**Substanční hodnota a celkové ocenění podniku**

*Toto stanovisko bylo publikováno jako součást článku Mařík, M. - Maříková, P.: K vybraným problémům oceňování majetku s důrazem na oceňování podniku. Oceňování č. 2/2018, ročník 11, str. 29-43, ISSN 1803-0785*

Substanční hodnota je stále jednou z běžných položek oceňovacích posudků zaměřených na oceňování podniku v České republice. Její použití ale není podle našeho názoru vždy správné.

Nejdříve je třeba připomenout obsah pojmu substanční hodnota. Obecně se jedná o hodnotu majetkové podstaty, kterou spočítáme tak, že oceníme jednotlivé složky majetku, hodnoty oceněného majetku sečteme a odečteme dluhy, pokud chceme získat substanční hodnotu netto.

Hodnotu majetku můžeme získat na základě:

* historických cen – zde pak používáme pojem **účetní hodnota**,
* aktuálního ocenění na základě cen pořízení – mluvíme o **substanční hodnotě v užším slova smyslu** a zároveň o nákladovém ocenění,
* aktuálního ocenění na základě realizačních cen upravených o náklady prodeje a ve většině případů i o časovou hodnotu peněz, nákladů spojených s rozprodejem majetku a ukončení provozu podniku včetně odstupného pro zaměstnance; pak hovoříme o **likvidační hodnotě**.

Pod substanční hodnotou tedy rozumíme druhou variantu našeho rozdělení, která někdy bývá použita i jako ocenění základní. V případě běžného podniku by tomu tak však nemělo být, což jasně vyjadřují německé oceňovací standardy IDW S1 (2008 odst. 171, str. 34): „*Substanční hodnota chápaná jako netto neúplná reprodukční hodnota postrádá zásadně přímý vztah k budoucím finančním přebytkům. Proto této hodnotě nepřísluší při zjišťování hodnoty podniku žádný zásadní význam*“.

Podobně hovoří i Mezinárodní oceňovací standardy (IVS 2017, kap. IVS 200 Podniky a obchodní podíly, odst. 70.1): „*Nákladový přístup obvykle nelze při oceňování podniků a obchodních podílů* *použít …*“.

Rozhodující je však následující skutečnost: Substanční hodnota ve smyslu nákladového ocenění rozhodně **nemůže být hlavní metodou pro odhad tržní hodnoty podniku, protože hodnota aktiva je ze svého principu dána užitky pro investora (tj. budoucími příjmy z investice) a nikoli vynaloženými náklady**.

Nelze ale přehlédnout, že v určitých situacích může mít substanční hodnota význam jako snadno reprodukovatelné, metodicky poměrně jednoduché a v zásadě objektivizované ocenění. Uplatňuje se především pro následující situace a účely[[1]](#footnote-1):

* 1. Je účelným **pomocným údajem pro výnosové ocenění**. Ulehčuje například odhad potřebných investic a odpisů pro finanční plán.
  2. Samotné ocenění substanční hodnotou může být v rámci celého ocenění perspektivního podniku zajímavou, ale pouze **doplňkovou informací o rozsahu majetku v podniku**. V obvyklé situaci ale nemůže z výše uvedených důvodů hrát ve výsledném ocenění zásadní roli, zejména pro tržní ocenění.
  3. Ve výjimečných případech, kdy dochází k **zásadnímu zlomu ve vývoji podniku**, lze použít substanční hodnotu **přímo jako základ ocenění** podniku. K tomu je však třeba splnit následující podmínky:
     1. existuje konkrétní strategický partner (tj. zájemce o koupi podniku),
     2. tento partner má jasnou představu o tom, jak využije majetek podniku ke svému podnikání, přičemž má v úmyslu výrazně změnit zaměření podnikatelské činnosti podniku,
     3. substanční hodnota je pak vyjádřením úspory investic (v širším slova smyslu, tj. včetně oběžného majetku) pro dosažení plánovaných výnosů.

Je však třeba zdůraznit, že substanční hodnota bude v tomto případě sloužit jako **investiční hodnota podniku pro tohoto konkrétního investora**. Nemůže jít o tržní hodnotu podniku.

* 1. Ocenění jednotlivých majetkových položek na principu nákladového přístupu může mít svůj význam také v případě, kdy je získán podnik nebo část majetku a pokračující podnik chce do svého účetnictví převést majetek oceněný reálnými cenami a zvlášť vykázat **goodwill**.

**Naše znalecká praxe má však se správným využitím substanční hodnoty stále určité problémy**. Po dlouhou dobu bylo nutné vyvracet představu, že substanční hodnotou ve smyslu nákladového ocenění je možné ocenit podnik, který funguje, ale je **ztrátový nebo nedostatečně výdělečný**, a jeho výnosová hodnota by tedy byla příliš nízká nebo dokonce záporná. Podstatná část znalecké obce již pochopila, že v takovýchto případech je sice vhodné použít pro odhad tržní hodnoty majetkové ocenění podniku, ovšem nikoli substanční, ale likvidační hodnotou, což je zcela zásadní rozdíl. Nicméně u soudních sporů i v současnosti není neobvyklý případ, že je vznesen požadavek, aby byl podnik s příliš nízkou výnosovou hodnotou, ale rozsáhlým majetkem, oceněn substanční hodnotou i v případě, že bylo zadáno odhadnout tržní hodnotu. V současné době však tyto představy už pocházejí častěji ze sféry investorů a soudících se stran než z řad samotných znalců.

V praxi se ale vyskytují i další případy, kdy oceňovatelé sahají po substanční hodnotě a přitom její použití nemusí být zcela v pořádku. Případně může jít přinejmenším o pojmová nedorozumění. Můžeme zmínit například následující situace:

**a) Podnik je nečinný**

Jde o společnosti (a takových v našem prostředí nemusí být málo), které reálně nevyvíjejí žádnou aktivitu. Znalci se někdy domnívají, že takovou společnost je možno ocenit i substanční metodou. V praxi sice mohou nastat různé situace, ale v principu platí, že i v tomto případě ocenění musí vycházet z očekávaného užitku. Tím bude při tržním ocenění z pohledu průměrného investora pravděpodobně jen likvidační hodnota. Princip je zde tedy stejný jako u fungujícího nevýdělečného podniku.

Pokud má takovýto podnik v majetku pouze peněžní prostředky, tak pravděpodobně nebude velký číselný rozdíl mezi jeho substanční a likvidační hodnotou. Ale je potřeba si uvědomit, že pro tržní ocenění by to z principu měla být likvidační hodnota, protože může být potřebné odečíst i určité náklady na ukončení existence takovéhoto podniku. Čím víc jiného majetku než pouze peněžních prostředků takový podnik bude mít, tím větší bude vznikat i číselný rozdíl mezi substanční a likvidační hodnotou. Je proto důležité, aby oceňovatelé používali správná označení a nenazývali každé majetkové ocenění automaticky substanční hodnotou.

Je přitom dobré si uvědomit, že ocenění substanční hodnotou by jako podmínku vyžadovalo sestavení prognózy a perspektivy využití tohoto majetku. Ta by ale byla pravděpodobně u každého investora výrazně jiná, takže takovéto ocenění by mohlo být pouze investiční hodnotou pro konkrétního investora, což je případ zmíněný výše.

**b) Podnik nemovitostního typu**

Pokud jde o společnost, které plynou užitky pouze z držení a pronajímání nemovitostí, případně obchodování s nemovitostmi, pak má v podstatě charakter investiční společnosti. Investiční a holdingové společnosti skutečně patří do výjimek, u kterých Mezinárodní oceňovací standardy uvádějí možnost použití nákladového přístupu (IVS 2017, kap. IVS 200 Podniky a obchodní podíly, odst. 70.1). Pro tyto podniky by podle IVS 2017 měla být použita tzv. metoda sumace (viz IVS 105 Oceňovací přístupy a metody, odst. 70.8 a 70.9), jejíž princip spočívá v ocenění jednotlivých držených aktiv vhodnými přístupy a metodami a sečtení hodnot těchto dílčích aktiv.

U nemovitostní společnosti tak skutečně základem hodnoty může být ocenění jednotlivých držených nemovitostí. Je však třeba mít na paměti, že i zde stále platí princip pohledu na hodnotu prostřednictvím užitků a nikoli nákladů, stejně jako u ostatních podniků. Jednotlivé nemovitosti by tak měly být oceněny více metodami a ocenění náklady na jejich vybudování přitom většinou z výše uvedených důvodů nebude hlavní metodou (jak to ale znalci v praxi bohužel často dělají). Je také potřeba zvážit, zda a jakým způsobem by měl být promítnut vliv centrály na hodnotu společnosti. Samozřejmě záleží na variantě odhadované báze hodnoty.

Při oceňování společností investičního a holdingového typu tak jde sice o majetkové ocenění, ale již to není klasická substanční metoda v užším smyslu. Jednotlivé majetkové položky by měly být oceněny tržními hodnotami[[2]](#footnote-2).

**c) Čerstvě založená společnost**

V tomto případě, tedy pokud je společnost čerstvě založena a do společnosti byl vložen určitý majetek (a závazky), je tržní hodnota podniku dle přesvědčení řady znalců rovna tomuto majetku po odečtení závazků. Mezinárodní oceňovací standardy také skutečně nově založené podniky, u kterých nelze spolehlivě určit zisky nebo peněžní toky a nejde dobře provést ani tržní porovnání, uvádějí mezi výjimkami, kdy je možné použít nákladový přístup (IVS 2017, kap. IVS 200 Podniky a obchodní podíly, odst. 70.1).

U takovýchto podniků skutečně může být prognóza peněžních toků velmi obtížná. Je ale potřeba si uvědomit, že substanční hodnota v užším smyslu, tj. nákladové ocenění podnikového majetku, má ze své podstaty smysl jen tehdy, pokud bude možné tento majetek v budoucnosti využívat s přiměřeným užitkem. Proto ani v těchto případech nepovažujeme za vhodné mechanicky aplikovat pouze samotnou substanční hodnotu.

Na věc je potřeba se podívat tak, že takovýto mladý podnik skutečně může představovat určitou příležitost do budoucna, na rozdíl od podniků ztrátových. Je ale nezbytně nutné udělat odhad další perspektivy podniku a alespoň nějakou prognózu možného dalšího vývoje sestavit (stručný podnikatelský plán). Výsledné ocenění by se pak mohlo pohybovat v rozmezí mezi substanční hodnotou a výnosovým oceněním v závislosti na míře nejistoty spojené s danou prognózou. Na věc lze pak pohlížet například tak, že oceňovací zpráva prokazuje budoucí perspektivu podniku, ale lze předpokládat, že z důvodu zvýšené nejistoty bude průměrný investor ochoten z výnosového ocenění zaplatit pouze složku na úrovni substance, zatímco za příliš nejistou výši goodwillu nikoli. Musí ale věřit, že alespoň nějaký goodwill nakonec dosáhne, jinak by pro něj nemělo ekonomický smysl platit ani za substanci.

Alternativní metodou by pak u těchto podniků byla likvidační hodnota. Samotná substanční hodnota bez zpracovaného výhledu dané branže a oceňovaného podniku ale věrohodná není a nelze předpokládat, že průměrný investor bude ochoten zaplatit cenu na úrovni nákladového ocenění, aniž by měl představu, zda bude moci pořízený majetek přiměřeně využít.

K tomuto tématu považujeme za potřebné upozornit ještě na určité **terminologické problémy**, které jsou spojené s majetkovým oceněním podniku a kterými trpí i samotné Mezinárodní oceňovací standardy.

Ještě např. Mezinárodní oceňovací standardy z roku 2007 speciálně pro podnik používají označení majetkový přístup (asset-based approach; IVS 2007, kap. GN6 Business Valuation, odst. 6.14.3). Mezinárodní oceňovací standardy 2011 ale místo tohoto označení zavádějí i pro podniky pojem nákladový přístup (cost approach). Poznamenávají přitom, že postup odvození hodnoty podniky ze součtu hodnot aktiv a závazků je někdy označován jako majetkový přístup, ale že nejde o samostatný přístup, protože jednotlivá aktiva jsou v jeho rámci oceňována různými oceňovacími přístupy a metodami popsanými v obecných kapitolách standardů (IVS 2011, kap. IVS 200 Business and Business interests, odst. C13 a C14).

Podle našeho názoru se tak v jistě dobré snaze o terminologickou čistotu pojmové zmatky ještě zvětšily. Pokud přijmeme označení „majetkové metody“ pro ocenění podniku, pak lze pochopit, že do nich bude spadat například:

* substanční hodnota, která je na principu nákladového ocenění,
* likvidační hodnota, která je na principu výnosového ocenění.

Pokud ale standardy všechny majetkové metody podřadily pod „nákladový přístup“, zmatky jsou větší. Samy standardy, jak již bylo zmíněno výše, pod tento přístup řadí (IVS 2017, kap. IVS 200 Podniky a obchodní podíly, odst. 70.1):

* Ocenění nově založených podniků – zde je možné s nákladovým přístupem souhlasit, ovšem s naší výše uvedenou výhradou nutnosti připojit alespoň prognózu budoucího vývoje, která by naznačovala budoucí výnosové možnosti.
* Ocenění investičních a holdingových společností – zde poslední standardy odkazují na tzv. metodu sumace uvedenou v kapitole IVS 105 Oceňovací přístupy a metody, odst. 70.8, kde se ale praví, že při této metodě jsou jednotlivá aktiva oceňována pomocí vhodných oceňovacích přístupů a metod. To ovšem znamená, že jsou oceňována například i výnosovým nebo tržně porovnávacím přístupem. Přitom je samotná metoda sumace v kapitole IVS 105 uvedena jako jedna z metod spadajících do nákladového přístupu.
* Ocenění podniků, které nesplňují předpoklad nepřetržitého trvání, nebo hodnota jich aktiv může převýšit hodnotu podniku za předpokladu nepřetržitého trvání – zde se tedy jedná o ocenění podniku likvidační hodnotou, a s nákladovým přístupem tento postup tedy nemá už vůbec nic společného.

Chtěli bychom proto na **závěr této části zdůraznit**, aby oceňovatelé při zvažování, zda a jakou majetkovou metodu použít:

* přistupovali k danému případu vždy důsledně prostřednictvím **ekonomického pohledu investora**, tj. obecně investor bude ochoten platit pouze tolik, kolik mu podnik vynese (ať už formou výnosů při držení majetku, nebo formou příjmu z jeho prodeje) a ne, za kolik byl podnik vybudován. A pokud je investor ochoten zaplatit tolik, kolik stojí vybudování podniku, tak pouze tehdy, když bude moci podnikový majetek využít s přiměřeným výnosem, jinak by ho nebylo racionální pořizovat;
* pečlivě dbali na **přesnou terminologii**, právě proto, že pod majetkovým oceněním se skrývají zásadně odlišné přístupy a metody a i menší nepřesnosti v označování mohou vést k velkým nedorozuměním a zmatkům.

1. Viz též Mařík, M. a kol. (2018): Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy, 4. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-87865-38-5, kap. 6.2.2) [↑](#footnote-ref-1)
2. Viz Mařík, M. a kol.: Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy, 4. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress 2018. ISBN 978-80-87865-38-5, kap. 6.2.4 Majetkové ocenění na principu tržních hodnot [↑](#footnote-ref-2)