

Oceňování finančních institucí

Milan Hrdý



*účel, principy a metody oceňování
finančních institucí*

*zvláštnosti hospodaření
finančních institucí*

*komerční banky, spořitelní
a úvěrová družstva*

*investiční společnosti a fondy,
penzijní fondy*

Upozornění pro čtenáře a uživatele této knihy

Všechna práva vyhrazena. Žádná část této tištěné či elektronické knihy nesmí být reprodukována a šířena v papírové, elektronické či jiné podobě bez předchozího písemného souhlasu nakladatele. Neoprávněné užití této knihy bude **trestně stíháno**.

Používání elektronické verze knihy je umožněno jen osobě, která ji legálně nabyla a jen pro její osobní a vnitřní potřeby v rozsahu stanoveném autorským zákonem. Elektronická kniha je datový soubor, který lze užívat pouze v takové formě, v jaké jej lze stáhnout s portálu. Jakékoli neoprávněné užití elektronické knihy nebo její části, spočívající např. v kopírování, úpravách, prodeji, pronajímání, půjčování, sdělování veřejnosti nebo jakémkoliv druhu obchodování nebo neobchodního šíření je zakázáno! Zejména je zakázána jakákoliv konverze datového souboru nebo extrakce části nebo celého textu, umisťování textu na servery, ze kterých je možno tento soubor dále stahovat, přitom není rozhodující, kdo takovéto sdílení umožnil. Je zakázáno sdělování údajů o uživatelském účtu jiným osobám, zasahování do technických prostředků, které chrání elektronickou knihu, případně omezují rozsah jejího užití. Uživatel také není oprávněn jakkoliv testovat, zkoušet či obcházet technické zabezpečení elektronické knihy.





Copyright © Grada Publishing, a.s.



Copyright © Grada Publishing, a.s.

Obsah

Úvod	7
1 Obecné oceňovací postupy, principy, metody a přístupy důležité pro proces oceňování finančních institucí	9
1.1 Podstata hodnoty, její různé typy a vztahy mezi nimi	9
1.2 Základní principy teorie oceňování	12
1.3 Důvody pro ocenění finančních institucí	16
2 Finanční instituce, jejich specifika a odlišnosti od klasických podniků	19
2.1 Obecná charakteristika finančních institucí a jejich současný vývoj	19
2.2 Metodický přístup k oceňování finančních institucí	21
3 Oceňování komerčních bank	27
3.1 Specifika bankovního podnikání	27
3.2 Oceňování banky výnosovou metodou	30
3.2.1 Základní informace	30
3.2.2 Finanční analýza banky	39
3.2.3 Interní a externí hodnocení banky	60
3.2.4 Strategické finanční plánování banky	68
3.2.5 Sestavení finančního plánu banky pro účely oceňování	74
3.2.6 Identifikace bankovních rizik a jejich vliv na výnosové oceňení banky	81
3.2.7 Vliv inflace a úrokových sazeb na výnosové ocenění banky	94
3.2.8 Výnosové ocenění banky pomocí cenového obligačního modelu bond pricing model	96
3.3 Oceňování banky na základě tržního srovnání	97
3.4 Majetkové ocenění banky	100
3.5 Specifika oceňování bank při fúzích a akvizicích	131
3.6 Závěry z oceňování bank a praktická aplikace teoretických poznatků při oceňování	138
3.7 Konkrétní příklad ocenění komerční banky	145

4 Oceňování spořitelních a úvěrových družstev	169
4.1 Stručná charakteristika spořitelních a úvěrových družstev (dále jen družstevní záložna) a jejich hospodaření	169
4.2 Důvody ocenění družstevních záložen a základní oceňovací přístupy	172
4.3 Jednoduchý příklad ocenění za účelem sloučení	175
5 Oceňování investičních společností a fondů	181
5.1 Stručná charakteristika a specifika investičních společností a fondů	181
5.2 Základní přístupy k oceňování investičních společností a investičních fondů	188
5.3 Konkrétní příklad ocenění investiční společnosti	191
6 Oceňování penzijních fondů	195
6.1 Charakteristika penzijních fondů v ČR a specifika jejich hospodaření	195
6.2 Metody oceňování penzijních fondů	204
6.3 Konkrétní příklad ocenění penzijního fondu	206
7 Závěr – praktické problémy při oceňování	213
Použitá literatura	215

Úvod

Kniha „Oceňování finančních institucí“ zaplňuje mezeru na trhu odborné literatury týkající se problematiky oceňování podnikatelských subjektů a je určena zejména znalcům a znaleckým společnostem, které se praktickým oceňováním zabývají, studentům vysokých škol ekonomického zaměření a všem, kteří si chtějí rozšířit své znalosti z oblasti oceňování. Publikace řeší problematiku oceňování bank a dalších finančních institucí účtujících podle vyhlášky č. 501/2002 Sb., Ministerstva financí, kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění vyhlášky č. 473/2003. Jedná se o komerční banky, úvěrová a spořitelní družstva, investiční společnosti, investiční fondy a penzijní fondy. Potřeba řešit tuto problematiku vznikla jednak v rovině teoretické, kdy se připravují české oceňovací standardy a dále pak v rovině praktické, kdy se objevily požadavky ze strany znalecké veřejnosti na zpracování praktického postupu při oceňování finančních institucí. Jedná se o problematiku velmi speciální, která je ve většině případů záležitostí nikoliv pouze jednotlivých znalců, ale celých znaleckých týmů a firem. Tyto firmy drží své know-how přísně pod pokličkou, což je jedním z důvodů, proč je dané problematice věnována jen okrajová pozornost, a to i v literatuře zahraniční. Ani mezinárodní (*IVS – International Valuation Standards*) ani evropské (*EVS – European Valuation Standards*) oceňovací standardy neřeší danou problematiku komplexně a víceméně se zabývají obecnými postupy pro oceňování všech podnikatelských subjektů (tzv. business valuation) nebo oceňováním specifických částí majetku finančních institucí, např. cenných papírů apod.

Cílem této publikace je proto komplexně zpracovat problematiku oceňování finančních institucí včetně vypracování doporučených postupů, které by měly být dodrženy při oceňování. I z tohoto důvodu by kniha mohla sloužit jako užitečná pomůcka pro řešení případných sporů o objektivnosti vypracovaných posudků. Je třeba zdůraznit, že při oceňování jakýchkoliv podnikatelských subjektů bude výsledek vždy subjektivní záležitostí jednotlivých znalců. Zejména se bude lišit jejich pohled na tržní potenciál oceňovaných subjektů a na oceňování rizika. Nicméně určité objektivní postupy musí být dodrženy tak, abychom se mohli co nejvíce přiblížit k tzv. objektivizované či investiční hodnotě – viz dále. Největší pozornost je věnována oceňování bank, které jsou klíčovou finanční institucí.

Metodicky kniha vychází z analýzy obecných oceňovacích postupů pro podniky, které jsou aplikovány na specifika finančních institucí a uvedené poznatky dále syntetizuje a zpracovává do podoby jednotlivých oceňovacích postupů. Právě neznalost těchto specifik je nejčastější chybou při zpracování praktických posudků i některých ve světě navrhovaných teoretických přístupů. Výsledkem ocenění proto musí být kombinace znalosti těchto specifik a obecných oceňovacích postupů. Nezbytná je rovněž znalost práce s rizikem, faktorem času a účetními postupy. I z tohoto důvodu je kniha rozdělena do několika samostatných kapitol, přičemž první kapitola stručně charakterizuje finanční instituce a jejich vývoj v posledních letech. Ve druhé kapitole jsou popsány základní principy a metody z oblasti oceňování. Každá další kapitola se pak zabývá charakteristikou a způsobem oceňování jednotlivých finančních institucí, přičemž na začátku kapitoly je uvedena charakteristika jednotlivých finančních institucí včetně jejich právního vymezení a na závěr každé kapitoly je uveden stručný, v případě komerčních bank pak podrobnější, příklad provedeného ocenění. Je však třeba zdůraznit, že jednotlivé příklady jsou značně zjednodušené, neboť precizní ocenění, byť jedné vybrané finanční instituce, by svým rozsahem zabralo prakticky celou tuto knihu. V závěrečné kapitole jsou jednotlivé poznatky shrnutы a zároveň je poukázáno na určité aplikační problémy, které se při praktickém procesu oceňování mohou vyskytovat.

Na závěr je nutno zdůraznit, že se jedná o novou, v České republice dosud nepublikovanou problematiku, přičemž poznatky o ní se neustále vyvíjejí. Proto bude autor rád, pokud se s ním čtenáři podělí o své zkušenosti, přičemž svoje připomínky a podněty mohou zaslat na níže uvedenou e-mailovou adresu.

Autor vyjadřuje svůj dík prof. Ing. Miloši Maříkovi, CSc., vedoucímu katedry financí a oceňování podniku na Fakultě financí a účetnictví VŠE v Praze a řediteli Institutu oceňování majetku při VŠE v Praze za odbornou pomoc a podporu při řešení této nové problematiky. Kniha byla připravena v rámci grantu Grantové agentury ČR č. GA 402/05/2163 s názvem „Teoretické aspekty oceňování podniku v ČR“. Autor rovněž děkuje svým rodičům za vytvoření dobrého zázemí pro vědeckou práci a přeje čtenářům hodně úspěchů při studiu, zejména pak znalcům a znaleckým společnostem hodně úspěchů při zpracovávání praktických ocenění finančních institucí.

V Praze 28. února 2005

Doc. Ing. Milan HRDÝ, Ph.D.
milany@seznam.cz

1 Obecné oceňovací postupy, principy, metody a přístupy důležité pro proces oceňování finančních institucí

1.1 Podstata hodnoty, její různé typy a vztahy mezi nimi

Pokud budeme pracovat se slovem „**hodnota**“, máme na mysli **hodnotu ekonomickou**, tj. hodnotu vyjádřenou v penězích, kterou zaplatíme, pokud budeme chtít získat nějaké aktivum, právo nakládat s ním a získávat budoucí efekty vyplývající z fungování tohoto aktiva. Ekonomická hodnota je tedy peněžní hodnota daného aktiva. Je třeba zdůraznit, že tato hodnota závisí na **mnoha faktorech**. Mezi nejdůležitější podle W. D. Millera (1995)¹ patří:

- potenciál daného aktiva a možnost jeho využití,
- podíl na vlastnictví daného aktiva a možnost o něm rozhodovat,
- fyzické podmínky daného aktiva,
- doba a místo stanovení hodnoty,
- četnost výskytu a cena případných substitutů,
- celková ekonomická situace.

Ekonomická hodnota se podstatně odlišuje od pojmu cena a náklady:

- cena je aktuální částka vynaložená na získání určitého aktiva;
- náklady představují pro účely oceňování v penězích vyjádřenou cenu produkčních faktorů, jako je půda, práce, kapitál, management apod., nutných pro vytvoření daného aktiva.

Cena může být nižší nebo vyšší než je ekonomická hodnota, tj. kupující může dané aktivum přeplatit z důvodů, které jsou známy jen jemu, ať už objektivních nebo

¹ Miller, W. D.: Commercial Bank Valuation. John Wiley and Sons, Inc., USA 1995, s. 3–4.

subjektivních. Stejně platí i o ekonomické hodnotě a nákladech, kdy např. náklady na vybudování supermarketu budou stejné v různých lokalitách, ale ekonomická hodnota různá vzhledem k odlišné kupní síle obyvatelstva v dané lokalitě.

V dalším textu budeme pracovat především s ekonomickou hodnotou (dále jen hodnota). Ani pojem hodnota však není zcela jednoznačný. Závisí na tom, jakou hodnotu máme na mysli. Je proto třeba definovat různá pojetí hodnoty, která pak budeme moci využít při oceňování finančních institucí. Mezi **základní pojetí hodnoty** patří:

- čistá tržní hodnota, též tržní hodnota nebo peněžní hodnota,
- investiční hodnota (subjektivní) hodnota,
- hodnota použitelnosti – směnná hodnota,
- going-concern value,
- účetní hodnota,
- likvidační hodnota,
- pojistná hodnota,
- vyřazovací hodnota,
- objektivizovaná hodnota.

Tržní hodnota je podle M. Jokla (1997)² hodnota vyjádřená v penězích nebo peněžních ekvivalentech, za kterou může být aktivum směněno mezi koupěchtivým kupujícím a prodejechtivým prodávajícím, jednajícími informovaně, rozumně a bez nátlaku.

Investiční hodnota je hodnota budoucího prospěchu z vlastnictví aktiva pro konkrétního kupce. Hodnota se pak může lišit podle různých investorů a jejich záměrů a očekávaní.

Faktory, které mohou ovlivnit investiční hodnotu pro konkrétního kupujícího jsou zejména:

- kupujícím očekávané synergické efekty,
- snaha kupujícího proniknout na nový trh,

² Podrobněji definice tržní hodnoty i další pojednání o hodnotě viz Jokl, M.: Mezinárodní oceňovací standardy IVSC. Česká komora odhadců majetku, říjen 1997 a Mařík, M.: Určování hodnoty firem. Ekopress, Praha 1998.

- individuální vnímání rizika,
- daňová pozice kupujícího,
- optimismus či naopak pesimismus kupujícího,
- očekávání budoucí produkční sily daného aktiva.

Hodnota použitelnosti je vytvářená jakožto hodnota, která vzniká na základě předpokladu produktivního používání a využívání daného aktiva v rámci fungujícího podnikatelského subjektu. Není to oficiálně definovaná cena, která je používána profesionálními znalci, stejně tak jako **směnná hodnota**, kde je hodnota aktiva chápána sama o sobě odděleně od fungujícího podnikatelského subjektu. V případě pokračující podnikatelské činnosti je hodnota použitelnosti vyšší než hodnota směnná.

Going Concern Value není opět standardizovaná hodnota, ale hodnota používaná v souvislosti s předpokladem existujícího a fungujícího podnikatelského subjektu, která se používá při stanovení jeho tržní hodnoty, tj. např. tržní hodnota dané banky jakožto životaschopného existujícího a fungujícího podnikatelského subjektu.

Účetní hodnota představuje souhrnnou hodnotu účetních aktiv, oceněných v souladu se zákonnými účetními postupy v dané zemi. Je nutné odlišit účetní hodnotu jednotlivého aktiva, která je představována historickou cenou sníženou o případné akumulované odpisy a účetní hodnotu podnikatelského subjektu, která je představována součtem účetní hodnoty všech individuálních aktiv, sníženou o hodnotu všech závazků. V účetním pojetí je pak tato hodnota také nazývána čisté obchodní jmění.³

Likvidační hodnota představuje hodnotu, kterou získáme prodejem jednotlivých aktiv podnikatelského subjektu při úplném uspokojení všech závazků během procesu likvidace daného podnikatelského subjektu.

Pojistná hodnota je jednoduše řečeno peněžně vyjádřená „zničitelná“ část aktiva, která může být pojištěna za účelem odškodnění majitele v případě poškození příslušné části tohoto aktiva.

³ Čisté obchodní jmění je vymezeno v obchodním zákoníku.

Vyřazovací hodnota je částka, kterou získáme prodejem aktiva, které už není funkční a je vyřazováno z provozu. Dá se využít při akvizicích, kdy banky budou mít vybavení (např. počítáče), které nebude potřeba využít v plném rozsahu. Pro kupujícího pak může být užitečné znát vyřazovací hodnotu tohoto vybavení.

Objektivizovaná hodnota by měla být hodnota, která je v co největší míře postavena na všeobecně uznávaných datech a při jejím výpočtu by měly být dodrženy určité zásady a požadavky. Tato hodnota by měla být základem ocenění potenciálu (vnitřní hodnoty) oceňované banky.

1.2 Základní principy teorie oceňování

Hodnotu aktiva ovlivňují základní ekonomické principy jako je nabídka a poptávka a dále **čtyři specifické ekonomické principy podle W. D. Millera (1995)**⁴:

- princip alternativy,
- princip nahrazení,
- princip substituce,
- princip budoucího prospěchu.

Princip alternativy říká, že při zamýšlené změně vlastnictví mají prodávající i kupující možnost alternativního prodeje respektive nákupu, to znamená, že prodávající má možnost prodat i jinému než stávajícímu kupujícímu. Každý kupující má pak možnost koupit i od jiného prodávajícího. Tento princip je nezbytný k zajištění stanovení hodnoty v tržním prostředí.

Princip nahrazení říká, že prozírávý kupující nezaplatí za aktivum více, než jsou náklady nutné k nahrazení daného aktiva aktivem stejné užitné hodnoty. Prozírávý kupující by tedy neměl zaplatit za užívání části aktiva více, než za jednotku, která skýtá stejné funkce. Aplikace tohoto principu na celou podnikatelskou jednotku je mnohem těžší, neboť stanovení nákladů nahrazení celé podnikatelské jednotky je poměrně velmi obtížné. Tento princip se využívá při majetkovém ocenění.

⁴ Miller, W. D.: Commercial Bank Valuation. John Wiley and Sons, Inc., USA 1995, s. 3–4.

Princip substituce říká, že hodnota vlastnictví aktiva má tendenci být determinována jako náklady, které musí být vynaloženy na získání stejného vyhovujícího substitutu. Těmito substituty mohou být např. dvě banky stejné velikosti, stejného počtu a složení zaměstnanců, stejného zisku, postavení na trhu apod. Obezřetný kupující potom zkoumá nejen hodnotu cílové banky, ale i hodnotu, kterou je nutné vydat za jiný vhodný substitut. Princip substituce se pak využívá při oceňování na základě tržního srovnání.

Princip budoucího prospěchu vyjadřuje známou ekonomickou poučku, že hodnota příslušného aktiva je dána hodnotou budoucího ekonomického prospěchu, který bude plynout jeho majiteli. Z tohoto pohledu je pak hodnota banky dána současnou hodnotou budoucího ekonomického prospěchu, který bude majitelům banky plynout. Tento princip se pak využívá při výnosovém ocenění banky a je vhodné zdůraznit, že tento způsob ocenění je třeba považovat za klíčový a nejlépe postihující hodnotu podnikatelského subjektu, a tím i banky.

Z výše uvedených základních principů stanovení hodnoty aktiva nepřímo vyplývají **tři základní a klíčové přístupy ke stanovení hodnoty podnikatelských subjektů**, tedy i hodnoty finančních institucí:

- přístup založený na majetkovém (nákladovém) ocenění:
 - na základě účetních údajů,
 - na základě tržních cen;
- přístup založený na tržním srovnání;
- přístup založený na výnosovém principu.

Majetkový přístup se používá pro zjišťování majetkové podstaty podniku, která je často označována jako substanční hodnota, a to pro všechny varianty majetkového ocenění. Hodnota vzniklá majetkovým oceněním je chápána jako součet individuálně oceněných složek majetku, od kterého je pak odečtena suma individuálně oceněných závazků. Majetkové hodnocení lze členit z hlediska několika kritérií. První kritérium vychází z toho, zda předpokládáme další pokračování oceňovaného subjektu či nikoliv. V případě, že předpokládáme trvalou existenci oceňovaného subjektu, tzv. *going-concern* princip, využíváme majetkové ocenění na principu reprodukčních cen. Pokud nepředpokládáme dlouhodobější existenci podniku dostaváme se k likvidační hodnotě podniku. Ta je pak rovna hodnotě, kterou získáme, pokud rozprodáme majetek oceňovaného subjektu za aktuální tržní ceny.

Majetkové ocenění za předpokladu pokračování podniku může být chápáno trojím způsobem:

- ocenění na bázi historických cen,
- ocenění na bázi reprodukčních cen označované jako substanční hodnota v užším slova smyslu,
- ocenění na bázi uspořených nákladů.

Ocenění na bázi historických cen vychází z účetních hodnot majetku a závazků oceňovaného subjektu.

Ocenění na bázi reprodukčních cen je založeno na principu, který vyjadřuje, kolik by stálo opětovné vybudování oceňovaného subjektu. Substanční hodnota se zjistí z reprodukční ceny stejného nebo obdobného majetku snížené o případné opotřebení. Substanční hodnota brutto je pak hodnotou opětného pořízení aktiv. Po odečtení hodnoty dluhů vzniká substanční hodnota netto. Při tomto způsobu ocenění se tedy vychází z tržních cen jednotlivých složek majetku. Při oceňování finančních institucí je na rozdíl od klasických podniků výhodou, že značná část jejich aktiv je již oceněna tržní hodnotou, k čemuž nutí finanční instituce příslušné postupy účtování.

Při ocenění na bázi uspořených nákladů nedochází k žádnému izolovanému ocenění jednotlivých složek majetku, ale pracujeme s peněžními toky spojenými s jednotlivými majetkovými složkami. Hodnota majetkové podstaty je v tomto případě dána schopností nahradit plánované investiční výdaje s přihlédnutím k provozním nákladům a očekávaným výnosům.

Metoda tržního srovnání je založena na principu odvození hodnoty oceňovaného subjektu z informací o cenách nebo tržních hodnotách obdobných subjektů. Metodu lze uplatnit pouze tehdy, pokud rozdíly mezi subjekty jsou velmi malé a lze najít srovnatelný subjekt. V případě finančních institucí by to mělo být poněkud jednodušší než v případě klasických podnikatelských subjektů.

Tržní srovnání lze uplatnit ve dvou rovinách:

- v rovině srovnatelných podniků,
- v rovině srovnatelných transakcí.

V rovině srovnatelných podniků je srovnáván oceňovaný subjekt se subjektem, jehož tržní hodnota je k určitému období známa. Vybíráme subjekty, které jsou běžně obchodovány na veřejných trzích. Tímto způsobem jsou oceněny jednotlivé podíly oceňovaných subjektů, tj. akcie. Metoda je založena na principu násobitelů. Hodnota akcie je vyjádřena jako násobek zvolené vztahové veličiny, např. zisku. Násobitel je poměr tržní ceny k určité vztahové veličině. Nejčastěji je používán ukazatel P/E. Násobitelé mohou být majetkové či výnosové.

Metodika srovnatelných transakcí je obdobná jako v předchozím případě, nicméně násobitele počítáme na základě ceny skutečně zaplacené za srovnatelné subjekty, které byly prodány v poslední době. Hodnota oceňovaného subjektu je pak rovna součinu skutečně zaplacené ceny za srovnatelné subjekty a hodnoty násobitele. Násobitel může být v tomto případě vyjádřen jako poměr ročních zisků, účetní hodnoty či tržeb oceňovaného a známého subjektu.

Výnosové ocenění vychází z obecně uznávaného principu, že hodnota každého ekonomického aktiva je rovna současné hodnotě pravidelných budoucích výnosů, které budou plynout majiteli z držení tohoto aktiva. Je to teoreticky nejlepší, ale také nejnáročnější přístup k ocenění jakéhokoliv podnikatelského subjektu jako celku. Podle toho, jaké výnosy či obecně efekty pro ocenění použijeme, rozlišujeme výnosové ocenění založené na principu cash flow nebo zisku či jejich kombinace. Rozlišujeme následující základní metody:

- diskontovaných peněžních toků,
- kapitalizovaných čistých výnosů,
- kombinované výnosové metody.

V případě podniků, zejména v anglo-americké oblasti, jsou při oceňování podniků používané metody založené na principu diskontovaných cash flow. Jak si ukážeme později, v případě oceňování finančních institucí tomu bude poněkud jinak.

1.3 Důvody pro ocenění finančních institucí

Dalším faktorem, který velmi významně ovlivňuje volbu metody je důvod pro ocenění. Podobně jako u podniků je i ocenění finančních institucí určitou službou,

kterou si zákazník objednává a která mu přináší určitý užitek. Ocenění finanční instituce proto vychází z různých podnětů a může sloužit k různým účelům. Důvody pro ocenění mohou být velmi různorodé. Ocení finanční instituce je nutné při její koupi nebo prodeji, při vstupu nových společníků, při fúzích a akvizicích, při sanaci, likvidaci, konkurzu nebo pro srovnání tržní hodnoty akcií na burze a vnitřní hodnoty (potenciálu) dané finanční instituce. Důležitou roli rovněž hraje fakt, zda potřebujeme ocenit finanční instituci jako celek, či pouze některé složky jejího majetku pro účely daňové nebo účetní. U každého ocenění musí být jasné vymezeno, z jakého důvodu vzniklo, o jakou kategorii hodnoty se jedná a jaká úroveň hodnoty má být určena. Z tohoto důvodu je nesmírně důležité si na začátku každého ocenění ujasnit, z jakého podnětu je ocenění prováděno a jaká hodnota má být výsledkem ocenění. Volba technik by pak měla být podřízena funkcím, které by mělo ocenění plnit. Zejména volba metody oceňování je v tomto případě velmi důležitá. Jak bude později ještě rozvedeno, pro určení hodnoty finanční instituce jakožto podnikatelského subjektu na principu going-concern bude nejvhodnější ocenění výnosové. Pro určení tržní hodnoty můžeme použít metodu tržního srovnání či výnosové metody, které založíme na peněžních tocích očekávaných trhem. Majetkové ocenění je možné využít pro ocenění jednotlivých složek bankovního majetku nebo jako základ pro speciální metodu oceňování bank – tj. metodu „obligačního cenového modelu“ (viz kapitola 3.2.8).

Pokud provádíme ocenění finanční instituce pro účely akvizice, je vhodné ocenit finanční instituci „samu o sobě“, to znamená, jako kdyby pokračovala ve fungování jako samostatný celek na principu going-concern, tj. věčného trvání, a dále pak oceňujeme tuto instituci z hlediska konkrétních záměrů, které mají být uskutečněny v souvislosti s fúzí s jinou finanční institucí. Porovnáním obou hodnot pak získáme efekt synergie, přičemž součet hodnoty samostatně existující instituce a synergie může tvořit horní hranici ceny.

Důležitý je rovněž fakt, zda důvodem pro ocenění je stanovení investiční (subjektivní) hodnoty či hodnoty objektivizované. Investiční (subjektivní) hodnota představuje, jak již bylo uvedeno v kapitole 1.1, hodnotu finanční instituce pro konkrétní subjekt. Proto se do hodnoty stanovené tímto způsobem promítou individuální očekávání, ale i záměry daného subjektu. Každý subjekt totiž může mít s konkrétní finanční institucí jiné záměry a představy o jejím fungování a využití. To se pak promítne i do rozhodování o její koupi. Naopak objektivizovaná hodnota finanční instituce by měla vyjadřovat hodnotu finanční instituce, která bude

postavena v co největší míře na všeobecně uznávaných datech a při jejím stanovení budou dodrženy příslušné požadavky a stanovené zásady. I to je v podstatě jedním ze záměrů této knihy, tj. stanovit a analyzovat určité objektivizované postupy a zásady, které by při praktickém oceňování měly být dodrženy. Tímto způsobem může být zjištěna „vnitřní hodnota“ finanční instituce, její potenciál. Tento pak může být upraven o konkrétní záměry, požadavky a cíle daného subjektu. Může být také srovnáván s tržní hodnotou finanční instituce vypočítané metodou tržní kapitalizace s cílem zjistit, zda hodnota finanční instituce na trhu odpovídá jejímu vnitřnímu potenciálu.

Závěrem této podkapitoly je nutné zdůraznit, že hodnota finanční instituce je závislá nejen na objektivních datech a postupech, ale že může být ovlivněna i záměrem ocenění a jeho důvody a subjektivním či objektivním přístupem k jejímu oceňení. Získaná hodnota finanční instituce je pak základem pro vyjednávání o kupní či prodejní ceně.

Bližší podrobnosti ohledně záměrů ocenění a stanovení ceny oceňovaného subjektu jsou podrobně zpracovány v odborné literatuře⁵ a nebudou v této knize dále rozebírány, neboť jsou v případě oceňování finančních institucí založeny na podobných principech jako u podniků.

⁵ Např.: Mařík, M. a kol: Metody oceňování podniků. Proces ocenění, základní metody a postupy. Ekopress, Praha 2003, s. 402.

2 Finanční instituce, jejich specifika a odlišnosti od klasických podniků

2.1 Obecná charakteristika finančních institucí a jejich současný vývoj

Tato publikace se zabývá oceňováním následujících finančních institucí:

- komerční banky,
- spořitelní a úvěrová družstva,
- investiční společnosti a investiční fondy,
- penzijní fondy.

Finanční instituce jsou charakterizovány tím, že pracují více či méně s peněžními prostředky, poskytují finanční služby, investují peněžní prostředky (ať už svoje, či svých klientů), některé z nich poskytují úvěry. Další významnou charakteristikou těchto institucí je fakt, že využívají ke svému podnikání v rozhodné míře cizí peněžní prostředky, které mají svěřeny od svých klientů. V případě jejich úspěšného zhodnocení se o výnosy se svými klienty dělí. Práce s peněžními prostředky a vysoký stupeň zadlužení má za následek skutečnost, že při výnosovém oceňování těchto institucí se budeme opírat především o výkaz zisků a ztrát a budeme odvozovat disponibilní peněžní tok pro majitele, tzv. *Free Cash Flow Equity* „FCFE“. Volné peněžní toky (FCF), které identifikují budoucí peněžní tok pro všechny poskytovatele kapitálu, nenachází při oceňování finančních institucí příliš uplatnění. Příčinu můžeme najít také v tom, že používání výkazů cash flow u klasických podniků vychází ze skutečnosti, že zisk podniku nemusí být podložen reálnými peněžními prostředky a může být vázán např. v nedobytných pohledávkách. V případě finančních institucí by tomu mělo být jinak a jejich zisk by mělo být možné ztotožnit se skutečně reálně vykázanými peněžními prostředky. To je také důvod pro možnou toleranci z pohledu finanční teorie poněkud nepřesného odvozování disponibilního peněžního příjmu pro majitele z upraveného výkazu zisků a ztrát. Ziskový přístup podporuje rovněž i skutečnost, že současné

tendence ve vývoji finančních institucí vedou ke komplexnosti nabízených služeb, kdy např. banky začínají nabízet různé pojišťovací produkty apod. V případě širšího spektra služeb a produktů nabízených finančními institucemi je nezbytně nutné, abychom byli schopni plánovat očekávaný zisk z jednotlivých dílčích činností, což nám umožní ocenit finanční instituci nabízející široké spektrum služeb a produktů. Ne všechny složky zisku však budou stejně obtížně plánovatelné. Relativně nejjednodušší to bude u zisku z poplatků a provizí, nejobtížnější (ne-li prakticky nemožné) to bude u investiční činnosti, jejíž úspěšnost je značně variabilní a nezbude nic jiného, než odhadovat budoucí zisk z této činnosti na základě minulých let s tím, že budeme předpokládat zachování dosavadní investiční strategie i personálního zabezpečení této činnosti. Specifickým případem při oceňování finančních institucí je oceňování konsolidovaného celku tvořeného několika finančními institucemi. V tomto případě je možné využít dva postupy. Ten první a jednodušší vychází pouze z ocenění mateřské společnosti, přičemž potenciál a výnosy z dceřiných společností se projeví při oceňování u mateřské společnosti jako výnosy z majetkových účastí. Složitější, ale patrně přesnější způsob oceňování vychází z ocenění mateřské společnosti na individuálním základě bez promítnutí výnosů z majetkových účastí a dále pak samostatného ocenění jednotlivých dílčích dceřiných společností. Součet ocenění jednotlivých subjektů je pak oceněním celého konsolidačního celku. Platí zde podobné principy jako při oceňování podniků koncernového uspořádání, proto není tato problematika v publikaci samostatně řešena. Mimochodem ani v případě oceňování podniků na bázi koncernu není postup při výnosovém ocenění jednoznačně stanoven. Při praktickém provádění výnosového ocenění finančních institucí je nejprve nutné souhrnně posoudit finanční zdraví dané finanční instituce a její schopnost existovat na principu going-concern. V dalším kroku je pak nutné identifikovat budoucí potenciál příslušných trhů a vývoj podílu dané finanční instituce na něm. V případě, že tento vývoj nejsme schopni identifikovat, zejména pokud se týká úspěšnosti investiční činnosti dané finanční instituce, musíme vycházet z metody známé z oceňování podniků jako kapitalizované čisté zisky a předpokládat budoucí vývoj přibližně ve stejných intencích jako byl doposud.

Metoda tržního srovnání je v případě oceňování finančních institucí použitelná jen velmi omezeně, neboť jsou jen ve velmi omezeném rozsahu k dispozici tržní hodnoty srovnatelných subjektů či ceny uskutečněných transakcí.

Provedení majetkového ocenění je v případě finančních institucí relativně nejjednodušší, neboť jsou již velmi dobře propracovány metody oceňování jednotlivých finančních aktiv. Problémem je ovšem využitelnost tohoto způsobu ocenění, neboť oceňovací teorie jej doporučuje použít pouze pro oceňování jednotlivých složek majetku pro účetní a daňové účely a nikoliv pro ocenění dané finanční instituce jakožto podnikatelského subjektu.

Na závěr této kapitoly je třeba zdůraznit, že oceňování finančních institucí je komplikovanou záležitostí ještě z jednoho důvodu. Hodnota finančních institucí je velmi závislá na celkovém makroekonomickém vývoji včetně jeho základních makroekonomických údajů jako je vývoj úrokových sazeb, HDP, inflace apod. Touto závislostí však nemáme na mysli pouze vliv těchto veličin na změny hodnoty aktiv či výnosů finančních institucí, ale také na poptávku po nabízených produktech a službách jednotlivých finančních institucí. Výrazný vliv může mít také politický vývoj a legislativní opatření. Typickým příkladem může být poptávka po produktech jednotlivých podílových fondů či vývoj poptávky po službách penzijních fondů nebo změny v poptávce po jednotlivých bankovních produktech.

2.2 Metodický přístup k oceňování finančních institucí

V kapitolách 3–6 budou charakterizovány základní postupy a přístupy k oceňování vymezených finančních institucí, přičemž každé instituci je věnována jednotlivá kapitola. V každé kapitole budou nejprve stručně charakterizovány jednotlivé instituce, neboť pochopení základních principů fungování a hospodaření příslušné finanční instituce včetně znalosti základních účetních výkazů je nezbytnou nutností pro její věrohodné a objektivizované ocenění. Zejména je nutné identifikovat specifika, kterými se příslušná finanční instituce liší od klasických podniků, neboť tato specifika mohou výrazným způsobem ovlivnit a modifikovat základní přístupy k ocenění této instituce. Na základě těchto specifických jsou pak popsány jednotlivé přístupy a postupy ocenění těchto finančních institucí. Jedná se vesměs o přístup na principu výnosovém, neboť jak již bylo uvedeno, ocenění jakéhokoli podnikatelského subjektu jako celku nejlépe postihuje právě ocenění výnosové. Specifikum jednotlivých finančních institucí se projeví zejména v identifikaci disponibilního peněžního příjmu pro majitele. Ostatní fáze procesu výnosového oceňování budou založeny na podobném principu jako je tomu u podniků, což se

zejména týká problematiky finanční, externí a interní analýzy a procesu finančního plánování, který je pro výnosové ocenění, jak bude později uvedeno, klíčový. Rozdíl v pojetí sestavení plánu pro účely oceňování se přece jen projeví, a to zejména v tom, že jednotlivé položky zisku příslušné finanční instituce se plánují zvlášť a rozdílným způsobem. Naopak procesu finanční a interní analýzy by měla znalci výrazně napomoci skutečnost, že u některých finančních institucí existuje kontrola státními orgány a kontrola depozitárem. Novým prvkem oproti oceňování podniků bude promítnutí a zohlednění rizika, které je při oceňování jednotlivých finančních institucí nutné respektovat a zohlednit. Významnou součástí výnosového ocenění finančních institucí je rovněž stanovení diskontní úrokové míry k diskontování budoucích disponibilních peněžních příjmů na současnou hodnotu.

Problematika stanovení diskontní úrokové míry používané k diskontování budoucích toků plynoucích z vlastnictví ekonomického aktiva či z uskutečněné investice v rámci podnikatelského subjektu patří mezi klíčové teoretické problémy oceňování podnikatelských subjektů a investičního rozhodování. Již samotný název diskontní úroková míra vyvolává diskuzi a polemiku, neboť především odborníci působící v oblasti bankovnictví často zdůrazňují, že pojem diskontní úroková míra by se měl používat pouze pro úrokovou míru vyhlášovanou centrální bankou, jiní namítají, že si tento název nemohou přivlastňovat pouze bankéři, ale že má širší použití.

Pro účely oceňování je již poměrně podrobně zpracována problematika diskontní úrokové míry pro oblast klasických podniků, i když i zde jsou některé problémy ještě zcela nedořešeny. V českých podmínkách se zasloužili o rozvoj finanční teorie v oblasti diskontní úrokové míry pro účely oceňování podniků především manželé Maříkovi, kteří publikovali na toto téma celou sérii studií. V zahraničí byly publikovány některé studie A. Dammodaranem, popřípadě je možné při řešení sporných otázek využít zkušenosti z praxe německých soudů. Problematika diskontní úrokové míry pro účely oceňování bank a dalších finančních institucí není v podmínkách ČR vůbec řešena, a ani v zahraničí se s ní prakticky nesetkáme. Dokonce ani ve dvou nejznámějších publikacích zabývajících se oceňováním bank a dalších finančních institucí nejsou specifika stanovení diskontní úrokové míry pro účely oceňování finančních institucí zmíněna a v kapitolách o diskontní úrokové míře jsou popisovány obecné postupy, které platí pro klasické podniky. Musíme připustit, že při stanovení diskontní úrokové míry pro účely oceňování