začátku nájmu odpovídat (alespoň) spotové ceně akcie (S_0) k tomuto okamžiku⁴². Bude-li l stanovené na tržní bázi, bude potom (tržní) hodnota pohledávky k začátku nájmu rovna nominální hodnotě B_0 :

$$B_0 = S_0.$$

- c) Protože je výše pohledávky tržně bezriziková, bude výše sazby l rovna bezrizikové sazbě (viz 5.1).⁴³
- d) V tomto scénáři proběhne splátka pohledávky v budoucnu nepeněžně – vrácením akcie. Hodnota akcie v budoucnu však podléhá tržnímu riziku, proto **pohledávku není možné za těchto okolností považovat za bezrizikovou**. Tento scénář nyní upravíme (viz dále).

Ad2 – záruka hodnoty majetku

- a) Uvažujme, že je v nájemní dokumentaci sjednána kompenzace zvýšené/snížené hodnoty akcie (jako v případě equity swapu). Toto ujednání bude mít charakter derivátu CFD (*Contract for Difference, smlouva o rozdílu*), který je ocenitelný (Řöman 2017, s. 290-292)⁴⁴. **Pohledávka z předchozích bodů doplněná o CFD je v tuto chvíli (tržně) bezriziková**, a bude platit:

$$l = r_f,$$

kde r_f bude bezrizikový (roční) výnos.

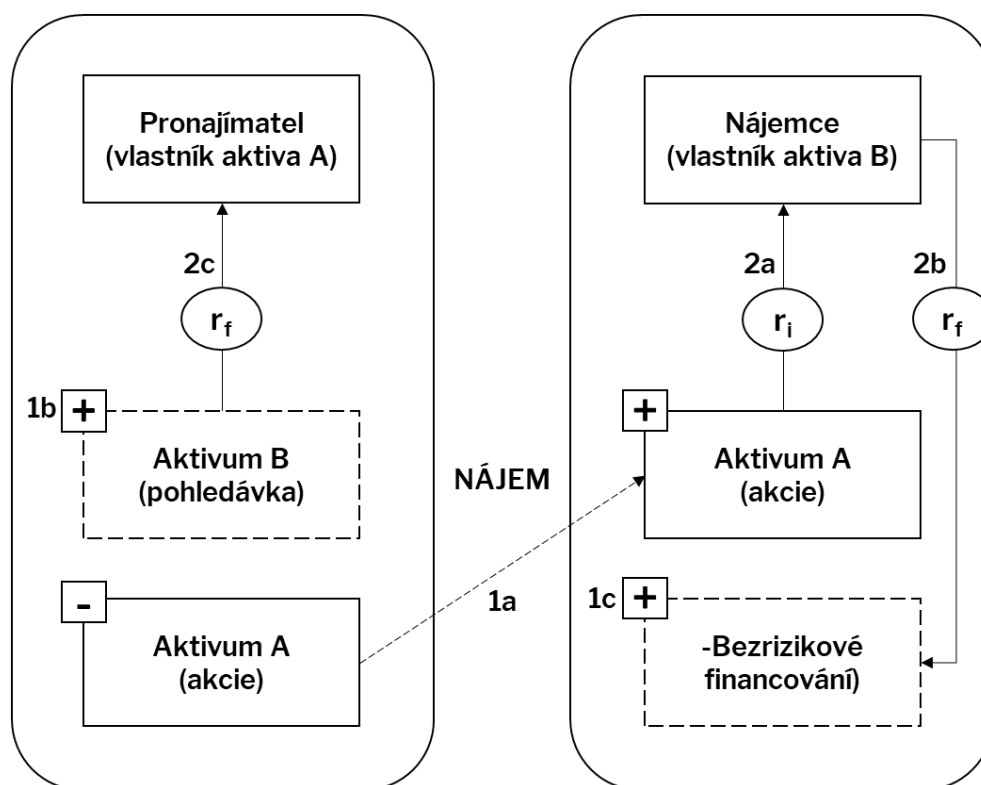
Schematicky lze znázornit nájem obchodované akcie následujícím způsobem:

⁴² Tak, jako platila rovnost notional value v případě equity swapu

⁴³ Neuvažujeme nyní operační a kreditní riziko protistrany; zároveň platby nájemného uvažujeme fixní – neměnné.

⁴⁴ Ocenění CFD viz dále kap. 8.2.

Obrázek 3: Nájem obchodované akcie



Zdroj: vlastní zpracování.

1a

Nájemce získává aktivum – akcii.

1b a 1c

Pronajímateli vzniká úročená pohledávka z titulu financování nájemce ve výši spotové ceny akcie S_0 .

2a

Nájemce drží akcii a získává výnos ve výši r_i .

2b a 2c

Nájemce platí pronajímateli bezrizikové (sjednané) fixní platby ve výši $r_f \times B_0$.

Lze shrnout, že byly v této kapitole pomocí analogie odvozeny základní souvislosti potřebné pro stanovení nájemného. V dalších kapitolách bude proveden hlubší pohled na problematiku vlastního ocenění, které bude zohledňovat také závěrečné vypořádání změny hodnoty podniku ke konci nájmu.

Kapitola 7

Nájem podniku jako portfolio

Aby bylo možné ocenit nájem podniku, bude zapotřebí zhodnotit relace v tom, jaký *užitek* má každá ze stran při nájmu podniku. K tomuto zhodnocení bude efektivní sestavit hypotetická portfolia obou stran, na kterých bude možné snáze demonstrovat přesuny hodnot, které plynou z transakce nájmu podniku.

V předchozí části byla odvozena možná mechanika nájmu obchodované akcie. Nyní se vrátíme k vlastnímu nájmu podniku a budeme předpokládat, že

- (i) pronajímáný podnik je možné k jakémukoli okamžiku tržně ocenit,
- (ii) neexistuje asymetrie informací mezi pronajímatelem a nájemcem a
- (iii) neexistuje investor, který by mohl realizovat synergie z (dočasné) kontroly nad podnikem.

Dále za předpokladů modelu CAPM a předpokladu dokonalé nájemní dokumentace z kap. 6.1.4 (o zajištění závěrečné úpravy ceny nájmu díky CFD) použijeme analogicky navrženou mechaniku nájmu obchodované akcie na případ nájmu podniku.

Jak bylo popsáno v předchozí kapitole, lze na nájem obchodované akcie s jistými odlišnostmi nahlížet jako na equity swap. Faktická výměna aktiv při swapech je charakteristická například pro *devizové swapy*, které jsou kombinací spotového prodeje (nákupu) a forwardového nákupu (prodeje), příp. kombinací dvou opačných forwardových obchodů (Durčáková a Mandel 2010, s. 157). Protože i v případě nájmu dochází k převodu aktiva (za hypotetické aktivum se současným vznikem hypotetického dluhu), bude možné zapsat nájem variantně jako kombinaci spot-forwardového obchodu. Následující část bude krátce zaměřena na tento rozbor.

7.1 Vymezení portfolia pronajímatele podniku

Nechť hodnota portfolia pronajímatele na počátku před pronajmutím je rovna hodnotě podniku V_0 .

V okamžiku pronajmutí aktiva (okamžik 0) dochází k následujícím změnám v portfoliu:

- 1) *prodej podniku* ($-V_0$) se současným
- 2) *poskytnutím financování nájemci* ($+B_{V_0}(0, T)$) ve výši V_0 splatným v čase T ;
- 3) *prodej*⁴⁵ *CFD* k vypořádání změny hodnoty podniku ke konci nájmu;
- 4) *nákup podniku na forward* ($+FW_{V_0(FW)}(0, T)$) za cenu $V_0(FW)$ ⁴⁶ v čase T .

Hodnota portfolia pronajímatele $V(P_p)$ k počátku nájmu bude tedy dána součtem hodnoty pohledávky z financování, hodnoty CFD v krátké pozici a hodnoty forwardového kontraktu (pozitivní):

$$V(P_p) = V(B_{V_0}(0, T)) - V(CFD(T)) + V(FW_{V_0(FW)}(0, T)).$$

Z předchozího lze učinit dílčí závěr, že racionální investor bude ochotný pronajmout podnik v případě, bude-li hodnota vzniklého portfolia alespoň ve výši původní hodnoty portfolia, tedy hodnoty pronajímaného aktiva k počátku nájmu:

$$V(B_{V_0}(0, T)) - V(CFD(T)) + V(FW_{V_0(FW)}(0, T)) \geq V_0.$$

7.2 Vymezení portfolia nájemce podniku

Obdobně s předchozím lze uvažovat také portfolio nájemce podniku.

Nechť je portfolio nájemce před pronajmutím prázdné. Z jeho pohledu je pak možné za předchozích předpokladů zapsat změny v jeho portfoliu k datu uzavření obchodu následovně:

- 1) *koupě podniku* ($+V_0$) se současným
- 2) *získáním financování* ($-B_{V_0}(0, T)$) ve výši kupní ceny V_0 splatným v čase T ;
- 3) *nákup CFD* k vypořádání změny hodnoty podniku ke konci nájmu;
- 4) *prodej podniku na forward* za cenu $V_0(FW)$ v čase T ($-FW_{V_0(FW)}(0, T)$).

⁴⁵ Prodejem (nákupem) CFD bude značena krátká (dlouhá) pozice v CFD, tedy budoucí zvýšená hodnota bude představovat negativní (pozitivní) dopad na cash flow pronajímatele (nájemce).

⁴⁶ $V_0(FW)$ značí forwardovou cenu aktiva, které bude věnován prostor v kap. 8.1.4.

Hodnota portfolia nájemce $V(P_N)$ k počátku nájmu pak bude dána součtem hodnoty podniku, hodnoty závazku z financování (negativní), hodnoty CFD v dlouhé pozici a hodnoty forwardového kontraktu (negativní – prodej):

$$V(P_N) = V_0 - V(B_{V_0}(0, T)) + V(CFD(T)) - V(FW_{V_0(FW)}(0, T)).$$

Racionální investor (nájemce) si bude ochotný pronajmout podnik v případě, bude-li hodnota vzniklého portfolia větší nebo rovna nule (tj. hodnota portfolia na začátku):

$V_0 - V(B_{V_0}(0, T)) + V(CFD(T)) - V(FW_{V_0(FW)}(0, T)) \geq 0.$
--

V následujících kapitolách bude proveden hlubší pohled na hodnotu jednotlivých složek portfolií pronajímatele a nájemce.

Kapitola 8

Hodnota portfolia

Závěrem předchozí kapitoly bylo vytvoření hypotetických portfolií pronajímatele a nájemce a také vymezení hodnotových vztahů, kterými se budou strany řídit při rozhodování o nájmu podniku (nerovnice). Cílem této kapitoly bude do předložených nerovnic dosadit výpočet hodnot jednotlivých jejich komponent, tj. ocenění jednotlivých složek těchto portfolií. Výsledkem následných úprav původních vztahů (nerovnic) bude samotné ocenění nájmu podniku.

8.1 Hodnota forwardu

V této kapitole se zaměříme na ocenění první složky portfolia, tedy forwardu. V této kapitole bude proveden teoretický rozbor *forwardové ceny* (příp. *forwardové hodnoty*), díky níž bude možné dále vyčíslit také *hodnotu forwardu*.

Nejprve bude poskytnut teoretický vhled do této problematiky v kontextu obchodované akcie a následně budou potřebné závěry transformovány pro potřeby neobchodovaného podniku.

8.1.1 Forwardová cena akcie nevyplácející dividendu

Z teorie oceňování derivátů na úvod zmíníme vztah, kterým lze stanovit forwardovou cenu obchodované akcie nevyplácející dividendu, tedy částku, za kterou bude akcie směněna v daném okamžiku v budoucnosti při uzavření obchodu v současnosti.

Forwardová cena musí zajistit, že hodnota forwardového kontraktu v okamžiku jeho uzavření bude nulová, jinak by bylo možné realizovat arbitráž (Málek 2003, s. 15).

„Nechť t je čas uzavření a T čas expirace forwardu [na nákup obchodované akcie, která nevyplácí dividendu]. Potom forwardová cena $FW(t, T)$ zaručující nulovou hodnotu kontraktu v čase t je určena vztahem⁴⁷

$$FW(t, T) = S(t) \times (1 + r_f)^{(T-t)},$$

kde $S(t)$ je spotová cena podkladové akcie v čase t “ (Málek 2003, s. 14). Dále r_f je bezriziková úroková míra po dobu $(T-t)$ ⁴⁸.

Arbitráž

Bude-li $FW(t, T) > S(t) \times (1+r_f)^{(T-t)}$, bude možné v čase t realizovat arbitráž následujícími kroky:

- 1) *prodej forwardu* (krátká pozice) $-FW(t, T)$;
- 2) *vypůjčení (bezrizikově) částky $S(t)$ při sazbě r_f* ;
- 3) *nákup akcie na spotovém trhu $S(t)$* .

Následně jsou v čase T provedeny tyto operace:

- 1) *vypořádání forwardu*:
 - a. předání držené akcie (spotová cena fakticky nehraje roli);
 - b. získání částky $FW(t, T)$;
- 2) *splacení zúročeného dluhu* v celkové výši $S(t) \times (1+r_f)^{(T-t)}$.

Jelikož byla již na začátku částka $FW(t, T)$ větší než $S(t) \times (1+r_f)^{(T-t)}$, byl proto rozdílem těchto hodnot získán bezrizikový **arbitrážní zisk**. Podobným způsobem by bylo možné realizovat arbitráž i při opačné nerovnosti. (Málek 2003, s. 15)

Jak již bylo řečeno, aby nebylo možné realizovat arbitráž, musí být hodnota forwardu při jeho uzavření nulová.

8.1.2 Forwardová cena akcie vyplácející hotovostní dividendu

Na forwardovou cenu mají v případě konkrétních aktiv vliv také další činitelé, například výplata dividendy v případě akcií (Málek 2003, s. 16).

Kdyby platil dříve uvedený vztah o forwardové ceně (viz 8.1.1), mohly by být v takovém případě průběžně vyplácené dividendy⁴⁹ při realizaci arbitráže **navíc**

- 1) reinvestovány bezrizikově za úrokovou sazbu r_f , nebo

⁴⁷ Citovaný autor používá pro výpočet spojitě úročení (a logaritmický výnos). V této práci bude spojitě úročení nahrazeno ročním složeným úročením v kombinaci s jednoduchým výnosem jako procentního přírůstku (poklesu) hodnoty dané částky.

⁴⁸ Pokud bude r_f roční, potom $(T-t)$ bude počítáno v letech apod.

⁴⁹ Při udržování konstantní výše rizika.

- 2) použity k průběžnému snižování bezrizikového dluhu na nákup akcie.

V obou případech by získal arbitrážér dodatečný zisk z těchto transakcí, jehož současná hodnota by k okamžiku t byla rovna

$$D(t, T) = \sum_{n=t}^T d_n \times (1 + r_d)^{-(n-t)},$$

kde d_n je dividenda vyplacená kdykoli v průběhu trvání kontraktu.

Protistrana arbitrážéra by analogicky ztratila hodnotu svého portfolia právě v této výši $D(t, T)$, neboť spotová cena akcie $S(t)$ v předchozím výpočtu forwardové ceny $FW(t, T)$ zohledňuje i současnou hodnotu těchto dividend, které však v čase T *netvoří* součást dané obchodované společnosti⁵⁰.

Protože výplata dividendy bude mít (*ceteris paribus*) protisměrný efekt na kurz akcie (Chin, Nel a Olafsson 2018, s. 116-117), lze na ni pohlížet jako na doplněk k celkovému výnosu.

Logicky lze uvažovat, že riziko spojené s výplatou dividendy může být (krátkodobě) odlišné od rizika celkového výnosu z akcie. Rozdíl rizik zde budeme pro zjednodušení zanedbávat, a proto k diskontování dividend bude rovněž použita sazba r_i .

Z předchozího tedy plyne, že v případě výplaty dividend bude forwardová cena akcie výsledkem výpočtu:

$$FW(t, T) = [S(t) - D(t, T)] \times (1 + r_f)^{(T-t)}. \text{ (Málek 2003, s. 16)}$$

Nyní krátce na dokreslení zmíníme rozdíl mezi forwardovou cenou a očekávanou spotovou cenou instrumentu.

Cena akcie v budoucnosti × Forwardová cena akcie

„Podle slabé hypotézy efektivních trhů, jsou v současné ceně akcie včleněny veškeré informace z minulých cen. Důsledkem toho je, že následující změna ceny bude odrážet pouze novou informaci, která nebyla dříve očekávána. [...]

Nejdříve budeme uvažovat diskrétní časové okamžiky $t = 0, 1, 2, 3, \dots$. Logaritmický výnos mezi následujícími časovými okamžiky (např. konce obchodovaných dnů) je

$$r_{t-1}^t = \ln\left(\frac{S_t}{S_{t-1}}\right).$$

Logaritmický výnos mezi libovolnými časovými okamžiky [až do okamžiku T] se pak rovná

⁵⁰ Resp. ani nebyly použity ke snížení možného zadlužení společnosti.

$$r_{t-1}^T = \ln\left(\frac{S_t}{S_{t-1}}\right) = \ln\left(\frac{S_t}{S_{t-1}} \times \frac{S_{t+1}}{S_t} \times \dots \times \frac{S_T}{S_{T-1}}\right) = \sum_{k=t}^{T-1} \ln\left(\frac{S_{k+1}}{S_k}\right) = \sum_{k=t}^{T-1} r_k^{k+1}.$$

Tedy logaritmický výnos za období $T-t$ se rovná součtu logaritmických výnosů za jednotlivé po sobě jdoucí časová období [Totéž neplatí pro jednoduchý výnos.] Pokud budou logaritmické výnosy nezávislé, pak podle centrální limitní věty⁵¹ bude mít logaritmický výnos r_t^T aproximativně normální rozdělení.“ (Málek 2003, s. 39-40)

Budeme-li předpokládat, že výnosy jsou nezávislé, potom protože platí

$$S_t = S_0 e^{r_0^t},$$

bude mít cena akcie v budoucnosti logaritmicko-normální rozdělení. (Málek 2003, s. 40)

Pro očekávaný přírůstek ceny akcie dále platí

$$dS_t = \mu S_t dt + \sigma S_t dW_t,$$

neboli cena akcie splňuje *stochastickou diferenciální rovnici*, kde μdt je *deterministická* složka a σdW_t je *náhodná* složka (přírůstek Wienerova procesu $\times \sigma$) míry výnosu akcie dS_t/S_t ve „velmi malém“ časovém intervalu. Výsledkem dalšího odvozování je potom vztah

$$S_t = \exp\left[\left(\mu - \frac{\sigma^2}{2}\right)t + \sigma W_t\right]. \text{ (Málek 2003, s. 42)}$$

Parametr μ značí *drift*, resp. očekávaný výnos akcie⁵² a parametr σ značí konstantní *volatilitu*. (Chin, Nel a Olafsson 2018, s. 64).

Z předchozího textu je zřejmé, že **stanovení forwardové ceny a odhad budoucí ceny (zde obchodované) akcie**⁵³ jsou dvě zcela odlišné disciplíny. Tento fakt bude zohledněn i při odvození forwardové ceny 100% podílu v podniku v kontrastu s očekávanou budoucí hodnotou podniku.

⁵¹ Je-li $\bar{X}$ průměr n hodnot z velkého množství nezávislých, ne nutně normálně rozdělených hodnot $X_1, X_2, \dots$, s průměrem μ a směrodatnou odchylkou σ , potom se bude hodnota $Z_n = \frac{\bar{X} - \mu}{\sigma/\sqrt{n}}$ pro velký počet výběrů asymptoticky blížit normovanému normálnímu rozdělení. Viz např. Chin, Nel a Olafsson (2018, s. 812).

⁵² Autoři literatury to explicitně neuvádějí, nicméně z jejich publikací vyplývá, že se jedná o očekávaný výnos snížený o očekávanou výplatu dividendy, tedy očekávanou změnu ceny akcie.

⁵³ Na neobchodovanou akcii je odvozován výpočet podobně – např. jako derivát tržního portfolia.

8.1.3 Forwardová cena (hodnota) podniku při distribuci FCFE

Protože nebyla nalezena literatura, která by se přímo zabývala stanovením forwardové hodnoty 100% podílu v podniku (vyplácejícího ⁵⁴ volné peněžní toky připadající vlastníkům, dále jen FCFE), bude výpočet odvozen z předchozí podkapitoly analogicky.

Nechť

$$VI(0, T) = \sum_{n=0}^T E(FCFE)_n \times (1 + r_i)^{-n},$$

kde $VI(0, T)$ značí součet diskontovaných **očekávaných** FCFE z titulu kontroly nad podnikem, po dobu trvání nájmu na základě finančního plánu.

Dále lze analogicky s předchozím textem odvodit vztah pro výpočet forwardové hodnoty podniku:

$$FW(0, T) = [V_0 - VI(0, T)] \times (1 + r_f)^T, \text{ resp.}$$

$$FW(0, T) = V_0 \times (1 + r_f)^T - [\sum_{n=0}^T E(FCFE)_n \times (1 + r_i)^{-n}] \times (1 + r_f)^T,$$

kde V_0 je tržní hodnota podniku k počátku nájmu.

Je-li tržní hodnota V_0 stanovena výnosovou metodou *DCF equity*, lze pro snazší porozumění následujícího textu například nahlížet na hodnotu $VI(0, T)$ jako na první fázi ocenění podniku⁵⁵.

Platí-li stanovené předpoklady z dřívějších částí této práce, lze forwardovou hodnotu podniku legitimizovat i metodami pro ohodnocení efektivnosti investic z teorie financí podniku, např. metodou *čisté současné hodnoty*⁵⁶ (viz dále).

Forwardová hodnota podniku jako investice

Uvažujme, že je možné držet podnik jako *investici* (I) s průběžnou tvorbou FCFE a hypotetickou *exit value* $FW(0, T)$ v čase T . Potom současná hodnota investice při zohlednění rizika v nákladech vlastního kapitálu r_i bude

$$SH(I) = \sum_{n=1}^T \frac{FCFE}{(1+r_i)^n} + \frac{FW(0, T)}{(1+r_i)^T}.$$

⁵⁴ Lze předpokládat, že výplata FCFE nemusí být roční, ale může probíhat kdykoli. Pro zjednodušení bude uvažována roční výplata. Zároveň záporná hodnota FCFE není vyloučena.

⁵⁵ Viz např. Mařík (2011a).

⁵⁶ Viz např. Brealey, Myers a Allen (2017, s. 23).

Je zřejmé, že pokud by se do vztahu dosadily nulové hodnoty cash flow po dobu trvání investice, byla by současná hodnota investice ($SH(I)$) rovna právě současné hodnotě $FW(0, T)$.

Tímto lze uzavřít problematiku *forwardové hodnoty* pronajatého podniku. Nyní bude přistoupeno k vlastnímu ocenění forwardu, tj. vyčíslení *hodnoty forwardu*. Opět začneme s případem forwardu na obchodovanou akcii.

8.1.4 Hodnota forwardu na obchodovanou akcii

V přechozích kapitolách byla rozebrána problematika forwardové ceny. Nyní se zaměříme na hodnotu vlastního forwardového kontraktu.

Hodnotu forwardu zde uvedeme způsobem, který popisuje Málek (2003, s. 21-22) ve své publikaci.

Hodnota forwardu na obchodovanou akcii je (za předpokladu dokonalého trhu) v čase uzavření nulová (Pokud by nebyla, bylo by možné provést arbitráž a realizovat arbitrážní zisk.)

Pro stanovení hodnoty forwardu $V_t(FW(0, T))$ na obchodovanou akcii v libovolném okamžiku t před časem expirace kontraktu dále platí:

$$V_t(FW(0, T)) = [FW(t, T) - FW(0, T)] \times (1 + r_f)^{-(T-t)}.$$

Důkazem platnosti budiž portfolio o jednom *forwardu (A)* na danou akcii *v krátké pozici* uzavřeném v čase 0 , a jedním *forwardu (B)* na stejnou akcii *v dlouhé pozici* uzavřeném v čase t (a zároveň $t > 0$). Oba forwardy expirují v čase T , a jejich hodnota v době expirace je rovna rozdílu forwardových cen a spotové ceny v době expirace $S(T)$:

$$A: V_T(FW(0, T)) = S(T) - FW(0, T),$$

$$B: V_T(FW(t, T)) = FW(t, T) - S(T).$$

Portfolio z těchto dvou derivátů bude mít v čase T v součtu hodnotu:

$$A + B: V_T(FW(0, T)) + V_T(FW(t, T)) = FW(t, T) - FW(0, T).$$

Protože je tento rozdíl známý v libovolném okamžiku t , je vzniklé portfolio po dobu do expirace bezrizikové, a jeho hodnota bude rovna současné hodnotě rozdílu forwardových cen k okamžiku t ⁵⁷. Protože je ale hodnota druhého forwardu $V_t(FW(t, T))$ v okamžiku t nulová, musí potom platit původní vztah pro $V_t(FW(0, T))$ uvedený výše.

⁵⁷ K vypořádání dochází až v okamžiku T , proto se rozdíl diskontuje.

8.1.5 Hodnota forwardu na podnik

V případě forwardu na 100% podíl v daném podniku bude v této práci pro další účely uvažována stejná logika jako v případě obchodované akcie vyplácející dividendu, tedy že hodnota hypotetického forwardu na podnik bude v čase uzavření nulová.

Je zřejmé, že taková transakce by sama o sobě vyžadovala propracovanou smluvní dokumentaci k zamezení např. tunelování podniku před vypořádáním forwardu, ale také, zejména při delších časových horizontech, vlastní forwardový trh, kde by se střetávaly nabídka s poptávkou. Protože se zde však jedná pouze o propočet pro účely dalšího odvozování, bude tato problematika dále ponechána bez hlubšího komentáře. Problém změny hodnoty podniku v budoucnu, který je relevantní i při hypotetickém forwardovém obchodu s podnikem, bude při odvození řešit CFD kontrakt (viz dále).

8.2 Hodnota CFD

Další složkou oceňovaných portfolií pronajímatele a nájemce bude vedle forwardu také CFD kontrakt. V této kapitole bude provedeno jeho ocenění.

Označme V_T skutečnou hodnotu podniku na konci nájmu a V_{CFD} hodnotu podniku stanovenou v CFD kontraktu, vůči které se bude posuzovat zjištěná hodnota podniku ke dni ukončení nájmu.

Je zřejmé, že hodnota CFD ke konci nájmu (čas T) bude dána vztahem:

$$V_T(CFD(T)) = V_T - V_{CFD}.$$

Fakticky představuje toto vypořádání výměnu předem sjednané hodnoty (V_{CFD}) za skutečnou hodnotu podniku (V_T).

Předem sjednaná hodnota bude po celou dobu nájmu známá oběma stranám, a nebude tedy ani závislá na tržních vlivech.

Hodnota podniku ke konci nájmu bude však k okamžiku začátku nájmu naopak neznámá, a bude tudíž záviset na tržních vlivech. Jinými slovy na začátku nájmu bude V_T , tj. hodnota podniku ke konci nájmu, pouze odhadem.

Budeme-li chtít stanovit hodnotu CFD k začátku nájmu diskontováním $V_T(CFD(T))$, bude zapotřebí odlišit tržně rizikovou a bezrizikovou složku:

$$V_0(CFD(T)) = V_T \times (1 + r_i)^{-T} - V_{CFD} \times (1 + r_f)^{-T},$$

resp.

$$V_0(CFD(T)) = E_0(V_T) \times (1 + r_i)^{-T} - V_{CFD} \times (1 + r_f)^{-T},$$

kde $E_0(V_T)$ je očekávaná hodnota podniku ke konci nájmu (čas T), odhadnutá na začátku nájmu (čas 0).

Pro kterýkoli okamžik t v průběhu trvání nájmu bude potom ocenění CFD:

$$V_t(CFD(T)) = E_t(V_T) \times (1 + r_i)^{-(T-t)} - V_{CFD} \times (1 + r_f)^{-(T-t)}.$$

Bude-li potom sjednána úprava hodnoty ať už oproti hodnotě podniku k začátku nájmu, anebo očekávané hodnotě v budoucnu, bude hodnota CFD k začátku nájmu ve valné většině případů **nenulová** (v závislosti na stanovené V_{CFD}).

Nyní jsme získali vztah pro ocenění druhého ze dvou derivátů z původních nerovnic ze závěru kapitoly 7. S těmito poznatky se vrátíme k těmto původním portfoliím.

8.3 Hodnota portfolia ve výpočtu nájemného

Připomeňme nerovnice pronajímatele a nájemce z kapitoly 7:

$$\text{Pronajímatel: } V(B_{V_0}(0, T)) - V(CFD(T)) + V(FW_{V_0(FW)}(0, T)) \geq V_0,$$

$$\text{Nájemce: } V_0 - V(B_{V_0}(0, T)) + V(CFD(T)) - V(FW_{V_0(FW)}(0, T)) \geq 0.$$

Na případu pronajímatele bude nyní znázorněna hodnota portfolia na konci nájmu po vypořádání jednotlivých instrumentů.

- 1) Pronajímatel získává v průběhu nájmu úrok z pohledávky, tj. platby nájemného, které hypoteticky ukládá jako bezrizikový vklad, jehož hodnota na konci nájmu je ve výši:

$$\left[\sum_{n=0}^T L_n \times (1 + r_f)^{T-n} \right];$$

- 2) pronajímateli je splacena jistina pohledávky, která závisí na skutečně zjištěné hodnotě podniku ke konci nájmu⁵⁸, a je tedy rovna V_T ;
- 3) vypořádání CFD:
 - a. pronajímatel získává platbu za pozitivní rozdíl ($V_{CFD} - V_T$), nebo
 - b. pronajímatel hradí negativní rozdíl ($V_{CFD} - V_T$).
- 4) vypořádání forwardu:
 - a. pronajímatel platí forwardovou cenu za nákup podniku ve výši $V_0 \times (1 + r_f)^T - \left[\sum_{n=0}^T E(FCFE_n) \times (1 + r_i)^{-n} \right] \times (1 + r_f)^T$ (viz 8.1.3);
 - b. pronajímatel získává podnik v hodnotě V_T .

⁵⁸ Resp. získává podnik, který hypoteticky zpeněží pro následnou úhradu forwardové ceny na jeho opětovný nákup.

Celé portfolio pronajímatele ke konci nájmu lze tedy zapsat:

$$\left[\sum_{n=0}^T L_n \times (1 + r_f)^{T-n} \right] + V_T + (V_{CFD} - V_T) - V_0 \times (1 + r_f)^T + \\ + \left[\sum_{n=0}^T E(FCFE_n) \times (1 + r_i)^{-n} \right] \times (1 + r_f)^T + V_T.$$

Portfolio budeme nyní diskontovat k začátku nájmu a dále upravíme:

$$\left[\sum_{n=0}^T L_n \times (1 + r_f)^{-n} \right] + V_{CFD} \times (1 + r_f)^{-T} - V_0 + \\ + \left[\sum_{n=0}^T E(FCFE_n) \times (1 + r_i)^{-n} \right] + V_T \times (1 + r_i)^{-T}.$$

Protože není na začátku nájmu hodnota V_T známá, nahradíme ji očekávanou hodnotou, tedy $E(V_T)$, dále první hranatou závorku (současnou hodnotu všech plateb nájemného) označíme VL_0 a nazveme např. *hodnota nájmu podniku* v čase 0, a druhou hranatou závorku, dle dřívějšího textu⁵⁹ $VI(0, T)$, nazveme např. *hodnota investičního projektu nájmu podniku (před platbou nájemného)*. Po úpravě:

$$VL_0 + E(V_T) \times (1 + r_i)^{-T} - V_0 + VI(0, T) + V_{CFD} \times (1 + r_f)^{-T}.$$

Jak již bylo řečeno, aby byla transakce pro pronajímatele přijatelná, musí být současná hodnota alespoň ve výši hodnoty pronajímaného podniku⁶⁰:

$$VL_0 + E(V_T) \times (1 + r_i)^{-T} - V_0 + VI(0, T) + V_{CFD} \times (1 + r_f)^{-T} \geq V_0.$$

Protože k začátku nájmu dále platí:

$$E(V_T) \times (1 + r_i)^{-T} + VI(0, T) = V_0,^{61}$$

lze potom předchozí nerovnici upravit do tvaru:

$$VL_0 + V_{CFD} \times (1 + r_f)^{-T} \geq E(V_T) \times (1 + r_i)^{-T} + VI(0, T), \text{ resp.}$$

$$\textbf{Pronajímatel: } VL_0 \geq VI(0, T) + E(V_T) \times (1 + r_i)^{-T} - V_{CFD} \times (1 + r_f)^{-T},$$

a analogicky lze odvodit:

$$\textbf{Nájemce: } VL_0 \leq VI(0, T) + E(V_T) \times (1 + r_i)^{-T} - V_{CFD} \times (1 + r_f)^{-T}.$$

Za dříve stanovených předpokladů by pak *hodnota nájmu podniku* (VL_0) byla řešením takovéto soustavy nerovnic, tedy:

⁵⁹ Kap. 8.1.3.

⁶⁰ Stále uvažujeme racionálního, rizikově averzního investora, viz předpoklady CAPM.

⁶¹ Tj. hodnota podniku netto je (zjednodušeně) rovna součtu současné hodnoty FCFE z první fáze (zde po dobu trvání nájmu) a současné hodnoty pokračující hodnoty podniku na začátku druhé fáze (zde okamžik konce nájmu) (viz např. Mařík (2011a)).

$$VL_0 = VI(0, T) + E(V_T) \times (1 + r_i)^{-T} - V_{CFD} \times (1 + r_f)^{-T}.$$

Tento vztah lze jinými slovy označit za výsledné ocenění nájmu podniku. Se vztahem však budeme ještě chvíli pracovat.

Nyní budeme uvažovat několik scénářů pro dosažení do odvozené rovnice:

- 1) Nemá být sjednána kompenzace ke konci nájmu.
- 2) Je sjednána kompenzace ke konci nájmu a $V_{CFD} = V_0 \neq E(V_T)$.
- 3) Je sjednána kompenzace ke konci nájmu a $V_{CFD} = E(V_T)$.

Ad1

Není-li sjednána kompenzace, poslední člen v rovnici vypadává⁶²:

$$VL_0(\text{pro } V_{CFD} = 0) = VI(0, T) + E(V_T) \times (1 + r_i)^{-T}, \text{ resp.}$$

$$VL_0(\text{pro } V_{CFD} = 0) = V_0,$$

což není nijak překvapivý závěr.

Tento případ se zdá být za současných předpokladů realistický například tehdy, kdyby pronajímatel i nájemce souhlasně očekávali, že nájemce „vytěží podnik do posledního štěněte“. Jinými slovy pronajímatel zaplatí celkové nájemné (resp. jeho současnou hodnotu) ve výši hodnoty podniku.

Ad2

Dosadíme V_0 do rovnice a upravíme:

$$VL_0(\text{pro } V_{CFD} = V_0) = VI(0, T) + E(V_T) \times (1 + r_i)^{-T} - V_0 \times (1 + r_f)^{-T},$$

$$VL_0(\text{pro } V_{CFD} = V_0) = V_0 - V_0 \times (1 + r_f)^{-T} = V_0 - \left[V_0 - \sum_{n=1}^T \frac{V_0 \times r_f}{(1 + r_f)^n} \right] = \sum_{n=1}^T \frac{V_0 \times r_f}{(1 + r_f)^n}.$$

Tento vztah ukazuje, že pokud bude sjednána úprava hodnoty ke konci nájmu ve vztahu k ocenění podniku na začátku nájmu, bude roční výše nájemného (tj. čítec zlomku) rovna součinu bezrizikové sazby a hodnoty podniku k začátku nájmu.

Ad3

Dosadíme $E(V_T)$ do rovnice a upravíme:

$$VL_0(\text{pro } V_{CFD} = E(V_T)) = VI(0, T) + E(V_T) \times (1 + r_i)^{-T} - E(V_T) \times (1 + r_f)^{-T}.$$

⁶² Protože fakticky nedochází k výměně rizikové a bezrizikové hodnoty, proto hodnota V_{CFD} ve vztahu pro ocenění CFD (viz 8.2) bude rovna nule.

Poslední uvedený vztah značí nejracionalnější případ, a tedy že bude v ceně nájemného zahrnuto očekávání ohledně hodnoty podniku ke konci nájmu.

V následující kapitole bude znázorněn možný odlišný přístup k ocenění nájmu podniku.

8.4 Hodnota investičního projektu nájmu

V praxi se lze setkat s názorem, že nájem podniku nebude pro investičního manažera ničím jiným než investičním projektem, který bude z hlediska nájemce ekonomicky posuzován obvyklými kritérii efektivnosti investic. Bude-li tedy možné sestavit finanční plán, bude možné:

- 1) spočítat **současnou hodnotu volných cash flow podniku** po dobu nájmu (tj. $VI(0, T)$ viz dříve), kteřá bude plnit roli hranice ceny investice – současné hodnoty nájemních plateb (tj. VL_0 viz dříve);
- 2) ke konci nájmu provést korekci podle hodnoty navraceného podniku (ve vztahu k hodnotě na začátku nájmu), tj. vypořádat rozdíl.

Tímto přístupem bude možné z pohledu pronajímatele investiční projekt posoudit kritériem čisté současné hodnoty dané vztahem:

$$\check{C}SH(VI(0, T)) = VI(0, T) - VL_0.$$

Přijatelným by tímto přístupem měl být každý projekt, jehož čistá současná hodnota ($\check{C}SH(VI(0, T))$) bude kladná.

Jak bylo již ale popsáno v kap. 8.2, také současná hodnota korekce hodnoty (s výjimkou velmi specifických případů) bude nenulová, a proto musí být vztah upraven způsobem:

$$\check{C}SH(VI(0, T)) = VI(0, T) - VL_0 \pm \text{souč. hodnota korekce hodnoty ke konci nájmu},$$

což lze dále zapsat dle předchozí terminologie ve tvaru:

$$\check{C}SH(VI(0, T)) = VI(0, T) - VL_0 + E(V_T) \times (1 + r_i)^{-T} - V_{CFD} \times (1 + r_f)^{-T}.^{63}$$

Upraveným kritériem investora bude tedy hodnota $\check{C}SH$ větší nebo rovna nule dána vztahem:

$$VI(0, T) - VL_0 + E(V_T) \times (1 + r_i)^{-T} - V_{CFD} \times (1 + r_f)^{-T} \geq 0,$$

z čehož lze snadno vyjádřit také vztah pro výpočet hodnoty nájmu:

$$VL_0 \leq VI(0, T) - VL_0 + E(V_T) \times (1 + r_i)^{-T} - V_{CFD} \times (1 + r_f)^{-T}.$$

⁶³ Za hodnotu V_{CFD} by se mohla dosadit například hodnota podniku na začátku nájmu.

Je zřejmé, že přidáním vlivu korekce hodnoty byl získán odlišný vztah pro současnou hodnotu nájemních plateb, než který byl v úvodu této podkapitoly uvažován.

Analogicky by bylo také možné dovodit, že pro nájemce bude platit přesně opačná nerovnost.

Řešením soustavy těchto dvou nerovnic by byl získán zcela stejný vztah pro hodnotu nájmu VL_0 , jako byl odvozen v kapitole 8.3 pomocí ocenění hypotetického derivátového portfolia, tedy:

$$VL_0 = VI(0, T) + E(V_T) \times (1 + r_i)^{-T} - V_{CFD} \times (1 + r_f)^{-T}.$$

8.4.1 Korekce hodnoty ke konci investičního projektu

V předchozí podkapitole byl použitý vztah pro výpočet hodnoty ČSH po zohlednění současné hodnoty závěrečné korekce hodnoty nájmu podle změny hodnoty podniku.

S korekcí hodnoty podniku se lze také setkat i při běžných obchodech s podniky:

„Při prodeji podniku je běžné, že se k určitému datu stanoví hodnota podniku na úrovni Enterprise Value, a tato hodnota se k tomuto okamžiku zafixuje. V okamžiku vypořádání transakce se obvykle provede korekce Enterprise Value podle změny výše čistého pracovního kapitálu, a taky je odečtena aktuální hodnota čistého dluhu za účelem stanovení výsledné kupní ceny. Taková korekce se ale do úvodního ocenění podniku nijak nepromítá.“ (Potůček T. 2018)

Z předchozího tedy plyne, že podniky zřejmě nevnímají takové korekce jako tituly, u kterých by bylo zapotřebí zohledňovat rozdíl v riziku fixované výše korigovaných položek oproti jejich výsledným stavům v okamžiku vypořádání.

V případě korekce čisté zadluženosti je vysvětlení pro tento jev spíše přímočaré, neboť se jedná (obvykle) o položky tržně bezrizikové⁶⁴.

Také v případě položek pracovního kapitálu se nabízí jednoduché vysvětlení. Seřadí-li se všechna aktiva podniku podle jejich výnosnosti, budou položky pracovního kapitálu na úplném spodu žebříčku (Svačina 2010, s. 182).

„Položky pracovního kapitálu jsou nejméně rizikové z důvodu dobré prodejnosti, jedná se o běžná krátkodobá aktiva typu pohledávek a zásob; tyto položky je možné standardně financovat krátkodobým úročeným dluhem, jehož sazby jsou relativně dobře odvoditelné z trhu.“ (Svačina 2010, s. 182)

⁶⁴ Náklady dluhu neobsahují (za běžných okolností) tržní rizikovou prémii; peněžní prostředky jsou přímo platidlem.

Tento charakter pracovního kapitálu by měl potom za následek, že by byla při analogickém výpočtu vlivu budoucí korekce výše (čistého) pracovního kapitálu na hodnotu podniku (viz 8.2 Hodnota CFD) použita jen velmi nízká riziková premie⁶⁵. Dále vzhledem k relativně krátkému časovému intervalu mezi zmíněným fixováním ocenění na úrovni Enterprise Value a okamžikem vypořádání transakce by byl dopad zohlednění této korekce zanedbatelný.

V případě nájmu je možné předpokládat, že vzhledem k delšímu časovému horizontu (délka trvání nájmu) bude vhodné uvažovat změnu hodnoty podniku jako celku a pro diskontování ve výpočtu hodnoty CFD použít vyšší rizikovou premii pro podnik jako celek. Jinými slovy v delším časovém horizontu lze racionálně předpokládat, že také ostatní **generátory hodnoty**⁶⁶ podniku se budou moct odchýlit od svých původních hodnot na začátku nájmu.

Lze se přesvědčit, že nezahrnutí korekce hodnoty do výpočtu úhrnné výše nájemních plateb není žádoucí. Tento postup bude rozebrán ve zbytku této kapitoly.

Nechť

$$VL_0 = VI(0, T).^{67}$$

K vyhodnocení vhodnosti použití této logiky bude použit limitní výpočet funkce ČSH dané vztahem z předchozí podkapitoly, tedy:

$$\text{ČSH}(VI(0, T)) = VI(0, T) - VL_0 + E(V_T) \times (1 + r_i)^{-T} - V_{CFD} \times (1 + r_f)^{-T}.$$

Spočítány budou limity funkce ČSH pro:

- 1) $E(V_T)$ blíží se nekonečnu;
- 2) $E(V_T)$ blíží se nule;
- 3) $E(V_T)$ blíží V_0 .

Předchozí vyjádření funkce ČSH upravíme a následně vypočítáme příslušné limity:

$$\begin{aligned} \text{ČSH}(VI(0, T)) &= VI(0, T) - VL_0 + E(V_T) \times (1 + r_i)^{-T} - V_0 \times (1 + r_f)^{-T} = \\ &= -VL_0 + V_0 - \left[V_0 - \sum_{n=1}^T \frac{V_0 \times r_f}{(1 + r_f)^n} \right] = \sum_{n=1}^T \frac{V_0 \times r_f}{(1 + r_f)^n} - VL_0 = \end{aligned}$$

⁶⁵ Pokud není významná část pohledávek nedobytná/zboží neprodejná.

⁶⁶ Zisková marže, investiční náročnost apod. viz např. Mařík (2011a).

⁶⁷ Tedy současná hodnota nájemních plateb je rovna současné hodnotě FCFE za dobu nájmu (viz dřívější terminologie).

$$= \sum_{n=1}^T \frac{(VI(0,T) + E(V_T) \times (1+r_i)^{-T}) \times r_f}{(1+r_f)^n} - VL_0 = \sum_{n=1}^T \frac{(VI(0,T) + E(V_T) \times (1+r_i)^{-T}) \times r_f}{(1+r_f)^n} - VI(0,T).^{68}$$

Za realistických předpokladů:

- $r_i, r_f \in (-1, +\infty)$, a zároveň
- proměnné $VI(0,T)$, r_i , r_f , T s rostoucím $E(V_T)$ nabývají konstantních hodnot „mnohem nižších“ než $+\infty$,

lze na rovnici ČSH nahlížet jako na reálnou funkci jedné reálné proměnné $E(V_T)$. Nyní budou vypočteny limity pro zmíněné případy.

Ad1

$$\lim_{E(V_T) \rightarrow \infty} \sum_{n=1}^T \frac{(VI(0,T) + E(V_T) \times (1+r_i)^{-T}) \times r_f}{(1+r_f)^n} - VI(0,T) = \begin{cases} +\infty, & r_f > 0 \\ -VI(0,T), & r_f = 0 \\ -\infty, & r_f \in (-1, 0) \end{cases}$$

Limita funkce ČSH v tomto případě (za předchozích podmínek, viz výše) bude nulová jen tehdy, pokud hodnota r_f bude rovna nule a zároveň hodnota $VI(0,T)$ – hodnota investičního projektu nájmu podniku (před platbou nájemného) – bude rovna nule.

Ad2

$$\lim_{E(V_T) \rightarrow 0} \sum_{n=1}^T \frac{(VI(0,T) + E(V_T) \times (1+r_i)^{-T}) \times r_f}{(1+r_f)^n} - VI(0,T) = -VI(0,T) \times (1+r_f)^{-T}$$

Limita funkce ČSH v tomto případě (za předchozích podmínek, viz výše) bude nulová jen tehdy, pokud hodnota $VI(0,T)$ bude rovna nule.

Ad3

$$\begin{aligned} \lim_{E(V_T) \rightarrow V_0} \sum_{n=1}^T \frac{(VI(0,T) + E(V_T) \times (1+r_i)^{-T}) \times r_f}{(1+r_f)^n} - VI(0,T) &= \\ &= \lim_{E(V_T) \rightarrow V_0} \sum_{n=1}^T \frac{V_0 \times r_f}{(1+r_f)^n} - V_0 + E(V_T) \times (1+r_i)^{-T} = V_0 \times \left[(1+r_i)^{-T} - (1+r_f)^{-T} \right] \end{aligned}$$

Limita funkce ČSH v tomto případě (za předchozích podmínek, viz výše) bude nulová jen tehdy, pokud hodnota V_0 bude rovna nule nebo hodnota r_i bude rovna hodnotě r_f .

Nájem jako investiční projekt

Z předchozího textu plyne závěr, že ČSH bude při navržené konstrukci hodnoty nájmu bez zahrnutí dopadu korekce nulová pouze v několika specifických případech. Všechny ostatní případy budou pro jednu ze stran už na začátku transakce nevýhodné.

⁶⁸ Rozdíl v tomto postupu oproti navrženému postupu v závěru kapitoly 8.3 spočívá v poslední substituci VL_0 za $VI(0,T)$, která by v dříve navrženém postupu nebyla možná.

8.5 Ocenění nájmu

V předešlých kapitolách byl dvěma způsoby odvozen vztah pro ocenění nájmu, a to:

- 1) pomocí ocenění hypotetického derivátového portfolia a
- 2) pomocí čisté současné hodnoty investičního projektu.

Oba přístupy docházejí ke stejnému závěru, a tedy že k ocenění současné hodnoty nájemních plateb bude možné použít vztah:

$$VL_0 = VI(0, T) + E(V_T) \times (1 + r_i)^{-T} - V_{CFD} \times (1 + r_f)^{-T}.$$

VL_0 ... současná hodnota všech nájemních plateb

$VI(0, T)$... současná hodnota FCFE podniku za dobu trvání nájmu

$E(V_T)$... očekávaná hodnota podniku na konci nájmu (v čase T)

V_{CFD} ... stanovená hodnota podniku, vůči které bude v na konci nájmu posuzována skutečná hodnota podniku

r_i ... náklady vlastního kapitálu

r_f ... tržně bezriziková výnosová míra (zohledňující kreditní riziko pronajímatele)

T ... doba trvání nájmu

Slovní interpretace uvedeného vztahu může být potom například následující:

Současná hodnota nájemních plateb z titulu nájmu podniku je rovna současné hodnotě volných cash flow podniku pro vlastníky (či nájemce) po dobu trvání nájmu se zohledněním hodnoty rizika plynoucího ze změny hodnoty podniku při jeho navrácení pronajímateli na konci nájmu.

Pomocí přepočtu na ekvivalent roční anuity bude možné spočítat také roční nájemní platby. K takovému výpočtu bude vhodné zohlednit kreditní riziko nájemce.

Jak dále vyplývá z modelu, může nastat situace, ve které bude VL_0 záporná, což by znamenalo, že by měl pronajímatel za dočasné přenechání podniku platit určitý obnos nájemci.

V závislosti na tom, kdo bude hradit nájemní platby, by měla být zvolena přírážka za kreditní riziko protistrany pro přepočet na roční anuitu.

Konstrukce transakce pachtu závodu v ČR

V odvozeném vztahu pro VL_0 je zahrnuta hodnota závěrečné korekce, u které se předpokládá, že:

- 1) strany nájmu podniku budou schopny určit hodnotu V_{CFD} a zakotvit ji do smlouvy;
- 2) bude možné podnik na konci nájmu konsenzuálně ocenit a porovnat ocenění s V_{CFD} .

Je otázkou, nakolik je především druhý bod v praxi realizovatelný. Účelné se zdá být zahrnutí externího subjektu, který by plnil roli arbitra, ale také zajištění například dostupnosti tohoto arbitra po celou dobu pachtu.

Vliv odlišného očekávání pronajímatele a nájemce

Posledním bodem této kapitoly 8 bude krátké shrnutí dopadu odlišného očekávání smluvních stran na předložený oceňovací model.

Ať už je obecně motiv nájmu jakýkoli, lze předpokládat, že k transakci dojde právě proto, že každá ze stran bude mít odlišné očekávání ohledně budoucí výkonnosti podniku, případně také z důvodu možných očekávaných synergií (pozitivních/negativních), či jiných důvodů. Tento fakt není nijak limitující, neboť mohou každá ze stran tato očekávání zahrnout do svých vlastních projekcí, a výsledná hodnota nájmu bude výsledkem vzájemného vyjednávání.

Touto problematikou se bude blíže zabývat kapitola 9.2 – Finančně-ekonomické motivy.

V následující kapitole bude následovat zhodnocení motivů zúčastněných stran k nájmu podniku.

Kapitola 9

Motivy nájmu podniku

V této části práci bude pojednáno o motivech jednotlivých stran k nájmu podniku.

Protože nebyla nalezena literatura, která by na otázku motivů nájmu podniku dávala přesvědčivou odpověď, bude tato kapitola postavena především na analogii a dedukci motivů nájmu podniku z běžnějších situací, dále na analýze navrženého oceňovacího modelu nájmu, a také bude zmíněn jeden z možných právních motivů.

Motivy budou rozděleny do několika kategorií:

- (i) **motivy obecné;**
- (ii) **motivy finančně-ekonomické;**
- (iii) **motivy právně-ekonomické.**

Do kategorie obecných motivů budou spadat ty motivy, které vyplývají z obecné myšlenkové koncepce nájmu podniku.

Do kategorie finančně-ekonomických motivů budou spadat motivy vyplývající z teorie financí podniku v přímé návaznosti na navrženou konstrukci metody ocenění nájmu podniku.

V kategorii právně-ekonomických motivů bude jmenován pouze jeden z motivů.

Může jistě existovat také řada dalších motivů; v této práci se omezíme pouze na tyto tři zmíněné kategorie.

9.1 Obecné motivy – odvození pomocí analogie

Koupit, nebo si najmout?

Položme si otázku, jaké jsou motivy nájmu jiných aktiv, například bytů. Myšlenkový pochod „*Nepražana*“, který dokončuje své studium na vysoké škole, by mohl být například tento:

„Můj dnešní mezní užitek z každého dalšího stráveného dne ve sdíleném bytě je hluboce pod mezními náklady na takové spolubydlení.“

- 1) *Chtěl bych si koupit vlastní byt, třeba v Hrdlořezích. (okamžité zvýšení užitku)*
- 2) *Ceny bytů v Praze jsou teď vysoké, takže by musela být hypotéka, a ne zrovna nízká! (kapitálová náročnost)*
- 3) *Navíc, co když bydlení v Hrdlořezích nebude tak báječné, a jinde by se za stejnou cenu bydlelo lépe? (informační asymetrie – nejistota/riziko)*
- 4) *Možná bych se měl v této lokalitě podívat spíš na nájmy a zkusit si to jen na chvíli. Když mi bude lokalita vyhovovat, mohl bych případně poptat majitele, zda by nechtěl byt prodat, abych se nemusel stěhovat. (budoucí koupě, resp. možnost opce na budoucí koupi/prodej v kontextu podniků, viz kap. 9.1.3)*
- 5) *A co když se za rok odstěhuju do zahraničí? Vyplatí se mi brát si hypotéku a byt kupovat? (možné dodatečné transakční náklady/exit value investice)“*

Předchozí logická úvaha bude v následujícím textu aplikována na nájem podniku.

9.1.1 Okamžité zvýšení užitku, kapitálová náročnost

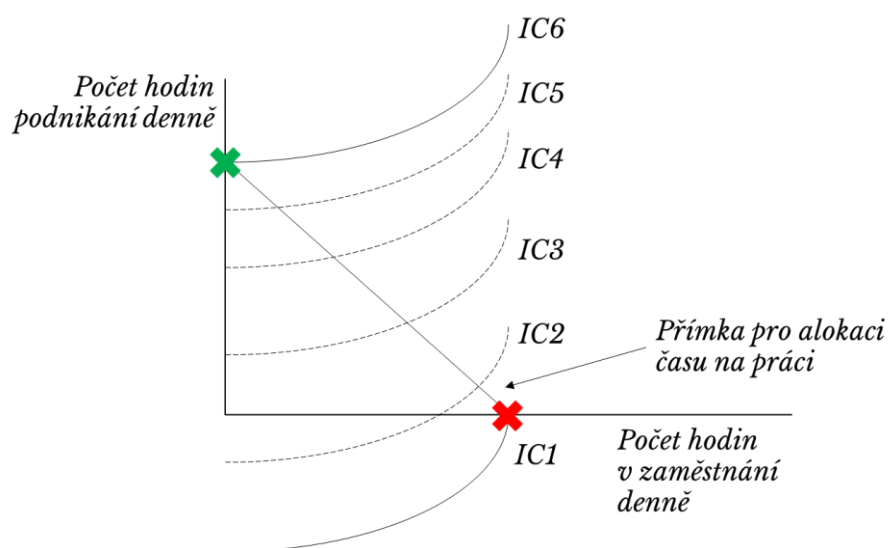
Příklad A

Osoba A se rozhoduje mezi zaměstnáním a podnikáním. Osoba A je v současnosti zaměstnaná, nicméně požitky ze zaměstnání pro ni představuje statek s negativní preferencí, zatímco požitky z podnikatelské činnosti statek s pozitivní preferencí.

Uvažujme, že obě činnosti jsou ve výsledku (po odečtení nákladů na kapitál) stejně výnosné a rozhodování o alokaci času probíhá čistě na základě subjektivního hodnocení užitku z těchto dvou statků. Situaci lze potom zakreslit do grafu a zhodnotit pomocí indifferenční analýzy⁶⁹:

⁶⁹ Teorie mikroekonomie viz např. Holman (2018).

Graf 1: Indiferenční analýza – Příklad A



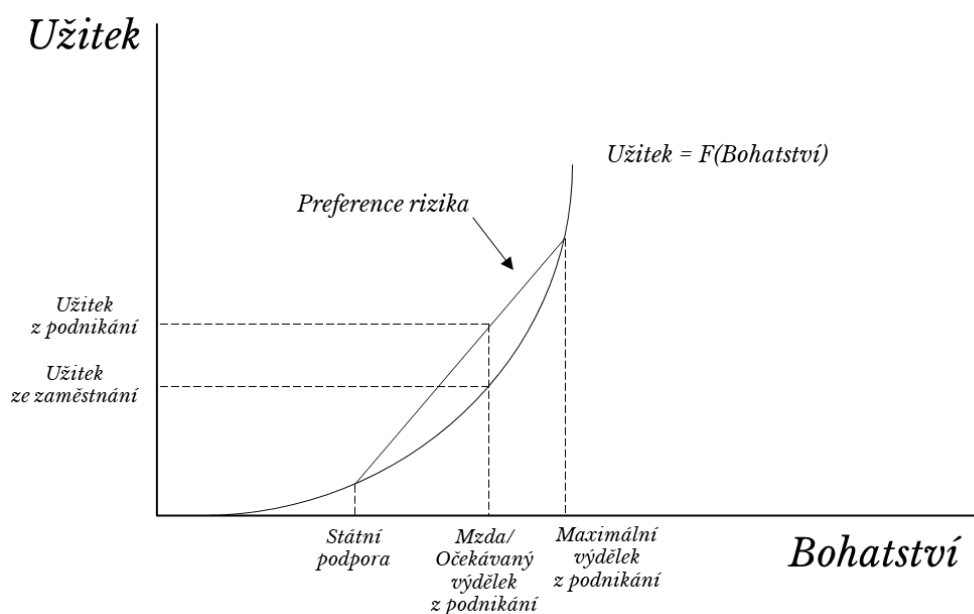
Zdroj: vlastní zpracování.

Na grafu je vidět negativní preference zaměstnání. Osoba A se v současnosti nachází v bodě červeného kříže na indifferenční křivce IC1. Její optimum, vzhledem k omezenému časovému fondu, který je ochotna věnovat práci, je v bodě zeleného kříže na indifferenční křivce IC6. Jedná se o rohové řešení indifferenční analýzy. Žádná jiná kombinace alokace času (viz Přímka pro alokaci času) nedává osobě A větší uspokojení.

Podnikání představuje pro osobu A také počáteční kapitálové výdaje, na které však nemá prostředky a nemá také přístup k dluhovému financování. Proto setrvává osoba A stále na indifferenční křivce IC1.

Dalším motivem pro preferenci podnikání při rozhodování mezi zaměstnáním a podnikáním by mohlo být rozhodování za riziko; v tomto konkrétním případě by se jednalo o **preferenci rizika** podnikatelské činnosti. Situace je znázorněna na dalším grafu:

Graf 2: Rozhodování za riziko – Příklad A – preference rizika



Zdroj: vlastní zpracování.

Graf naznačuje, že je osoba A rizikově averzní (konvexní tvar grafu funkce užitku). Větší užitek bude mít z podnikatelské činnosti, i když bude dosahovat stejného výdělku – bohatství.

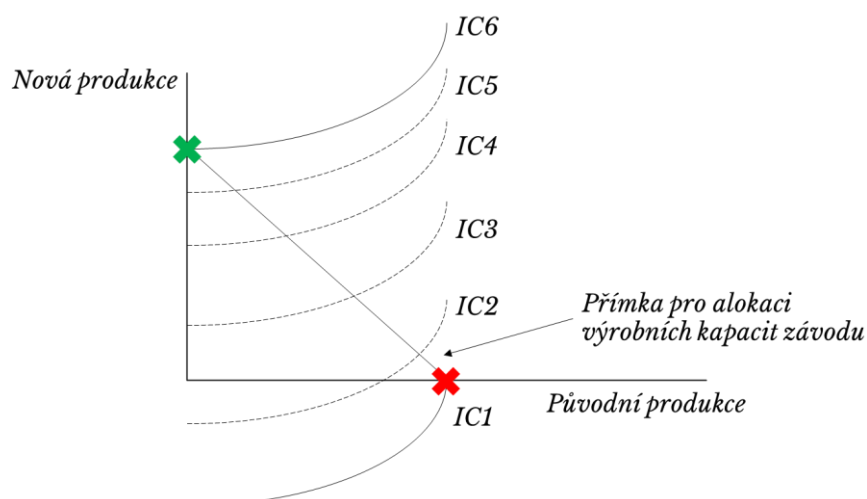
Příklad B

Osoba B vlastní výrobní podnik, který pravidelně dosahuje zisků. Uvažujme příklad, že osoba B má sice užitek ze zisků, avšak negativní užitek z toho, co podnik produkuje, například ve smyslu společenském (tj. lze uvažovat například výrobu levného zboží nízké kvality). Osoba B nechce podnik prodat, nedaří se jí však nalézt jiný způsob provozu, který by shledávala za společensky přijatelnější, a tím i sama měla větší celkový užitek.

Osoba A (z předchozího příkladu) má zkušenosti s jinými trhy, a proto by byla na rozdíl od osoby B schopna změnit zaměření podniku bez poklesu ziskovosti. Osoba B se proto domluví s osobou A na nájmu podniku.

Přestože osoba B vydělala na nájemném v absolutním vyjádření méně než z vlastního provozu, její příjem byl však stabilní po celou dobu trvání nájmu; osoba B si na začátku nájmu spočítala, že čistá současná hodnota obou variant je pro ni srovnatelná. Protože ale přestalo být jméno osoby B spojováno s nekvalitní produkcí, zvýšil se jí takto jednorázově celkový užitek. Tuto situaci lze zakreslit do grafu analogicky:

Graf 3: Indiferenční analýza – Příklad B



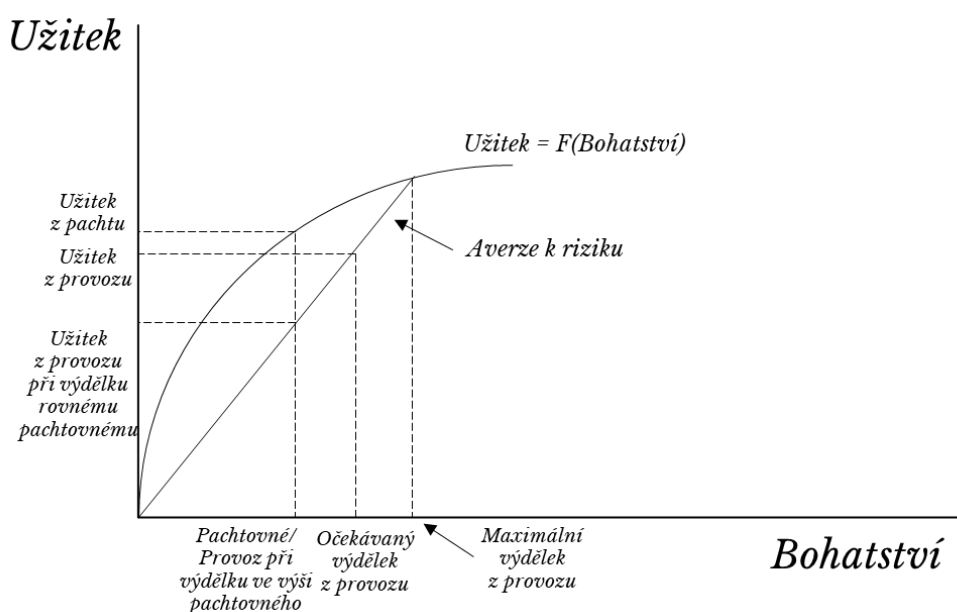
Zdroj: vlastní zpracování.

Jak plyne z grafu, osoba B se dokázala dostat z nejnižší položené indifferenční křivky *IC1* na křivku *IC6*.

Obdobně jako v předchozím případě lze uvažovat, že se bude osoba B při rozhodování řídit rizikovými preferencemi:

Protože je příjem z nájmu již zasmulvněný, nepodléhá jeho výše tržním vlivům (pokud pro zjednodušení uvažujeme fixní částku), a osoba B ho tedy považuje za tržně bezrizikový. Pokud by bylo jejím cílem také **snížení rizika**, vypadala by situace přibližně následovně:

Graf 4: Rozhodování za riziko – Příklad B – averze k riziku



Zdroj: vlastní zpracování.

Jak ukazuje graf, i vyšší očekávaný výdělek – bohatství osoby B z vlastního provozu jí přináší nižší užitek než nájem.

Shrnutí

Jak bylo demonstrováno na předchozích dvou příkladech, **obě strany nájmem okamžitě zvýšily svůj celkový užitek.**

Zároveň bylo ukázáno, že k tomuto řešení mohlo dojít také z důvodu **nedostatku, kapitálu u osoby A** a současné **absenci potřeby dodatečného kapitálu (likvidity) na straně osoby B.**

9.1.2 Informační asymetrie

Uvažujme znovu příklady A a B. Osoba B nyní nabídne osobě A prodej podniku a zároveň půjčku na jeho koupi. Vedle této možnosti nabídne osobě A také nájem.

Osoba A zatím nemá žádné zkušenosti s podnikáním. Ráda by nejdříve získala zkušenosti s podnikáním a tímto odvětvím a až následně by se rozhodla, zda založit/koupit vlastní firmu. V tuto chvíli také nemá osoba A jistotu, že technika v pronajatém podniku je dostatečně vhodná pro její budoucí plány.

Navržená kupní cena je tedy pro osobu A příliš vysoká vzhledem k její nejistotě, avšak nižší cenu není osoba B schopna akceptovat. Osoba A bude proto preferovat nájem.

9.1.3 Možnost opce

Příklad X

Osoba X vlastní výrobní podnik. V minulosti uzavřel tento podnik řadu dlouhodobých kontraktů, které jsou pro něho dnes již nevýhodné anebo v sobě nesou značná rizika (tj. za určitých konkrétních okolností by tyto smlouvy mohly představovat značné dodatečné náklady). Příkladem mohou být například ustanovení omezující změnu vlastníka, případně ručení současného vlastníka, poplatky za předčasné ukončení těchto smluv aj.

Osoba X by ráda podnik prodala, nicméně riziko nevýhodných kontraktů značně snižuje hodnotu podniku pro možného kupce ve srovnání s hodnotou, kterou má nyní podnik pro osobu X. Pokud tedy osoba X nechce přistoupit na mizivou, příp. zápornou kupní cenu, je pro ni nejvýhodnější setrvat v pozici vlastníka podniku. Podnik se zdá být neprodejný.

Příklad Y

Osoba Y podniká ve stejném odvětví jako osoba X, avšak na teritoriálně jiných trzích.

Osoba Y by chtěla koupit podnik od osoby X, ale vzhledem k rizikům, která jsou s tímto podnikem spojena, není schopna akceptovat cenu, kterou protistrana navrhuje.

Osoba Y věří, že by byla schopna vyjednat nové, lepší podmínky rizikových smluv. Nabídne proto osobě X, že od ní koupí dvouletou opci na koupi podniku za cenu, kterou osoba X dříve navrhla. Spolu s tím by si osoba Y tento podnik pouze najala na tyto dva roky. Pokud by se osobě Y nepodařilo vyjednat lepší podmínky, byla by pro ni koupě nevýhodná i po dvou letech, a opci by neuplatnila. V každém případě by už po dobu těchto dvou let mohla sbírat zkušenosti na novém trhu, což jí kompenzuje náklady vzniklé při vyjednávání nových smluv.

Shrnutí

Jak naznačily příklady X a Y, **nájem podniku v kombinaci s kupní opcí** může být řešením komplexních podnikových transakcí. Ve zmíněných příkladech se jednalo o problém, který omezuje prodejnost podniku.

Lze také předpokládat, že podobné situace mohou vznikat spíše na trzích s omezenou nabídkou a/nebo poptávkou.

9.1.4 Exit value

Uvažujme znovu příklady X a Y. V prodávané společnosti nyní nejsou žádná smluvní rizika. Dále uvažujme, že hlavním důvodem, proč by chtěla osoba Y podnik koupit, je například rozvinutá distribuční síť, díky níž by mohla proniknout na nový trh se svými ostatními produkty, které její firmy úspěšně dodávají na jiné trhy.

Osoba Y zatím nemá na akvizici potřebný kapitál, který bude teprve v budoucnu získávat od místních bank. Současně si není jistá, zda budou její ostatní produkty na novém trhu úspěšné. Kdyby úspěšné nebyly, trh by opustila.

V případě neúspěchu by musela osoba Y počítat navíc také s náklady na prodej podniku a ukončení financování, která snižují jeho případnou exit value, a tedy výhodnost celé investice. Kdyby byla pro osobu Y z hlediska ekonomické efektivnosti investice (s přihlédnutím k možnému opuštění trhu) výhodnější varianta nájmu spojená s opcí na budoucí koupi, o vzniklý rozdíl by se mohla částečně podělit s pronajímatelem – osobou X. Z pohledu osoby Y by mohl být nájem rovněž ekonomičtější alternativou.

9.2 Finančně-ekonomické motivy

V této části se bude pozornost ubírat na dříve navržený vztah pro výpočet nájemních plateb. Připomeňme tedy znovu vzorec pro současnou hodnotu všech nájemních plateb:

$$VL_0 = VI(0, T) + E(V_T) \times (1 + r_i)^{-T} - V_{CFD} \times (1 + r_f)^{-T}.$$

Nyní pomocí umořovatele (u) převedeme současnou hodnotu na anuitu:

$$L_n = VL_0 \times u = \left[VI(0, T) + E(V_T) \times (1 + r_i)^{-T} - V_{CFD} \times (1 + r_f)^{-T} \right] \times \frac{r_f}{1 - (1 + r_f)^{-T}}.$$

L_n ...roční nájemní platba

u ... umořovatel (uvažujeme polhůtní roční platby)

r_f ... tržně bezriziková diskontní míra⁷⁰

Základní tezí budiž tvrzení, že obě strany se dohodnou na roční výši nájemného, bude-li pronajímatel ochoten přijmout výši nájemného menší nebo rovnu výši nájemného přijatelnou nájemcem:

$$(L_n)^{Pr.} \leq (L_n)^{Náj.},$$

Pokud obě strany uvažují stejnou diskontní míru pro výpočet anuity (r_f), musí také platit nerovnost:

$$(VL_0)^{Pr.} \leq (VL_0)^{Náj.}.$$

Tento vztah bude východiskem pro následující podkapitoly.

9.2.1 Subjektivní a tržní elementy

Připomeňme zápis hodnoty syntetizovaného portfolia ke konci nájmu (viz kap. 8.3):

$$\begin{aligned} & \left[\sum_{n=0}^T L_n \times (1 + r_f)^{T-n} \right] + V_T + (V_{CFD} - V_T) - V_0 \times (1 + r_f)^T + \\ & + \left[\sum_{n=0}^T E(FCFE_n) \times (1 + r_i)^{-n} \right] \times (1 + r_f)^T + V_T. \end{aligned}$$

Nyní přidáme značení „TR“ veličinám, které byly dříve uvažovány jako **tržní** veličiny, tj. hodnoty byly bilaterálně *uznané* pro účel alespoň jedné transakce. Označení „IN“ naopak těm veličinám, u kterých musí obě strany zvažovat jejich **subjektivní – investiční** hodnotu.

⁷⁰ Tato diskontní míra by logicky měla zohledňovat kreditní profil pachtýře, tedy míru rizika neplacení pachtovného, příp. platbu kompenzace při znehodnocení majetku. Vzhledem k tomu, že i hospodaření s propachtovaným majetkem může zhoršit/zlepšit celkový kreditní profil pachtýře, měl by být, alespoň teoreticky, i v této míře zohledněn vliv výkonnosti propachtovaného závodu. Tato diskontní míra je shodná s mírou použitou k diskontování V_{CFD} , protože tento člen v rovnici fakticky označuje současnou hodnotu kompenzace při úplném znehodnocení podniku, tedy budoucí podmíněný závazek/pohledávku.

$$\left[\sum_{n=0}^T L_n \times (1 + r_f)^{T-n} \right] + (V_T)_{TR} + (V_{CFD} - (V_T)_{TR}) - (V_0)_{TR} \times (1 + r_f)^T + \\ + \left[\sum_{n=0}^T E(FCFE_n) \times (1 + r_i)^{-n} \right]_{TR} \times (1 + r_f)^T + (V_T)_{IN}.^{71}$$

Jedinou veličinou, kterou lze v předchozím zápisu portfolia uvažovat v její investiční hodnotě, je **hodnota navraceného podniku** na konci nájmu (při odvození portfolia se jednalo o hodnotu podniku koupeného na forward).

V tomto zápisu je však stále zahrnutý předpoklad, že pronajímatel i nájemce mají shodné (tržní) očekávání ohledně **cash-flow podniku po dobu nájmu** (druhá hranatá závorka). Jejich případná odlišná očekávání lze zahrnout do vztahu následující úpravou (zvýrazněno):

$$\left[\sum_{n=0}^T L_n \times (1 + r_f)^{T-n} \right] + (V_T)_{TR} + (V_{CFD} - (V_T)_{TR}) - (V_0)_{TR} \times (1 + r_f)^T + \\ + \left[\sum_{n=0}^T E(FCFE_n) \times (1 + r_i)^{-n} \right]_{TR} \times (1 + r_f)^T + (V_T)_{IN} - \\ - \left[\sum_{n=0}^T E(FCFE_n) \times (1 + r_i)^{-n} \right]_{IN} \times (1 + r_f)^T + \left[\sum_{n=0}^T E(FCFE_n) \times (1 + r_i)^{-n} \right]_{TR} \times (1 + r_f)^T.$$

Tato úprava ukazuje, že se jedna ze stran vzdává svých subjektivních volných cash flow podniku po dobu trvání nájmu (třetí hranatá závorka) a získává místo nich tržní hodnotu těchto cash flow prostřednictvím forwardového kontraktu (čtvrtá hranatá závorka).

Protože se nyní jedná o hodnotu portfolia ke **konci** nájmu, celý výraz pro další potřeby diskontujeme k **počátku** nájmu a zjednodušíme:

$$\left[\sum_{n=0}^T L_n \times (1 + r_f)^{-n} \right] + V_{CFD} \times (1 + r_f)^{-T} - (V_0)_{TR} + (V_T)_{IN} \times (1 + r_i)^{-T} + \\ + 2 \times \left[\sum_{n=0}^T E(FCFE_n) \times (1 + r_i)^{-n} \right]_{TR} - \left[\sum_{n=0}^T E(FCFE_n) \times (1 + r_i)^{-n} \right]_{IN}.$$

Dle předchozího textu a pro zjednodušení nahradíme první hranatou závorku – současnou hodnotu nájemních plateb označením VL_0 a ostatní hranaté závorky – diskontovaná cash flow po dobu nájmu nahradíme označením $VI(0, T)$:

$$VL_0 + V_{CFD} \times (1 + r_f)^{-T} - (V_0)_{TR} + (V_T)_{TR} \times (1 + r_i)^{-T} + 2 \times VI(0, T)_{TR} - VI(0, T)_{IN}.$$

⁷¹ Jedná se o portfolio sestavené z (i) úvěru, jehož výše je známí oběma stranám, (ii) CFD derivát, k jehož vypořádání je potřeba tržní hodnota, případně hodnota akceptovatelná pro obě strany, a nakonec (iii) nákup podniku na forward, kde jedna strana se vzdává aktiva (podniku) a druhá strana aktivum získává.

Protože je budoucí hodnota podniku V_T na začátku neznámá, nahradíme ji očekávanou (v souladu s kap. 8.3) a celé portfolio dáme do poměru s hodnotou výchozího portfolia, tedy investiční hodnotou podniku k začátku nájmu⁷²:

$$VL_0 + V_{CFD} \times (1 + r_f)^{-T} - (V_0)_{TR} + E(V_T)_{TR} \times (1 + r_i)^{-T} + 2 \times VI(0, T)_{TR} - VI(0, T)_{IN} = (V_0)_{IN}.$$

Nakonec z rovnice vyjádříme hodnotu nájmu VL_0 :

$$VL_0 = (V_0)_{IN} - V_{CFD} \times (1 + r_f)^{-T} + (V_0)_{TR} - E(V_T)_{TR} \times (1 + r_i)^{-T} - 2 \times VI(0, T)_{TR} + VI(0, T)_{IN}.$$

S tímto vztahem budeme pracovat v následujících kapitolách.

9.2.2 Odlišná očekávání – pronajmout či nepronajmout?

Jak bylo popsáno v úvodu této kapitoly 9.2, pro hodnotu nájmu bude platit:

$$(VL_0)^{Pr.} \leq (VL_0)^{Náj.}$$

Po dosazení vztahu ze závěru předchozí podkapitoly získáváme nerovnost:

$$\begin{aligned} & (V_0)_{IN}^{Pr.} - V_{CFD} \times (1 + r_f)^{-T} + (V_0)_{TR}^{Pr.} - E(V_T)_{IN}^{Pr.} \times (1 + r_i)^{-T} - 2 \times VI(0, T)_{TR}^{Pr.} + VI(0, T)_{IN}^{Pr.} \\ & \leq (V_0)_{IN}^{Náj.} - V_{CFD} \times (1 + r_f)^{-T} + (V_0)_{TR}^{Náj.} - E(V_T)_{IN}^{Náj.} \times (1 + r_i)^{-T} - 2 \times VI(0, T)_{TR}^{Náj.} + VI(0, T)_{IN}^{Náj.}. \end{aligned}$$

Jednotlivé složky v tržních hodnotách jsou logicky shodné pro obě strany stejně jako smluvní veličina V_{CFD} . Tyto hodnoty lze tedy odečíst od obou stran nerovnice (diskontní míry uvažujeme taktéž shodné pro obě strany):

$$(V_0)_{IN}^{Pr.} + VI(0, T)_{IN}^{Pr.} - E(V_T)_{IN}^{Pr.} \times (1 + r_i)^{-T} \leq (V_0)_{IN}^{Náj.} + VI(0, T)_{IN}^{Náj.} - E(V_T)_{IN}^{Náj.} \times (1 + r_i)^{-T}.$$

Dále víme⁷³, že:

$$V_0_{IN} = VI(0, T)_{IN} + E(V_T)_{IN} \times (1 + r_i)^{-T},$$

proto lze nerovnici upravit do tvaru:

$$VI(0, T)_{IN}^{Pr.} \leq VI(0, T)_{IN}^{Náj.}.$$

⁷² V dřívějších kapitolách byla zvažována neostrá nerovnost jako podmínka výhodnosti transakce. Zde uvažujeme už jen rovnost, tedy hraniční podmínku přijatelnosti.

⁷³ Viz kap. 8.3, pozn. pod čarou č. 61.

Slovní interpretace: Čím nižší bude očekávaná současná hodnota cash flow nájemce pronajímatele oproti nájemci, tím výhodnější bude pro pronajímatele podnik pronajmout nežli si ho ponechat.⁷⁴

9.2.3 Odlišná očekávání – prodat či pronajmout?

V předchozí podkapitole byla zvažována situace, kdy strany rozhodovaly o tom, zda vůbec transakci s podnikem uskutečnit. V této podkapitole bude východiskem situace, kdy se strany rozhodují mezi prodejem/koupí na jedné straně a nájmem na straně druhé.

Připomeneme rovnost dvou portfolií z minulé podkapitoly, ve kterém byla poměřována hodnota syntetizovaného portfolia se subjektivní hodnotou:

$$VL_0 + V_{CFD} \times (1 + r_f)^{-T} - (V_0)_{TR} + E(V_T)_{TR} \times (1 + r_i)^{-T} + 2 \times VI(0, T)_{TR} - VI(0, T)_{IN} = (V_0)_{IN}.$$

Pokud však budou strany v situaci, kdy se rozhodují mezi prodejem/koupí a nájmem, budou poměřovat syntetizované portfolio s hodnotou podniku, za kterou jsou schopny na trhu uskutečnit prodej/nákup – řekněme tedy s tržní hodnotou:

$$VL_0 + V_{CFD} \times (1 + r_f)^{-T} - (V_0)_{TR} + E(V_T)_{TR} \times (1 + r_i)^{-T} + 2 \times VI(0, T)_{TR} - VI(0, T)_{IN} = (V_0)_{TR}$$

Analogicky s předchozí podkapitolou po vyjádření VL_0 a dosazení do nerovnice z úvodu kapitoly 9.2 získáme vztah:

$$\begin{aligned} & -V_{CFD} \times (1 + r_f)^{-T} + 2 \times (V_0)_{TR}^{Pr.} - E(V_T)_{IN}^{Pr.} \times (1 + r_i)^{-T} - 2 \times VI(0, T)_{TR}^{Pr.} + VI(0, T)_{IN}^{Pr.} \\ & \leq -V_{CFD} \times (1 + r_f)^{-T} + 2 \times (V_0)_{TR}^{Náj.} - E(V_T)_{IN}^{Náj.} \times (1 + r_i)^{-T} - 2 \times VI(0, T)_{TR}^{Náj.} + VI(0, T)_{IN}^{Náj.} \end{aligned}$$

Opět odečteme tržní a smluvní veličiny od obou stran nerovnice a dostáváme novou nerovnost:

$$-E(V_T)_{IN}^{Pr.} \times (1 + r_i)^{-T} + VI(0, T)_{IN}^{Pr.} \leq -E(V_T)_{IN}^{Náj.} \times (1 + r_i)^{-T} + VI(0, T)_{IN}^{Náj.}$$

Tato nerovnice říká, že pokud se strany rozhodují mezi prodejem/koupí podniku a nájmem, potom k vyšší výhodnosti nájmu oproti koupi/prodeji povede:

- vyšší očekávaná subjektivní hodnota podniku po navrácení pronajímatelem oproti nájemci;
- nižší očekávaná hodnota cash flow po dobu nájmu pronajímatelem oproti nájemci.

⁷⁴ K tomuto závěru lze dojít také přístupem popsáním v kap. 8.4. Tento závěr není nijak překvapivý, přesto je však názorem autora, že bylo vzhledem k ostatnímu textu vhodné zmínit i toto složitější odvození.

9.2.4 Odlišná očekávání, opční a kvazi-opční hodnota

Jako zdroje odlišných očekávání lze uvažovat například:

- výhodné kontrakty/tendery, nepřístupné zbytku trhu;
- pozitivní/negativní synergie všeho druhu⁷⁵.

Dalším prvkem může být ale také tzv. *opční hodnota*, případně *kvazi-opční hodnota* aktiva, která se jako pojem vyskytuje v ekonomické literatuře zejména v oblasti environmentální ekonomie.⁷⁶

Opční a kvazi-opční hodnota

Opční hodnotu popsal ve svém článku Weisbrod (1964) jako hodnotu daného statku, kterou mu spotřebitelé subjektivně přisuzují, aby byla zachována jeho dostupnost i v budoucnu. Opční hodnota tedy existuje u statků, které chtějí dnešní spotřebitelé kupovat i v budoucnu.

Dále Olsen (1975) zmiňuje ve svém článku výpočet opční hodnoty (*OV*) jako rozdíl maximální možné (subjektivní) hodnoty kupní opce na daný statek (*OP*) a očekávané výše spotřebitelova přebytku (*CS*; angl. *consumer's surplus*):

$$OV = OP - E(CS).$$

Kvazi-opční hodnotu definují Arrow a Fisher (1974) jako hodnotu získanou vyčkááním na dodatečnou informaci před tím, než je rozhodnuto o investici.

Jak také shrnují ve své práci autoři Costello a Kolstad (2016), kvazi-opční hodnota například v kontextu přírodních zdrojů zachycuje nejistotu ohledně budoucího uplatnění vytěžitelného přírodního zdroje.

Rozvíjením myšlenek kvazi-opční hodnoty Arrowa a Fishera se zabývala již celá řada autorů pomocí různých modelů, z nichž nejvýstižnější se zdá být slovní interpretace Chavase a Mullarkeyho (2002). V jejich podání, *učení* představuje získávání informací. Učení (například ohledně konkrétního problému) potom má hodnotu v budoucnu pouze tehdy, pokud dnešní rozhodnutí o daném problému je v budoucnu vratné – zrušitelné. Naopak učení nemá hodnotu v budoucnu v případě, že dnešní rozhodnutí už je v budoucnu nevratné. Pokud se tedy budou preferovat vratná rozhodnutí oproti nevratným, je získána dodatečná flexibilita efektivněji reagovat na budoucí poznání – nové informace. V tomto kontextu lze tedy připomenout předchozí příklad ohledně oddálení těžby zdrojů, u kterých je možné čekat lepší budoucí uplatnění. Tímto

⁷⁵ Viz např. Mařík (2011a, s. 457-460).

⁷⁶ Viz např. Maler a Vincent (2005) nebo Arrow a Fisher (1974).

přístupem oddalování některých rozhodnutí je získána dodatečná hodnota, tj. kvazi-opční hodnota.

Patrným rozdílem mezi opční a kvazi-opční hodnotou je, že zdrojem opční hodnoty je averze spotřebitele k riziku budoucího nedostatku, zatímco kvazi-opční hodnota je postavena na nejistotě jako takové. Zdá se tedy, že opční hodnotu lze u konkrétního subjektu vyčíslit již v současnosti, zatímco kvazi-opční hodnota je měřitelná teprve v momentě, kdy je v budoucnu v podmínkách lepší informovanosti učiněno nevratné rozhodnutí, jenž bylo dříve odloženo.

V tomto pojetí se tedy ukazuje, že opční a kvazi-opční hodnota si vzájemně spíše nekonkurují, nýbrž se doplňují. Obě tak mohou být dalším elementem subjektivně vnímané hodnoty aktiv, tedy i podniků, jejich částí anebo specifických aktiv nutných k provozu podniku (například pozemků, jedinečné rozsáhlé infrastruktury apod.) Logickou úvahou lze také dovodit, že koncentrace aktiv s vysokou kvazi-opční hodnotou v rukou státu může být zdrojem politické moci (ropovody, plynovody, přenosové sítě, rozhlas, noviny apod.)

Opční a kvazi-opční hodnota tedy může být dalším motivem nájmu podniku.

Příklad Q

Osoba Q vlastní zemědělský podnik a nyní zvažuje jeho prodej. Součástí podniku je bezpočet pozemků v nedalekém okolí bydliště osoby Q a její rodiny.

Osoba Q dále věří, že by bylo možné v budoucnu dosáhnout změny územního plánu, a ze zmíněných zemědělských pozemků by se mohly stát stavební pozemky. Na těchto pozemcích by si potom mohly budoucí generace osoby Q postavit svá obydlí, čímž by potom osoba Q dosáhla maximalizace svého užitku.

Protože se osoba Q ale domnívá, že by se jeho rodina po prodeji podniku nadobro vzdala možnosti tyto pozemky kdykoli v budoucnu získat nazpět, ale zároveň už osoba Q nechce pokračovat v podnikání, nabídne svůj podnik raději na trhu nájmu.

Osoba Q se takto rozhodla kvůli opční (riziko nedostupnosti) i kvazi-opční (nedostatek informací) hodnotě pozemků, které byly v tomto příkladu součástí podniku.

9.3 Právně-ekonomické motivy

Diplomovou práci zakončíme krátkým zamyšlením nad možným právním motivem k nájmu podniku.

Právním motivem nájmu podniku by mohl být například probíhající či hrozící soudní spor extrémního charakteru, který by mohl mít dopad na vlastnická práva k aktivům prodávajícího podniku. V takové situaci lze uvažovat, že existuje investor, který by chtěl podnik koupit, nicméně určité specifické riziko je natolik vysoké, že ocenění podniku pro účely prodeje postrádá význam, dokud se daný problém nevyřeší. Přesto může být pro investora výhodné do té doby podnik provozovat, a proto může být také žádoucí použít nájem podniku v kombinaci s kupní opcí (viz 9.1.3). Na druhou stranu i tento motiv je ve výsledku pouze variací na téma kvazi-opční hodnoty, neboť teprve čas ukáže, jaká je skutečná hodnota takového podniku.

Kapitola 10

Závěr

Cílem teoretické části této diplomové práce bylo právní, účetní a daňové vymezení pachtu závodu. V tomto ohledu byl poskytnut důkladný rozbor dané problematiky.

V případě právního vymezení pachtu závodu byly identifikovány oblasti, ve kterých je současná úprava pachtu závodu nedostatečná či nejednoznačná. Při rozboru účetní stránky byly v případě ČÚS identifikovány případy situací při této transakci, pro které dosud neexistuje jasný účetní předpis. Dalším zjištěním bylo také to, že ČÚS 11 zcela nereflexuje změnu právní úpravy pachtu závodu dle NOZ, který nabyl účinnosti již v roce 2014.

V případě účetního zobrazení pachtu závodu podle standardů IAS/IFRS byla věnována pozornost především novému standardu IFRS 16, který budou některé účetní jednotky od roku 2019 aplikovat při sestavování účetních závěrek. Jak bylo demonstrováno v příslušných kapitolách, přináší standard IFRS 16 relativně značnou míru dodatečné komplexity při vykazování nájmu, potažmo pachtu závodu. Z hlediska zdanění nebyly identifikované žádné významné problematické oblasti.

Analytická část práce měla za cíl navrhnout model stanovení nájemného z propachtování obchodního závodu (tj. pachtovného) a zhodnotit motivy jednotlivých stran k pachtu závodu.

V případě modelu stanovení nájemného byly použity dva různé přístupy k jeho odvození. Prvním přístupem byl portfoliový přístup, který pro svou vyšší míru složitosti tvořil převážnou část analytické práce. Tento model byl postaven na vytvoření analogie mezi transakcí nájmu podniku a derivátem *equity swap*. Pomocí této analogie bylo sestrojeno hypotetické portfolio kombinující spot/forwardový kontrakt a CFD derivát, a oceněním

tohoto portfolia byl nakonec získán výsledný model pro stanovení nájemného. Dále byl poskytnut také investiční pohled na tuto problematiku, který však do jisté míry vycházel z již dříve získaných poznatků při odvozování modelu v portfoliovém přístupu. Tímto přístupem byl nájem podniku zhodnocen jako investiční projekt metodou čisté současné hodnoty, z níž byl následně odvozen také model pro stanovení nájemného. Oběma přístupy, tedy portfoliovým i investičním, bylo nakonec docíleno stejných výsledků.

Za hlavní přínos kapitol zabývajících se modelem ocenění bych označil obecně práci s rizikem. Jak totiž ostatně z této práce vyplynulo, lze pacht závodu označit za relativně komplexní problematiku, a proto právě schopnost správně zohlednit riziko v potřebné valuaci může být slabinou při nestandardní případech, které lze u takto již dost komplexní transakci rozumně předpokládat. Specifický faktor rizika byl také promítnut do výsledného modelu stanovení nájemného, a to prostřednictvím ocenění derivátové složky CFD kontraktu.

Dále byly diskutovány také motivy zúčastněných stran k nájmu podniku. Některé motivy byly založené čistě na analogii a vlastní dedukci, jiné byly úzce spjaté se samotnou konstrukcí odvozeného finančního modelu pro stanovení nájemného. Příslušné kapitoly byly také doplněné o řadu ukázkových příkladů.

Za hlavní přínos v problematice motivů k nájmu podniku považuji zhodnocení opčních hodnot jako motivu k nájmu podniku, neboť se domnívám, že právě tyto opční hodnoty budou hrát při rozhodování významnou roli.

ZDROJE

ARROW, Kenneth J. a Anthony C. FISHER (1974). *Environmental preservation, uncertainty, and irreversibility*. The Quarterly Journal of Economics.

BREALEY, Richard A., Stewart C. MYERS a Franklin ALLEN (2017). *Principles of corporate finance*. Twelfth edition. New York, NY: McGraw-Hill/Education. ISBN 978-1-259-14438-7.

BRYCHTA, Ivan (2014). *Pacht obchodního závodu*. Praha: Verlag Dashöfer. Dostupné z: <https://www.du.cz/pacht-obchodniho-zavodu-uniqueidmRRWSbk196FNf8-jVUh4EqHZtOsjMfex5Xenf-Y2Bqk/>

CAHVAS, Jean-Paul a Daniel MULLARKEY (2002). 'On the Valuation of Uncertainty in Welfare Analysis'. *American Journal of Agricultural Economics*. Vol. 84, no. 1. [online].

Dostupné z:

<http://search.ebscohost.com.zdroje.vse.cz:2048/login.aspx?direct=true&db=bsu&AN=5935563&lang=cs&site=ehost-live>.

CHIN, Eric, Dian NEL a Sverrir OLAFSSON (2018). *Problems and solutions in mathematical finance: Equity derivatives, Volume 2*. Chichester, West Sussex, UK: Wiley, ISBN 978-1-119-96582-4.

COSTELLO, Christopher a Charles D. KOLSTAD (2016). *Mining and quasi-option value* [online]. Dostupné z: [https://arefiles.ucdavis.edu/uploads/filer_public/77/c9/77c95e2c-158e-4f3c-8f01-](https://arefiles.ucdavis.edu/uploads/filer_public/77/c9/77c95e2c-158e-4f3c-8f01-2388b48cfe54/charles_kolstad_ere_departmental_seminar_paper_160527_hotellingqv_feb_25.pdf)

[2388b48cfe54/charles_kolstad_ere_departmental_seminar_paper_160527_hotellingqv_feb_25.pdf](https://arefiles.ucdavis.edu/uploads/filer_public/77/c9/77c95e2c-158e-4f3c-8f01-2388b48cfe54/charles_kolstad_ere_departmental_seminar_paper_160527_hotellingqv_feb_25.pdf).

ČOUKOVÁ, Pěva (2015). ČÚS-011-003 - Pacht obchodního závodu z pohledu propachtovatele. *Účetní portál – účetnictví, mzdy, daně, audit – informační portál v oblasti*

účetnictví a daní [online]. [cit. 2019-04-13]. Dostupné z: <https://www.ucetni-portal.cz/pacht-obchodniho-zavodu-z-pohledu-propachtovatele-462-p.html>

CZECHWEALTH (© 2019). Akciový swap (equity swap). *Czechwealth. Jsme váš průvodce burzou a tradingem* | *CzechWealth* [online]. [cit. 2019-05-26]. Dostupné z: <https://www.czechwealth.cz/slovník-pojmu/akciový-swap-equity-swap>

DOLEČEK, Marek (2017). Nájem a pacht, zejména nemovitostí. *BusinessInfo.cz - Oficiální portál pro podnikání a export* [online]. [cit. 2019-05-25]. Dostupné z: <https://www.businessinfo.cz/cs/clanky/najem-a-pacht-zejmena-nemovitosti-ppbi-59867.html#!>

DURČÁKOVÁ, Jaroslava a Martin MANDEL (2010). *Mezinárodní finance*. 4., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Management Press, 2010. ISBN 978-80-7261-221-5.

ELIÁŠ, Karel (2012). *Nový občanský zákoník s aktualizovanou důvodovou zprávou a rejstříkem*. Ostrava: Sagit. ISBN 978-80-7208-922-2.

FETTER, Richard W. (2018). Jak správně a platně darovat peníze na účet, když nejsou posílány převodem na účet? *Měsec.cz - váš průvodce finančním světem* [online]. [cit. 2019-04-13]. Dostupné z: <https://www.mesec.cz/clanky/jak-spravne-a-platne-darovat-penize-na-uctu/>

HOLMAN, Robert. (2018). *Mikroekonomie: středně pokročilý kurz*. 3. aktualizované vydání. Praha: C.H. Beck. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-397-4.

HULMÁK, Milan (2014). *Občanský zákoník VI: závazkové právo: zvláštní část (§ 2055-3014) : komentář*. Praha: C.H. Beck. Velké komentáře. ISBN 978-80-7400-287-8.

INVESTOPEDIA, LLC. (© 2018). Swap Spread Definition | Investopedia. *Investopedia – Sharper Insight. Smarter Investing* [online]. [cit. 2018-08-04]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/s/swapsread.asp>.

KABELKOVÁ, Eva a Hana DEJLOVÁ (2013). *Nájem a pacht v novém občanském zákoníku: komentář : [§ 2201-2357]*. V Praze: C.H. Beck. Beckovy komentáře. ISBN 978-80-7400-524-4.

KONG, Anthony (2014). Bid-ask Spread and Swap Spread. *Timeline* [online]. [cit. 2019-05-25]. Dostupné z: <http://www.ahwkong.com/post/2014/01/29/bid-ask-spread/>

KOSOWSKI, Robert a Salih NEFTCI (2014). *Principles of financial engineering*. Boston, MA: Elsevier. ISBN 9780123869685.

LINTNER, John. (1965a). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *Review of Economics and Statistics*. Únor, 47, s. 13-37.

LINTNER, John (1965b). Security Prices, Risk and Maximal Gains from Diversification. *Journal of Finance*. Prosinec, 20, s. 587-615.

MÁLEK, Jiří (2003). *Opce a futures*. Druhé vydání. Praha: Oeconomica. ISBN 80-245-0488-X.

MALER, Karl-Goran a Jeffrey R. VINCENT (2005). *Handbook of environmental economics*. Amsterdam: Elsevier North-Holland. ISBN 0-444-50063-4.

MALIŠ, Daniel (2013). Kogentnost právních norem dle nového občanského zákoníku. *EPRAVO.CZ – Váš průvodce právem – Sbírka zákonů, judikatura, právo* [online]. [cit. 2019-05-26]. Dostupné z: <https://www.epravo.cz/top/clanky/kogentnost-pravnich-norem-dle-noveho-obcanskeho-zakoniku-93262.html>

MARÍK, Miloš (2011a). *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Třetí upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-67-5.

MARÍK, Miloš (2011b). *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-80-4

MARKOWITZ, Harry (1952). Portfolio Selection. *Journal of Finance*. Březen, 7, s. 77-91.

MARTIŠKOVÁ, Vlasta (2017). *Postoupení pohledávek*. Praha: Verlag Dashöfer. Dostupné z: <https://www.zivnostnik.cz/33/postoupeni-pohledavky-uniqueidmRRWSbk196FNf8-jVUh4EuC0JFqQkWOy-obOnmoNKUT2ZspOsA8wwA/?query=postoupen%ED%20pohled%Elvky%20marti%B9kov%El&serp=1>

MBN (© 2019). What is a stock swap? Definition and example. *Home – Market Business News* [online]. [cit. 2019-05-26]. Dostupné z: <https://marketbusinessnews.com/financial-glossary/stock-swap/>

MOSSIN, Jan (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica*. Říjen, 35, s. 768-83.

OLSEN, Graeme (1975). OPTION VALUE. *Australian Journal of Agricultural Economics* [online], 19: 197-209. doi:10.1111/j.1467-8489.1975.tb00158.x. Dostupné z: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/j.1467-8489.1975.tb00158.x>.

PELIKÁN, Martin (2016). Rozhovor: Nájem, pacht a další způsoby přenechání věci k užívání jinému. *Nakladatelství C.H. Beck | eshop C. H. Beck* [online]. [cit. 2019-05-25]. Dostupné z: <https://www.beck.cz/blog/najem-pacht-a-dalsi-zpusoby-prenechani-veci-k-uzivani-jinemu.html>

PEROLD, André F. (2004). The Capital Asset Pricing Model. *Journal of Economic Perspectives* [online]. 18(3), s. 3-24 [cit. 2018-07-14]. ISSN 0895-3309. Dostupné z: <http://pubs.aeaweb.org/doi/10.1257/0895330042162340>.

PENSFORD FINANCIAL GROUP (© 2018). Negative Swap Spreads For Dummies | Pensford Financial. *Pensford Financial Group* [online]. [cit. 2018-08-04]. Dostupné z: <https://pensford.com/negative-swap-spreads-for-dummies/>.

POTUČEK, Alexandr (2019). *Konsolidace vnitroskupinového pachtu závodu podle ČÚS a IFRS – plná metoda*. Praha. Seminární práce k předmětu Konsolidovaná účetní závěrka

v letním semestru akademického roku 2018/2019. Vysoká škola ekonomická v Praze.
Fakulta financí a účetnictví.

POTUČEK, Tomáš (2018). *Interview s odborníkem v oblasti transakčního poradenství, Senior M&A Consultant ve společnosti Ernst & Young, s.r.o.* Praha 28.9.2018.

PROCJUK, Volodymyr (2014). *Pojem věci v právním smyslu*. Praha. Diplomová práce.
Univerzita Karlova v Praze. Právnická fakulta. Vedoucí práce doc. JUDr. Michaela
Hendrychová, CSc.

PŘIBYL, Jan (2015). *Závod jako předmět právních vztahů (koupě závodu a pacht závodu)*.
Praha. Diplomová práce. Univerzita Karlova v Praze. Právnická fakulta. Vedoucí práce
JUDr. Tomáš Horáček, Ph.D.

RÖMAN, Jan R. M. (2017). *Analytical Finance: Volume I*. Springer International Publishing.
ISBN 978-3-319-34026-5.

SCHÖN, Monika (2018). Komentář zákona 89/2012 Sb., občanský zákoník, § 489. Praha:
Verlag Dashöfer. Dostupné z: <https://www.fulsoft.cz/33/komentar-zakona-89-2012-sb-obcansky-zakonik-489-uniqueidmRRWSbk196FNf8-jVUh4EtuvCojfPlDmKFzQdqgWGaatBoCLVpovpg/>

SHARPE, William Forsyth (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium
Under Conditions of Risk. *Journal of Finance*. Září, 19, s. 425-42.

SIEBERTOVÁ, Lucie (2014). *PACHT VE SVĚTLE NOVÉHO OBČANSKÉHO ZÁKONÍKU*.
Praha. Rigorózní práce. Univerzita Karlova v Praze. Právnická fakulta. Konzultant
rigorózní práce doc. JUDr. Josef Salač, Ph.D.

SMETANA, Václav (2014). Zástavní právo k pohledávce dle NOZ. *EPRAVO.CZ – Váš
průvodce právem – Sbírka zákonů, judikatura, právo* [online]. [cit. 2019-04-06]. Dostupné z:
<https://www.epravo.cz/top/clanky/zastavni-pravo-k-pohledavce-dle-noz-93633.html>

SPÁČIL, Jiří et al. (2013). *Občanský zákoník III. Věcná práva (§976-1474)*. Komentář. 1.vydání. Praha: C.H.Beck. ISBN 978-80-7400-499-5.

SVAČINA, Pavel (2010). *Oceňování nehmotných aktiv*. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-62-0.

ŠEBESTÍKOVÁ, Viola (2015). *Pacht obchodního závodu*. Praha: Verlag Dashöfer. Dostupné z: <https://www.zivnostnik.cz/33/pacht-obchodniho-zavodu-uniqueidmRRWSbk196FNf8-jVUh4Ek-Ks6vdpd6hlKSfy2ferNj8/>

TREYNOR, Jack Lawrence (1962). Toward a Theory of Market Value of Risky Assets. Nepublikovaný spis. Finální verze součástí *Asset Pricing and Portfolio Performance*, 1999, Robert A. Korajczyk, London: Risk Books, s. 15–22, ISBN 1899332367.

WEISBROD, Burton (1964). Collective-consumption services of individual consumption goods. *Quarterly Journal of Economics*. 78, s. 471-477.

ZUKAL, Marek (2017). Proč je dluh věcí v právním smyslu? *JURISPRUDENCE*. 6, s. 40-42. ISSN 1802-3843.

Právní normy a účetní předpisy:

Český účetní standard pro podnikatele č. 001 *Účty a zásady účtování na účtech*

Český účetní standard pro podnikatele č. 011 *Operace s obchodním závodem*

Český účetní standard pro podnikatele č. 013 *Dlouhodobý nehmotný a hmotný majetek*

Český účetní standard pro podnikatele č. 017 *Zúčtovací vztahy*

IAS 16 *Property, Plant and Equipment*

IAS 38 *Intangible Assets*

IAS 40 *Investment Property*

IFRS 16 *Leases*

Usnesení Nejvyššího soudu sp. zn. 29 Odo 870/2005-284

Vyhláška č. 500/2002 Sb. – Vyhláška, 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

Zákon č. 21/1992 Sb. – Zákon o bankách

Zákon č. 40/1964 Sb. – Občanský zákoník (již neplatný)

Zákon č. 89/2012 Sb. – Občanský zákoník

Zákon č. 99/1963 Sb. – Občanský soudní řád

Zákon č. 151/1997 Sb. – Zákon o oceňování majetku a o změně některých zákonů

Zákon č. 182/2006 Sb. – Zákon o úpadku a způsobech jeho řešení

Zákon č. 219/2000 Sb. – Zákon o majetku ČR a jejím vystupování v právních vztazích

Zákon č. 235/2004 Sb. – Zákon o dani z přidané hodnoty

Zákon č. 240/2013 Sb. – Zákon o investičních společnostech a investičních fondech

Zákon č. 256/2004 Sb. – Zákon o podnikání na kapitálovém trhu

Zákon č. 280/2009 Sb. – Daňový řád

Zákon č. 338/1992 Sb. – Zákon o dani z nemovitých věcí

Zákon č. 353/2003 Sb. – Zákon o spotřebních daních

Zákon č. 416/2009 Sb. – Zákon o urychlení výstavby dopravní, vodní a energetické infrastruktury

Zákon č. 424/1991 Sb. – Zákon o sdružování v politických stranách a v politických hnutích

Zákon č. 458/2000 Sb. – Energetický zákon

Zákon č. 513/1991 Sb. – Obchodní zákoník (již neplatný)

Zákon č. 563/1991 Sb. – Zákon o účetnictví

Zákon č. 586/1992 Sb. – Zákon o daních z příjmů

Zákon č. 593/1992 Sb. – Zákon o rezervách pro zjištění základu daně z příjmů

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1: Equity swap	- 52 -
Obrázek 2: Equity swap – absence bezrizikového aktiva	- 54 -
Obrázek 3: Nájem obchodované akcie	- 56 -

SEZNAM GRAFŮ

Graf 1: Indiferenční analýza – Příklad A	- 78 -
Graf 2: Rozhodování za riziko – Příklad A – preference rizika	- 79 -
Graf 3: Indiferenční analýza – Příklad B	- 80 -
Graf 4: Rozhodování za riziko – Příklad B – averze k riziku	- 80 -

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha 1 – Seznam zákonů a jiných norem týkajících se pachtu obchodního závodu v ČR (bez související judikatury)	- 100 -
---	---------

Přílohy

Příloha 1 – Seznam zákonů a jiných norem týkajících se pachtu obchodního závodu v ČR (bez související judikatury)

- 89/2012 Sb. – Občanský zákoník (nový)
- 256/2004 Sb. – Zákon o podnikání na kapitálovém trhu
- 240/2013 Sb. – Zákon o investičních společnostech a investičních fondech
- 586/1992 Sb. – Zákon o daních z příjmů
- 357/2013 Sb. – Vyhláška o katastru nemovitostí (katastrální vyhláška)
- 99/1963 Sb. – Občanský soudní řád
- 280/2009 Sb. – Daňový řád
- 410/2009 Sb. – Prováděcí vyhláška k účetnictví pro některé vybrané účetní jednotky
- 149/2003 Sb. – Zákon o obchodu s reprodukčním materiálem lesních dřevin
- 458/2000 Sb. – Energetický zákon
- 312/2014 Sb. – Konsolidační vyhláška státu
- 29/2016 Sb. – Nařízení vlády o podmínkách poskytování dotací v rámci opatření lesnicko-environmentální a klimatické služby a ochrana lesů a o změně některých souvisejících nařízení vlády
- 185/2015 Sb. – Nařízení vlády o podmínkách poskytování dotací v rámci opatření zalesňování zemědělské půdy a o změně některých souvisejících nařízení vlády
- 177/2013 Sb. – Nález ÚS ČR o zrušení ust. č. 428/2012 Sb., zákon o majetkovém vyrovnání s církvemi a náboženskými společnostmi
- 500/2002 Sb. – Prováděcí vyhláška k podvojnému účetnictví pro podnikatele
- 504/2002 Sb. – Prováděcí vyhláška k podvojnému účetnictví pro nepodnikatelské subjekty
- 593/1992 Sb. – Zákon o rezervách pro zjištění základu daně z příjmů
- 46/1948 Sb. – Zákon o nové pozemkové reformě (trvalé úpravě vlastnictví k zemědělské a lesní půdě)
- 309/2017 Sb. – Vyhláška o žádostech a oznámení podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu
- 134/2016 Sb. – Zákon o zadávání veřejných zakázek (nový)
- 186/2016 Sb. – Zákon o hazardních hrách
- 256/2013 Sb. – Katastrální zákon

- 53/2009 Sb. – Nařízení vlády o stanovení podmínek pro poskytování dotací na lesnicko-environmentální opatření
- 147/2008 Sb. – Nařízení vlády o stanovení podmínek pro poskytování dotací na zachování hospodářského souboru lesního porostu v rámci opatření Natura 2000 v lesích
- 129/2000 Sb. – Zákon o krajích
- 338/1992 Sb. – Zákon o dani z nemovitých věcí
- 9/1950 Sb. – Nařízení ministra zdravotnictví o osobní způsobilosti k vedení lékárny
- 99/1948 Sb. – Zákon o národním pojištění
- 71/1947 Sb. – Vládní nařízení, jímž se krajanům vracejícím se do vlasti přiznávají některé úlevy při hodnocení školského a praktického vzdělání, zkoušek a vysvědčení a při nastupování živností
- 145/1947 Sb. – Zákon o organizaci zemědělců republiky Československé
- 261/2018 Sb. – Nález ÚS ČR o zamítnutí návrhu na zrušení č. 123/2017 Sb., kterým se mění zákon č. 114/1992 Sb., o ochraně přírody a krajiny, nebo na zrušení některých ust. č. 114/1992 Sb., o ochraně přírody a krajiny
- 20/2016 Sb. – Vyhláška o vyhlášení Národní přírodní památky Zhejral a stanovení jejích bližších ochranných podmínek
- 75/2015 Sb. – Nařízení vlády o podmínkách provádění agroenvironmentálně-klimatických opatření a o změně nařízení vlády č. 79/2007 Sb., o podmínkách provádění agroenvironmentálních opatření, ve znění pozdějších předpisů
- 76/2015 Sb. – Nařízení vlády o podmínkách provádění opatření ekologické zemědělství
- 30/2014 Sb. – Nařízení vlády o stanovení závazných pravidel poskytování finančních příspěvků na hospodaření v lesích a na vybrané myslivecké činnosti
- 74/2014 Sb. – Vyhláška o stanovení druhů příjmu a majetku pro účely automatické výměny informací v rámci mezinárodní spolupráce při správě daní
- 358/2013 Sb. – Vyhláška o poskytování údajů z katastru nemovitostí
- 441/2013 Sb. – Oceňovací vyhláška
- 503/2012 Sb. – Zákon o Státním pozemkovém úřadu
- 416/2009 Sb. – Zákon o urychlení výstavby dopravní, vodní a energetické infrastruktury
- 112/2008 Sb. – Nařízení vlády o stanovení některých podmínek poskytování národních doplňkových plateb k přímým podporám
- 235/2004 Sb. – Zákon o dani z přidané hodnoty
- 353/2003 Sb. – Zákon o spotřebních daních

- 458/2003 Sb. – Vyhláška, kterou se provádí zákon o genetických zdrojích rostlin a mikroorganismů
- 254/2001 Sb. – Vodní zákon
- 418/2001 Sb. – Vyhláška o postupech při výkonu exekuční a další činnosti
- 128/2000 Sb. – Zákon o obcích
- 131/2000 Sb. – Zákon o hlavním městě Praze
- 219/2000 Sb. – Zákon o majetku ČR a jejím vystupování v právních vztazích
- 87/1995 Sb. – Zákon o spořitelních a úvěrních družstvech
- 114/1995 Sb. – Zákon o vnitrozemské plavbě
- 21/1992 Sb. – Zákon o bankách
- 37/1992 Sb. – Vyhláška o jednacím řádu pro okresní a krajské soudy
- 424/1991 Sb. – Zákon o sdružování v politických stranách a v politických hnutích
- 563/1991 Sb. – Zákon o účetnictví
- 192/1949 Sb. – Vládní nařízení, kterým se provádějí některá ustanovení zákona o nové pozemkové reformě
- 1/1948 Sb. – Vládní nařízení, kterým se provádějí některá ustanovení zákona o revisi první pozemkové reformy
- 28/1948 Sb. – Vládní nařízení, kterým se vymezuje pojem drobného zemědělce pro paušalování daně z obratu
- 101/1948 Sb. – Vládní nařízení o opatřeních proti škodlivým činitelům na ovocných stromech a keřích
- 126/1948 Sb. – Zákon o znárodnění některých šlechtitelských podniků
- 147/1948 Sb. – Vyhláška ministra financí o paušálu daně z obratu u drobných zemědělců v zemích České a Moravskoslezské za kalendářní rok 1946
- 169/1948 Sb. – Vládní nařízení o opatřeních proti mandelince bramborové
- 42/1947 Sb. – Zákon o některých opatřeních ve stavebnictví souvisících s dvouletým hospodářským plánem
- 128/1947 Sb. – Zákon, jímž se upravují živnosti radiotechnická, radiomechanická a obchod s radioelektrickými zařízeními
- 38/1947 Sb. – Zákon o péči o přistěhovalce, jakož i o některých jejich přednostních právech
- 142/1947 Sb. – Zákon o revisi první pozemkové reformy
- 62/1946 Sb. – Vládní nařízení o opatřeních proti rakovině bramborů (Synchytrium endobioticum)
- 169/1946 Sb. – Vládní nařízení, kterým se vydávají podrobné předpisy k finančnímu zákonu na rok 1946
- 255/1946 Sb. – Zákon o příslušnících čs. armády v zahraničí

- 5/1945 Sb. – Dekret presidenta republiky o neplatnosti některých majetkově-právních jednání z doby nesvobody a o národní správě majetkových hodnot Němců, Maďarů, zrádců a kolaborantů a některých organizací a ústavů
- 12/1945 Sb. – Dekret presidenta republiky o konfiskaci a urychleném rozdělení zemědělského majetku Němců, Maďarů, jakož i zrádců a nepřátel českého a slovenského národa
- 28/1945 Sb. – Dekret presidenta republiky o osídlení zemědělské půdy Němců, Maďarů a jiných nepřátel státu českými, slovenskými a jinými slovanskými zemědělci
- 35/1945 Sb. – Dekret presidenta republiky o přechodném omezení výplat vkladů u peněžních ústavů (peněžních podniků) v pohraničním území
- 70/1945 Sb. – Vládní nařízení, kterým se vydává statut Národního pozemkového fondu při ministerstvu zemědělství