

Oceňování finančních institucí ve světle mezinárodních oceňovacích standardů[#]

*Milan Hrdý**

Úvod

Oceňování finančních institucí je speciální oblastí oceňování podnikatelských subjektů. Ve světě se tato oblast začala rozvíjet teprve na konci minulého a na začátku tohoto století, a to zejména v publikacích autorů Hazel (1996), Miller (1995) a Rezaee (2001). Postupně docházelo k dalšímu rozvoji oceňovacích přístupů, přičemž za zmínku stojí zejména publikace autorů Massari, Gianfrate a Zanetti (2014). V České republice dochází k rozvoji problematiky oceňování finančních institucí během prvního desetiletí tohoto století s tím, že nejprve byla analyzována problematika oceňování komerčních bank, poté pojišťoven a dalších finančních institucí. Za zmínku stojí zejména publikace autora Hrdý (2005, 2011, 2012, 2013, 2015), Hrdý-Ducháčková (2011), Králík (2007) a Hejduková (2009, 2010). Postupy oceňování finančních institucí v ČR byly postupně zdokonalovány, což vyústilo v publikování oceňovacích standardů pro komerční banky (Hrdý, 2018), pro komerční pojišťovny (Hrdý-Ducháčková, 2017) i pro další finanční instituce (Hrdý, M. aj., 2017). Tyto oceňovací standardy vycházejí z obecných oceňovacích principů a postupů uplatňovaných pro tradiční podniky, do kterých jsou promítnuta specifika jednotlivých finančních institucí. Tento přístup se opírá o skutečnost, že komerční banky, komerční pojišťovny, penzijní společnosti, investiční společnosti jsou také podnikatelské subjekty, které jsou založeny za účelem dosahování zisku. I z toho důvodu budou u nich použitelné všechny tři základní přístupy k oceňování klasických podniků, tj. výnosové oceňování, oceňování metodou tržního porovnání a oceňování majetkové, přičemž budoucí potenciál oceňované finanční instituce nejlépe postihují metody výnosové, popřípadě metody tržního porovnání. Při sestavování oceňovacích standardů pro finanční instituce je pochopitelně nezbytné respektovat specifika příslušné finanční instituce, která ovlivní nejen preferenci příslušné metody, ale také způsob její aplikace, např. v případě výnosového oceňování využití FCFF nebo FCFE či odnímatelných čistých zisků. Specifika jsou zohledněna také v případě identifikace diskontní úrokové míry pro účely oceňování, kdy je zejména zvažováno, zda použít vážené náklady kapitálu nebo pouze náklady vlastního kapitálu, přičemž ve druhém případě je nutné zvážit způsob identifikace koeficientu beta, kdy se u finančních institucí pracuje velmi často s tzv. magickou jedničkou, která může být uplatněna zejména u stabilních a zralých komerčních bank a komerčních pojišťoven. Mezi základní specifika finančních institucí, která mohou výrazným způsobem ovlivnit jejich oceňování patří práce s peněžními prostředky, vysoká zadluženost, obhospodařování klientských peněz, systém poboček, specifická řízení rizik, náročné finanční plánování apod. Navržené české oceňovací standardy a postupy jsou v omezené míře používány vybranými oceňovacími institucemi v praxi a také se pracuje na jejich schválení příslušným ministerstvem. V platnosti jsou však také Mezinárodní oceňovací standardy (International Valuation Standards IVS), které byly naposledy publikovány ve dvojjazyčné verzi anglicko-české z roku 2017 a které poskytují základní pohled na problematiku oceňování, přičemž za relevantní ocenění se má to, které je v souladu se

[#] Článek byl zpracován s využitím prostředků institucionální podpory na dlouhodobý koncepční rozvoj vědy a výzkumu na FFÚ VŠE IP 100040.

* Doc. JUDr. Ing. Milan Hrdý, Ph.D. – docent na Katedře financí a oceňování podniku Fakulty financí a účetnictví VŠE Praha.

základními principy a postupy těchto standardů včetně zohlednění účelu ocenění. Standardy hodnoty popisují základní premisi, na kterých budou založeny výsledné hodnoty (Mezinárodní oceňovací standardy, 2017). Cílem tohoto příspěvku je proto posoudit, zda navržené České oceňovací standardy pro finanční instituce (ČOSFI) jsou v souladu se základními principy a postupy Mezinárodních oceňovacích standardů (IVS), což by zvýšilo jejich relevantnost, serióznost a vypovídací schopnost. Pro účely naplnění cíle tohoto příspěvku bude využita metodika analýzy IVS i ČOSFI a jejich komparace s následnou syntézou získaných poznatků do příslušných závěrů. Bude posuzováno zejména, zda navrhované postupy oceňování finančních institucí jsou v souladu s relevantními a vhodnými oceňovacími přístupy doporučenými IVS včetně základní premise.

1. Základní teoretická východiska Mezinárodních oceňovacích standardů (IVS) se zaměřením na oceňování podnikatelských subjektů

Mezinárodní oceňovací standardy, dále jen IVS, stanovují obecný rámec pro oceňování. Tento obecný rámec vychází z toho, že při oceňování podle tohoto rámce jsou dodržovány všechny relevantní standardy vydané Radou pro mezinárodní oceňovací standardy, dále jen IVCS. Cílem této činnosti je posilování kvality a veřejné důvěry oceňování. Důležitá je transparentnost oceňování a dodržování konceptů a základních principů oceňování. Z toho důvodu je důležité, aby veškeré oceňovací postupy a standardy oceňování vytvářené pro specializované účely, mezi které patří také i oceňování finančních institucí, byly plně v souladu s IVS, čímž dojde výrazně k posílení důvěryhodnosti oceňování v těchto oblastech. Kromě obecných principů a postupů IVS řeší i problematiku specifických přístupů pro jednotlivá aktiva, kterými jsou „Podniky a obchodní podíly“, „Nehmotná aktiva“, „Budovy a zařízení“, „Práva k nemovitým věcem“, „Developerské projekty“ a „Finanční nástroje“. Z hlediska oceňování finančních institucí bude důležité posoudit především IVS pro „Podniky a obchodní podíly“, protože finanční instituce, jak již bylo dříve uvedeno, jsou specifickými druhy podniků, které jsou také zřízeny na za účelem dosahování zisku. Kromě těchto standardů budou v případě finančních institucí důležitá i IVS „Nehmotná aktiva“, která mají specifickou podobu. Jedná se zejména o licenci, protože většina finančních institucí podléhá regulovanému podnikání, dále pak o jádrová depozita a jádrové komitenty v případě komerčních bank a o pojistný kmen v případě komerčních pojišťoven. Je třeba se také zabývat IVS pro „Finanční nástroje“, protože v rámci rozvahových i podrozvahových položek se u finančních institucí vyskytuje celá řada těchto nástrojů.

Klíčové budou IVS pro „Podniky a obchodní podíly“. Nejprve je důležité určit standard hodnoty a účel ocenění. Poté je možné použít některý z doporučených oceňovacích přístupů, tj. tržní přístup, výnosový přístup a nákladový přístup.

V případě tržního přístupu musí existovat určitá srovnávací základna s jejíž využitím může být ocenění provedeno. Musí existovat podobnost srovnávaného podniku a dostatek použitelných informací. Pro tyto účely by měla být vybírána především veřejně obchodovatelná aktiva. Vhodné je použití více srovnatelných aktiv, pokud jsou k dispozici. Vedle srovnatelných transakcí se pracuje též s metodou kapitálových trhů, která může v případě finančních institucí hojně využívána, pokud finanční instituce bude veřejně obchodovaným aktivem, což nastává zejména v případě komerčních pojišťoven. Klíčový je rovněž výběr oceňovacích metrik, které mohou být i váženým průměrem několika těchto metrik. Významnou roli hraje i spolehlivost údajů srovnávaných podniků a jejich ověřitelnost.

Výnosový přístup pro oceňování podniků by měl vycházet z IVS 105. Vychází se ze schopnosti příslušného aktiva generovat výnosy a zároveň jsou k dispozici přiměřené

projekce těchto budoucích výnosů. Je nutné znát období projekce a také vhodný druh efektu, který bude příslušné aktivum generovat. Tímto efektem mohou být výnosy, peněžní toky, nebo úspory generované příslušným aktivem (IVS, 2017, s. 78). Vzhledem k tomu, že budoucí výnosy či peněžní toky je nutné diskontovat na současnou hodnotu, bude hrát klíčovou roli také určení kapitalizační či diskontní úrokové míry, podle druhu výnosu, který bude použit. Tuto diskontní úrokovou míru je možné určit podle IVS (2017, s. 90) následující metodami:

- model oceňování kapitálových aktiv (CAPM),
- průměrné náklady kapitálu (WACC),
- pozorované nebo odvozené sazby,
- vnitřní výnosové procento (VVP),
- průměrný (vážený výnos aktiv (WARA),
- stavebnicová metoda používaná při absenci tržních hodnot.

Diskontní úroková míra by měla zahrnovat rizika projekce daného aktiva včetně příslušné teritoriality. Zohledněn by měl být i druh peněžního toku. Vedle explicitní projekce by se mělo pracovat i s terminální hodnotou. K identifikaci této terminální hodnoty jsou doporučovány určité postupy včetně Gordonova přístupu, tržního přístupu a zůstatkové hodnoty (IVS, 2017, s. 88). Při identifikaci diskontní úrokové míry by měly být kromě rizika zohledněn také fakt, zda se jedná o movitý majetek, nemovitý majetek nebo podnik, dále pak životnost oceňovaného aktiva, popřípadě jeho geografická alokace.

U výnosu či peněžního toku je pak třeba rozlišovat, zda se jedná o výnos pro celé aktivum nebo jeho část, dále pak zda je výnos peněžní tok před zdaněním nebo po zdanění, zda je reálný nebo nominální a také měnu příslušného výnosu či peněžního toku (IVS, 2017, s. 84).

Nákladový přístup je podle IVS pro oceňování podniků či obchodních podílů méně vhodný, neboť nejsou obvykle splněny požadavky v rámci IVS 105, avšak možnost použití tohoto přístupu je připuštěna za předpokladu, že se jedná o podnik, který je v raném stádiu vývoje a není možné určit zisky či peněžní toky, které budou v budoucnosti generovány, nebo nejsou splněny předpoklady nepřetržitého trvání podniku (IVS, 2017, s. 110). Připuštěna je rovněž metoda sumace, která vychází z principu ocenění každého dílčího aktiva s následným sečtením těchto dílčích hodnot aktiv, která tvoří celé oceňované aktivum, přičemž je vhodná třeba pro použití u investičních společností (IVS, 2017, s. 94). Zde je možné učinit malou poznámku o tom, že IVS měly spíše na mysli investiční či podílové fondy, které jsou tvořeny právě různými druhy především finančního majetku, zatímco investiční společnosti mají spíše roli obhospodařovatele, který získává své výnosy především na bázi provizní z obhospodařování příslušných fondů.

Mezinárodní oceňovací standardy věnují zvláštní pozornost i oceňování nehmotných aktiv, přičemž připouštějí použití všech tří základních oceňovacích přístupů v souladu s IVS 105. Za zmínku stojí rovněž speciální metoda tzv. nadměrných zisků, které mohou být identifikovány po odečtení zisků, které mohou být přiřazeny aktivům nezbytným pro generování peněžních toků (IVS, 2017, s. 128). Podle IVS lze metodu nadměrných zisků použít jen tehdy, pokud nehmotné aktivum funguje v „ustáleném stavu se stabilními mírami růstu/úbytku, konstantními ziskovými maržemi a konzistentními úrovněmi/náklady přispívajících aktiv“ (IVS, 2017, s. 128). Významnou roli hraje i metoda licenční analogie, která vychází z ušetření hypotetických licenčních poplatků, které jsou ušetřeny díky

vlastnictví aktiva, které by jinak muselo být licencováno třetí osobou (IVS, 2017, s.132). Zajímavou metodou je bezesporu i metoda vyjmutí, kdy hodnota nehmotného aktiva by byla vypočítána jako rozdíl mezi dvěma scénáři, kdy je nehmotné aktivum využíváno a kdy nehmotné aktivum využíváno není (IVS, 2017, s. 136).

V případě finančních institucí hrají významnou roli finanční nástroje, jejichž oceňování se zabývá oceňovací standard IVS 500 „Finanční nástroje“. IVS definují, co finančním nástrojem vlastně rozumí a v jakých případech by oceňování finančních nástrojů mělo být používáno. „*Finanční nástroj je smlouva, která mezi určenými stranami vytváří práva nebo závazky obdržet nebo zaplatit hotovost nebo jiné plnění*“ (IVS, 2017, s. 202). Patří sem deriváty, nástroje s pevným i proměnlivým výnosem či různé strukturované produkty. Ocenění může být prováděno pro účely různých forem spojování podniků, pro jejich nákup a prodej, pro účetní výkaznictví nebo pro různé regulatorní požadavky (IVS, 2017, s. 202). IVS připouští všechny tři oceňovací přístupy definované v IVS 105. Doporučují rovněž brát zvláštní zřetel na likviditu a tržní aktivitu, dále pak na vstupní údaje a kontrolní prostředí a v neposlední řadě pak na úvěrové riziko (IVS, 2017, s. 210). Jistě není třeba zdůrazňovat, že v případě oceňování finančních institucí hraje úvěrové riziko a jeho správná identifikace klíčovou roli. IVS mimo jiné doporučují posuzovat nejen historickou či projektovanou finanční výkonnost daného subjektu či protistrany či případně i jeho ručitelů, ale také posouzení výkonnosti a perspektivy odvětví, ve kterém příslušný podnik působí (IVS, 2017, s. 212). Jistě i velmi aktuální v souvislosti se současnou pandemií Covid-19. IVS rovněž doporučují důsledně rozlišovat mezi úvěrovým rizikem nástroje a úvěrovým rizikem emitenta či protistrany a také věnovat významnou pozornost různým typům ochrany před nesplněním závazku. Máme na mysli zejména záruky třetí stran ve formě pojistné smlouvy, swapu úvěrového selhání či podložení nástroje více aktivy, než je nezbytné k úhradě všech plateb (IVS, 2017, s. 214). K posouzení rizika protistrany je možné použít celé spektrum nástrojů, ať již z dostupných databází či s využitím příslušných ratingových agentur, nebo také na základě vlastního posouzení bonity klienta na základě použití vlastních dostupných informací. Při oceňování je také třeba věnovat náležitou pozornost zajištění a s tím související kvalitě zajišťovaného aktiva. IVS mají na mysli především hodnotu a likviditu zastaveného aktiva, přičemž čím vyšší bude hodnota a likvidita zastaveného aktiva, tím bude nižší celkové riziko nástroje (IVS, 2017, s. 216). Zkoumána by měla být také likvidita příslušného nástroje, přičemž se důsledně odlišuje mezi nástrojem, který je běžně obchodovatelný a nástrojem, který je speciálně dohodnutý mezi stranami a není převoditelný na třetí osobu.

2. Stručný přehled přístupů k oceňování finančních institucí na bázi ČOSFI

Pro účely zpracování přehledu přístupů k oceňování finančních institucí budeme vycházet především z postupů komplexně zpracovaných dle Hrdého (2017). Tyto oceňovací přístupy byly zpracovány na základě promítnutí specifik jednotlivých finančních institucí do obecných oceňovacích postupů doporučovaných pro klasické podniky. Mezi tato základní specifika patří především práce s peněžními prostředky, oblast regulovaného podnikání, zhodnocování peněžních prostředků klientů a s tím spojená vysoká zadluženost, různorodost činností a identifikace jednotlivých ziskových kategorií z těchto činností, existence poboček, různé druhy rizik apod. Přes tato jednotlivá specifika je však třeba konstatovat, že pro účely oceňování jsou používány všechny tři základní přístupy k oceňování, tj. výnosový přístup, tržní srovnání i majetkové ocenění, přičemž klíčovou roli má tržní porovnání i výnosové ocenění, přičemž majetkové ocenění se používá pouze ve specifických případech, např. při oceňování komerčních bank metodou obligačního cenového modelu, kde je nutné identifikovat čistou hodnotu aktiv.

Výnosové oceňování je možné použít prakticky u všech finančních institucí. Otázkou pouze je, jaký efekt (výnos, zisk, peněžní tok) použít. Vzhledem k vysoké zadluženosti se používají tyto efekty pro majitele. V případě volných peněžních toků jsou to volné peněžní toky pro majitele neboli FCFE. Tento přístup k oceňování doporučuje i zahraniční literatura, např. Massari, Gianfrate a Zanetti (2014). Hrdý (2017) naopak doporučuje tzv. výnosový potenciál neboli dividendový potenciál neboli čistý odnímatelný zisk. Tento přístup je založen na ziskovém principu, přičemž pro účely oceňování se bere celý tento dosažený zisk bez ohledu na výši vyplácených dividend. Z toho důvodu se používá pojem dividendový potenciál. Naopak již dříve zmíněná zahraniční literatura pracuje s modelem DDM neboli diskontovaný dividendový model, který používá skutečně vyplácené dividendy. Při výnosovém oceňování finančních institucí je třeba identifikovat zisky či peněžní toky z jednotlivých dílčích činností, přičemž mezi klíčové patří zejména úrokové výnosy a výnosy z poplatků a provizí a v případě komerčních pojišťoven pak výsledky technických účtů k životnímu a neživotnímu pojištění. Výnosy z poplatků a provizí jsou pak důležité v případě oceňování penzijních a investičních společností, které vybírají poplatky za obhospodařování příslušných penzijních, investičních či podílových fondů. Jednotlivé ziskové kategorie jsou pak také specifickým způsobem plánovány. Součástí výnosového oceňování finančních institucí je podobně jako v případě klasických podniků finanční analýza. Ta má za účel posoudit finanční zdraví oceňované instituce a připravit podmínky pro sestavení finančního plánu. Oceňovatel má nespornou výhodu v tom, že oblast finančních institucí je regulované podnikání a Českou národní bankou jsou publikovány údaje za celý sektor např. bankovníctví a je možné srovnat finanční výsledky např. oceňované banky s průměrem za odvětví, a to nejen u absolutních ukazatelů, ale také i u mnoha poměrových ukazatelů. Bezproblémové je rovněž mezipodnikové srovnání, neboť většina finančních institucí publikuje poměrně podrobné výroční zprávy, ze kterých je možné vyčíst finanční situace dané instituce. Kromě finanční analýzy se v případě finančních institucí používá také analýza interních a externích faktorů, přičemž součástí analýzy externích faktorů je kromě analýzy konkurence také ekonomická a demografická analýza, neboť složení obyvatelstva hraje v případě finančních institucí velmi důležitou roli. Mladší lidé mají větší úvěrový potenciál s možností čerpání různých druhů služeb, starší lidé naopak mají větší spořicí potenciál. Stejně tak ekonomická situace v příslušných regionech hraje významnou roli z hlediska úvěrové činnosti, pojišťovací činnosti apod.

Při výnosovém oceňování je nutné správně zvolit diskontní úrokovou míru. Ta je v případě finančních institucí stanovována na bázi nákladů vlastního kapitálu, které jsou identifikovány třemi základními způsoby, a to sice metodou dividendového diskontního modelu, na základě linie kapitálového trhu odvozeného z modelu oceňování kapitálových aktiv nebo na základě stavebnicové metody. V případě linie kapitálového trhu je nutné identifikovat bezrizikovou úrokovou míru, tržní rizikovou prémii a koeficient beta. Při identifikaci tohoto koeficientu se hodně diskutuje o možnosti využití magické jedničky, neboť finanční instituce často kopírují tržní portfolio, avšak v poslední době provedené výzkumy (např. Hrdý-Pláničková, 2019) ukazují, že hodnoty koeficientu beta se značně odlišují, a to jak v závislosti na druhu finanční instituce, tak i v závislosti na teritoriu. Rozdílné koeficienty beta mají rovněž i jednotlivé činnosti příslušné finanční instituce. Např. u komerčních bank je třeba brát do úvahy podíl komerční a investiční činnosti, v případě komerčních pojišťoven pak podíl životního a neživotního pojištění na celkovém portfoliu této instituce. Životní pojištění je rizikovější než neživotní a stejně tak investiční činnost vykazuje výrazně vyšší koeficient beta, než je tomu v případě komerční činnosti. V případě použití stavebnicové metody je třeba především identifikovat jednotlivé přírážky za příslušné různé druhy rizik.

Tím se dostáváme k problematice rizika při oceňování finančních institucí. Finanční

institute podléhají různým druhům rizik, přičemž mezi klíčová rizika patří zejména úvěrové riziko, úrokové riziko, likviditní riziko, tržní riziko a operační či další rizika. Úvěrové riziko je klíčové u finančních institucí, které poskytují různé formy úvěrů, jejichž nesplacení může významným způsobem ohrozit existenci této finanční instituce. Proto je nutné věnovat významnou pozornost tomu, jakým způsobem se oceňovaná finanční instituce dokáže s tímto rizikem vypořádat a především pak, jak je úspěšná s jeho odhadem pro jednotlivé produkty a segmenty. Riziko se do oceňování promítá různými způsoby. V případě výnosového oceňování je to zejména tvorba rezerv či opravných položek, které snižují odnímatelný čistý zisk neboli dividendový potenciál a také ukazatel kapitálové přiměřenosti, kterou musí příslušné finanční instituce, zejména komerční banky, dodržovat, přičemž případný příděl ze zisku na pokrytí tohoto ukazatele opět snižuje odnímatelný čistý zisk neboli dividendový potenciál.

Metoda tržního porovnání se používá v případě finančních institucí stejným způsobem, jako je tomu u klasických podniků, kdy je třeba najít srovnatelný podnik či transakci a vhodné násobitele či jejich kombinaci. Nalezení srovnatelného podniku neboli srovnatelné finanční instituce by však mělo být jednodušší než u klasických podniků. Týká se se to zejména komerčních bank, které jsou si relativně velmi podobné, co se týká struktury aktiv a pasiv i nabízených obchodů. Určitou otázkou k diskusi může být způsob řízení rizika, avšak vzhledem k poměrně přísným regulačním opatřením jak na úrovni Evropské unie, tak na úrovni národní, které musí banky plnit, ani tento problém není zásadní. Pokud banky např. používají vlastní modely na řízení rizik, musí být schváleny národním regulátorem. U srovnatelných transakcí bude situace poněkud komplikovanější, neboť vzhledem k malému trhu v rámci České republiky je těchto transakcí poskrovnu. Násobitelé mohou být jsou nejčastěji voleny na bázi poměru tržní a účetní hodnoty, popřípadě na bázi ukazatele P/E.

V případě majetkového ocenění má oceňovatel značnou výhodu v tom, že poměrně velká část aktiv i pasiv finančních institucí jsou dle postupů účtování pro banky a další finanční instituce již převedena na reálnou hodnotu za použití příslušných doporučených metod. Účetní ocenění aktiv i pasiv má proto relativně vysokou vypovídací schopnost. Tento fakt je důležitý zejména z toho důvodu, že v některých případech je doporučována tzv. metoda postupného zpřesňování (Hrdý, 2005), kdy se nejprve provádí hrubý předběžný odhad hodnoty finanční instituce na bázi relativně rychle dostupných údajů. Souvisí to také se speciální metodou oceňování finančních institucí na bázi tzv. obligačního cenového modelu vycházejícího z principu, že poměr výnosnosti vlastního kapitálu a nákladů vlastního kapitálu bude stejný jako poměr tržní a účetní hodnoty finanční instituce. Pro účely účetní hodnoty finanční instituce se používá tzv. čistá hodnota aktiv jakožto rozdíl mezi hodnotou aktiv a závazků. Pokud jsou účetní hodnoty aktiv i závazků k dispozici a využijeme dosavadní výnosnost vlastního kapitálu a jeho náklady, je možné poměrně rychle stanovit přibližný základ tržní hodnoty oceňované finanční instituce. Tento postup je pak možné zpřesňovat tím, že některé druhy aktiv budeme převádět na tržní hodnoty, což se zejména týká nemovitostí, které hrají při oceňování finančních institucí rovněž významnou roli, a to nejen v podobě různých administrativních budov v jejich vlastnictví, ale také nemovitostí, které jsou v zástavě proti poskytnutým úvěrům a jejich správné ocenění výrazným způsobem ovlivní práci s rizikem.

V rámci oceňování finančních institucí jsou významné také specifické druhy nehmotných aktiv. Patří sem zejména licence nutná k provozování příslušné činnosti, ale také např. jádrová depozita či jádroví komitenti v případě komerčních bank, nebo pojistný kmen u komerčních pojišťoven. Pro oceňování např. jádrových depozit, což jsou v podstatě vklady stálých a dlouhodobých klientů banky, jsou používány všechny tři doporučené metody, tj. nákladový přístup, tržní porovnání i přístup výnosový. Důležitou roli zde mají náklady

nutné na získání těchto jádrových depozit, tj. např. náklady na reklamu apod. Obdobnou roli mají i tzv. jádroví komitenti, což jsou stálí úvěroví zákazníci banky, kteří jsou spolehliví a dlouhodobě čerpají bankovní úvěry, ze kterých plynou bance nemalé stabilní úrokové výnosy. Výnosová hodnota těchto nehmotných aktiv pak bude na úrovni příslušných výnosů, které z nich budou bance plynout. U jádrových depozit potom bude záležet na tom, jakým způsobem budou investovány a zhodnoceny. Svoji hodnotu má rovněž pojistný kmen v případě komerčních pojišťoven, protože se opět jedná o jádrové klienty, kteří se opakovaně pojišťují a vytvářejí pro komerční pojišťovnu stálý příjem. Také jim mohou být nabízeny nové produkty a služby. Nákladový přístup bude opět založen na vyčíslení nákladů na znovu získání těchto klientů včetně příslušné reklamy, provizí pojišťovacím agentům apod. Výnosový přístup pak bude založen na ziskovosti těchto klientů vycházejícího ze škodního poměru těchto klientů, tj. z relace inkasovaného pojistného a vyplacených pojistných událostí.

Ocenění příslušné finanční instituce pak obvykle vychází vždy z kombinace dvou metod, tak jak je obvyklé i v případě oceňování klasických podniků. Při oceňování komerčních bank se dá velmi dobře použít kombinace výnosového ocenění a ocenění na základě již dříve zmíněného obligačního cenového modelu. Výnosové ocenění na základě velmi podrobného finančního plánu skýtá spíše optimističtější výhled, zatímco obligační cenový model je konzervativnější a nebere příliš do úvahy budoucí potenciál oceňované banky. V případě komerční pojišťovny je možné s úspěchem používat metodu tržního porovnání, neboť i v rámci Evropské unie je oceňovací trh relativně rozvinutý. Jako další metodu je možné využít výnosové ocenění nebo obligační cenový model. Hrdý a Ducháčková (2017) navrhli model, který vychází z výnosového ocenění, z ocenění metodou tržního srovnání a z obligačního cenového modelu, přičemž váhu jednotlivým metodám ocenění stanoví sám oceňovatel dle vlastního uvážení. Oceňování penzijních společností probíhá nejčastěji kombinací výnosového ocenění a oceněním metodou tržního srovnání. Určitým problémem je stanovení diskontní úrokové míry u výnosového oceňování, přičemž jednou z možností řešení je použití průměrné výnosnosti penzijních společností. Investiční společnosti budou oceňovány na bázi výnosového oceňování a použitím metody tržního srovnání. Majetkové ocenění zde nehraje významnou roli, protože investiční společnost získává prostředky především na bázi poplatků a provizí, které získává za obhospodařování různých druhů fondů. Naopak investiční fond bude oceněn na bázi kombinace majetkového a výnosového ocenění, přičemž klíčovou roli má ocenění majetku a doplňkovou výnosové ocenění z výnosů majetku.

3. Stručné zhodnocení přístupů k oceňování finančních institucí v kontextu mezinárodních oceňovacích standardů

Jak již bylo uvedeno v předchozím textu, IVS vyžadují transparentnost oceňování a dodržování konceptů a základních principů oceňování, a proto veškeré postupy a standardy včetně ČOSFI vytvářené pro specializované účely musí být s IVS v souladu. Je možné vyslovit určitou hypotézu, že tomu tak skutečně je. Pochopitelně prokazování této hypotézy se nebude opírat o žádné sofistikované metody prokazování, ale pouze o prostou analýzu a jednoduchou komparaci požadavků IVS v určitých oblastech a oceňovacími přístupy u finančních institucí na bázi ČOSFI.

IVS nejprve vyžadují určit standard hodnoty a účel ocenění, což bylo při stanovování ČOSFI vždy bráno do úvahy. Přísně je dodržován rozdíl mezi přístupem k ocenění tržnímu a investičnímu, stejně tak je brán do úvahy i účel ocenění. Zde je vhodné uvést jednu poznámku. U klasických podniků se vyžaduje, aby oceňovatel nepřebíral plán sestavený podnikovými manažery. V případě finančních institucí, zejména pak v případě komerčních bank a komerčních pojišťoven, se reálný plán bez těsné spolupráce oceňovatele

a managementu finanční instituce neobejde. Je však nezbytně nutné, aby právě pro účely odlišení tržního a investičního ocenění oceňovatel velmi přísně posuzoval a odlišoval tržní a subjektivní očekávání managementu oceňované finanční instituce.

Pokud jsou řádně stanoveny standard hodnoty i účel ocenění, umožňují IVS použít některý z doporučených oceňovacích přístupů, tj. tržní přístup, výnosový přístup a nákladový přístup, což se děje i v případě finančních institucí, přičemž princip použití příslušné metody pak závisí mimo jiné i na situaci oceňované finanční instituce a zejména pak i na dostupných datech, podobně jako je tomu při oceňování klasických podniků.

V případě tržního přístupu IVS vyžadují srovnávací základu a podobnost srovnávaného podniku a dostatek použitelných informací a také výběr oceňovacích metrik, které mohou být i váženým průměrem několika těchto metrik. Významnou roli hraje i spolehlivost údajů srovnávaných podniků a jejich ověřitelnost. Všechny tyto požadavky jsou v případě oceňování finančních institucí splněny, ba dokonce i výrazně převyšeny, neboť většina finančních institucí patří do oblasti regulovaného podnikání s dozorem národního regulátora a zároveň s relativně těsným sepětím s kapitálovými trhy.

Výnosový přístup dle IVS vychází se ze schopnosti příslušného aktiva generovat výnosy a zároveň ze schopnosti přiměřené projekce těchto výnosů. Jako druh efektu, který bude příslušné aktivum generovat jsou připuštěny výnosy, peněžní toky, nebo úspory generované příslušným aktivem (IVS, 2017, s. 78). Právě přípustnost různých druhů měřitelných efektů plně vyhovuje podmínkám finančních institucí, které své výnosové ocenění mohou udělat jak na bázi výnosové ve formě odnímatelného čistého zisku, tak na bázi peněžního toku, a to sice pro majitele na úrovni FCFE. IVS rovněž stanoví metody, na základě, kterých je možné stanovit diskontní úrokovou míru pro výnosové oceňování. ČOSFI pracují s CAPM, stavebnicovou metodou či pozorovanými sazbami, které patří mezi IVS vyjmenovanými metodami. Dividendový růstový model (DDM) model nepatří přímo mezi vyjmenované metody, avšak pokud IVS připouští použití WACC, počítá zajiště také s různými způsoby stanovení nákladů vlastního kapitálu. Při určování pokračující hodnoty finanční instituce je nejčastěji používán IVS schválený Gordonův model. Určitý nedostatek ČOSFI spočívá v ne zcela precizním dodržení požadavku týkající se zohlednění geografické lokace oceňované finanční instituce, stejně tak ČOSFI příliš neřeší realnost či nominálnost či měnu příslušného výnosu či peněžního toku, jak to doporučují IVS.

Pro případ majetkového ocenění je IVS připuštěna metoda sumace, která umožňuje identifikovat majetkové ocenění jako součet hodnoty jednotlivých dílčích aktiv, což ČOSFI zohledňují zejména při stanovení NAV neboli čisté hodnoty aktiv, která je využita při použití metody obligačního cenového modelu.

Zvláštní pozornost věnují IVS oceňování nehmotných aktiv, což je oblast pro finanční instituce velmi významná, kdy připouštějí možnost oceňování na bázi výnosové, tržního srovnání i majetkové, což je v případě ČOSFI splněno, zejména v případě oceňování jádrových depozit. IVS pracují i s metodou vyjmutí, kdy hodnota nehmotného aktiva by byla vypočítána jako rozdíl mezi dvěma scénáři, kdy je nehmotné aktivum využíváno a kdy nehmotné aktivum využíváno není, což je opět svým způsobem aplikováno v případě ČOSFI např. v oblasti příslušného pojistného kmene. Důležitým nehmotným aktivem v případě finančních institucí je licence, kterou je nutné získat pro realizaci podnikatelské činnosti, přičemž IVS pracují s metodou licenční analogie, která vychází z ušetření hypotetických licenčních poplatků, které jsou ušetřeny díky vlastnictví aktiva, které by jinak muselo být licencováno třetí osobou (IVS, 2017, s.132). Je pravdou, že při koupi např. komerční banky získává nový majitel nejen banku jako soubor hmotných, nehmotných, jakožto i osobních prvků podnikání, ale také oprávnění provozovat bankovní činnost, o které by v případě

založení nové banky musel žádat.

IVS věnují samostatnou kapitulu finančním nástrojům, které s oceňováním finančních institucí velmi úzce souvisí. IVS připouštějí všechny tři oceňovací přístupy definované v IVS 105 a doporučují rovněž brát zvláštní zřetel na likviditu (IVS, 2017, s. 210), což jsou parametry, které jsou ČOSFI při oceňování splněny. V rámci finančních nástrojů věnují IVS zvláštní pozornost úvěrovému riziku, kdy k posouzení rizika protistrany je možné použít celé spektrum nástrojů, ať již z dostupných databází či s využitím příslušných ratingových agentur, nebo také na základě vlastního posouzení bonity klienta na základě použití vlastních dostupných informací. ČOSFI tyto požadavky více než splňují, neboť prezentují celou škálu nástrojů, jakým způsobem kreditní riziko měřit a identifikovat (viz např. Hrdý, 2005). Využity mohou být jak externí ratingy, tak i interní modely dané finanční instituce. Oceňovatel by pak měl ověřit jejich spolehlivost. Stejně ČOSFI věnují pozornost zajištění a kvalitě zajišťovaného aktiva, tak jak je IVS požadováno.

Výše uvedené skutečnosti potvrzují, že ČOSFI jsou v zásadních aspektech v souladu s IVS a respektují jejich základní principy a požadavky. Oblast, na kterou by se měly ČOSFI ještě více zaměřit se týká teritoriálních specifik, konkrétně České republiky, a dále pak i zakomponování vlivu inflace a důslednějšího odlišení reálných a nominálních hodnot při procesu oceňování finančních institucí. Dříve uvedené poznatky je možné shrnout stručně do následující tabulky:

Tabulka č. 1 – Srovnání ČOSFU a IVS

Oblast	IVS	ČOSFI
Standard hodnoty a účel ocenění	Identifikováno	identifikováno
Základní oceňovací přístupy	výnosový, tržního porovnání, majetkový	Výnosový, tržního porovnání, majetkový
Výběr vhodných srovnávacích základů a metrik u tržního porovnání	Splněno	splněno
Druh efektu u výnosového ocenění	výnosy, peněžní toky, úspory generované příslušným aktivem	Odnímatelný čistý zisk (dividendový potenciál), FCFE
Metody stanovení diskontní úrokové míry	DDM, CAPM, VVP, stavebnicová metoda, pozorované sazby, WACC	CAPM, stavebnicová metoda, odvětvový průměr
Určování pokračující hodnoty	Gordonův a parametrický vzorec	Gordonův vzorec
Majetkové ocenění	připouštěna metoda sumace	Sumace u NAV – obligační cen. model

Metody oceňování nehmotných aktiv	výnosová, tržní, majetková, licenční analogie	výnosová, tržní, majetková, licenční analogie
Finanční nástroje	výnosový, tržní i majetkový přístup, zohlednění likvidity i úvěrového rizika	výnosový, tržní i majetkový přístup, zohlednění likvidity i úvěrového rizika

Zdroj: vlastní zpracován

Závěr

Cílem tohoto příspěvku bylo posoudit, zda navržené České oceňovací standardy pro finanční instituce (ČOSFI) jsou v souladu se základními principy a postupy Mezinárodních oceňovacích standardů (IVS) za účelem zvýšení relevantnosti, serióznosti a vypovídací schopnosti ČOSFI. Tento cíl byl splněn a stručnou analýzou a následnou komparací získaných poznatků bylo zjištěno, že ČOSFI plně odpovídají koncepci a záměrům IVS a jsou s nimi plně kompatibilní, jak v oblasti účelu ocenění, tak i použitých metod výnosového oceňování, oceňování tržním porovnáním, majetkovým oceňováním i oceňováním nehmotného a finančního majetku, což jen potvrzuje jejich adekvátnost a využitelnost. Jedinou oblastí, na které je nutné ještě zapracovat, je posílení teritoriálních vlivů na území České republiky, což by však neměl být zásadnější problém, právě naopak, neboť např. bankovní sektor v České republice je velmi stabilní a úspěšný, mnohdy více než u vyspělých západních zemí. Stejně tak by bylo možné doporučit zakomponování vlivu inflace do ČOSFI, a to zejména s posilujícími inflačními vlivy v posledním období. Teritoriální vliv by se měl projevit především ve výnosovém oceňování při promítání rizika do oceňovacího procesu a také při identifikaci diskontní úrokové míry. Ve výnosovém oceňování by se měl rovněž projevit vliv inflace, a to při projekci odnímatelného čistého zisku neboli dividendového potenciálu a rovněž při identifikaci diskontní úrokové míry. Svůj vliv bude mít inflace rovněž při majetkovém oceňování na bázi reprodukčního ocenění a s tím související identifikací čisté hodnoty aktiv pro účely obligačního cenového modelu.

Literatura:

- [1] HAZEL, John J. *The Bank Valuation Handbook*. Irwin Publications, USA, 1996, 329 s.
- [2] HEJDUKOVÁ, Markéta. Specifika komerčních pojišťoven jako předmětu ocenění s důrazem na finanční analýzu. *Oceňování*, 2009, roč.2, č. 4, s. 14-28
- [3] HEJDUKOVÁ, Markéta. Výnosové metody oceňování komerčních pojišťoven. *Oceňování*, 2010, roč. 3, č. 3, s. 16-26
- [4] HRDÝ, Milan – PLÁNIČKOVÁ, Markéta. Meaning and Problems of Identification of Beta Coefficient When Valuing Financial Institutions. *Prague economic papers : quarterly journal of economic theory and policy*. 2019. sv. 28, č. 4, s. 479--495. ISSN 1210-0455. URL: <https://www.vse.cz/pep/704>
- [5] HRDÝ, Milan. Spolehlivost výnosového oceňování bank na bázi regresní analýzy. *Oceňování: čtvrtletník*. 2018. sv. 11, č. 1, s. 18-32. ISSN 1803-0785.
- [6] HRDÝ, Milan. Valuation Standards for Commercial Banks in the Financial Theory and Their Analysis. *Prague economic papers: quarterly journal of economic theory and policy*. 2018. sv. 27, č. 5, s. 541-553. ISSN 1210-0455. URL: <https://www.vse.cz/pep/661>
- [7] HRDÝ, Milan – Ducháčková, Eva. Valuation Standards for Insurance Companies in the Financial Theory. *Prague economic papers: quarterly journal of economic theory and policy*. 2017. sv. 26, č. 2, s. 227-239. ISSN 1210-0455. URL: <https://www.vse.cz/pep/606>
- [8] HRDÝ, Milan. (2017). *Oceňování bank, pojišťoven a dalších finančních institucí*. 1. vydání, Praha: Wolters Kluwer ČR, 2017, 292 s., ISBN 978-80-7552-829-2
- [9] HRDÝ, Milan. Oceňování investičních fondů a investičních společností v kontextu nové zákonné úpravy. *Oceňování*, ročník 8, č. 2/2016, s. 47-57
- [10] HRDÝ, Milan. Úvod do oceňovacích standardů pro investiční společnosti, investiční fondy a penzijní společnosti. *Oceňování*, ročník 6, č. 2 /2013, s. 14 – 26
- [11] HRDÝ, Milan. Problematika diskontní úrokové míry při oceňování bank a dalších finančních institucí. *Oceňování*, ročník 5., č. 3/2012, s. 14 – 26
- [12] HRDÝ, Milan. Oceňovací standardy pro banky a další finanční instituce. *Oceňování*, ročník 4., č. 3/2011, s. 21-36
- [13] HRDÝ, Milan. *Oceňování finančních institucí*. Praha: Grada Publishing, 2005, 216 s.
- [14] HRDÝ, Milan – DUCHÁČKOVÁ, Eva. Úvod do oceňovacích standardů pojišťoven. *Oceňování*, roč. 4, č.4/2011
- [15] KRÁLÍK, Jiří. *Specifika zpracování finanční analýzy, její možné modifikace a vlastní aplikace při procesu oceňování pojišťovny*. Doktorská disertační práce. Liberec: Technická universita Liberec, Ekonomická fakulta, 2007
- [16] MASSARI, Mario - GIANFRATE Gianfranco - ZANETTI Laura. *The Valuation of Financial Companies. Tools and Techniques to Value Banks, Insurance Companies, and Other Financial Institutions*. United Kingdom, 2014, John Wiley and Sons, 246 pp.
- [17] Mezinárodní oceňovací standardy 2017. International Valuation Standards 2017. ASA Europe. Praha: Ekopress, s.r.o., 2018, 238 s., ISBN 978-80-87865-44-6.
- [18] MILLER, William D. *Commercial Banks Valuation*. John and Sons, Inc., USA, 1995, 263 s.
- [19] REZAEE, Zabihollah. *Financial Institutions, Valuations, Mergers and Acquisition*. Wiley John and Sons, USA, 2001, 434 s.

Oceňování finančních institucí ve světle mezinárodních oceňovacích standardů

Milan Hrdý

ABSTRAKT

Cílem příspěvku je proto posoudit, zda navržené České oceňovací standardy pro finanční instituce (ČOSFI) jsou v souladu se základními principy a postupy Mezinárodních oceňovacích standardů (IVS), což by zvýšilo jejich relevantnost, serióznost a vypovídací schopnost. Pro účely naplnění cíle tohoto příspěvku je využita metodika analýzy IVS i ČOSFI a jejich komparace s následnou syntézou získaných poznatků do příslušných závěrů. Tento cíl byl splněn a stručnou analýzou a následnou komparací získaných poznatků bylo zjištěno, že ČOSFI plně odpovídají koncepci a záměrům IVS a jsou s nimi plně kompatibilní, jak v oblasti účelu ocenění, tak i použitých metod výnosového oceňování, oceňování tržním porovnáním, majetkovým oceňováním i oceňováním nehmotného a finančního majetku což jen potvrzuje jejich adekvátnost a využitelnost. Jedinou oblastí, na které je nutné ještě zapracovat, je posílení teritoriálních vlivů na území České republiky a také promítnutí vlivu inflace ve vybraných oblastech.

Klíčová slova: Oceňování; Finanční instituce; Mezinárodní oceňovací standardy; České oceňovací standardy.

The Methodology of the Prognosis of the Bank's Incomes on the Basis of the Regression Analysis for the Purposes of Valuation

ABSTRACT

The aim of the paper is therefore to assess whether the proposed Czech Valuation Standards for Financial Institutions (CVSFI) are in line with the basic principles and procedures of the International Valuation Standards (IVS), which would increase their relevance, seriousness and explanatory power. For the purposes of fulfilling the goal of this paper, the methodology of IVS and ČOSFI analysis and their comparison with the subsequent synthesis of the acquired knowledge into the relevant conclusions will be used. This target was met and a brief analysis and subsequent comparison of the findings revealed that CVSFI fully complies with the concept and intentions of IVS and are fully compatible with them, both in terms of valuation purpose and used valuation methods, market comparison, property valuation and valuation of intangible and financial assets, which only confirms their adequacy and usability. The only area that still needs to be worked on is the strengthening of territorial influences in the Czech Republic and also the reflection of the influence of inflation in the selected areas.

Key words: Valuation; Financial Institutions; International Valuation standards; Czech Valuation Standards;

JEL classification: G20