



1. Problematika oceňování finančních institucí

1.1 Vymezení základní metodiky pro zpracování oceňovacích postupů pro oceňování finančních institucí

Oceňovací teorie i praxe mají poměrně dobře vymezeny základní metody a přístupy k oceňování podniků (závodů) a také k oceňování jednotlivých forem majetku. Tyto oceňovací postupy vznikaly relativně dlouhou dobu a vycházely jednak ze zahraniční literatury i z praktických zkušeností znalců a znaleckých ústavů v rámci ČR. Výsledkem jsou poměrně velmi podrobně zpracované oceňovací postupy, které však mají, s výjimkou zákona o oceňování majetku, víceméně doporučující charakter a nejsou právně závazné. I tak je však v zájmu znalce či znaleckého ústavu, aby se publikovaných postupů držel, neboť musí být schopen příslušně odůvodnit zvolené postupy při oceňování, a to zejména také i v případě vzniklého soudního sporu. Za nejkompaktněji zpracované postupy je možné v současné době v České republice považovat zejména postupy dle Maříka (2011 a 2013). Pokud máme zpracované tyto postupy pro podniky (závody) obecně, musíme si nutně položit otázku, zda a jakým způsobem by bylo možné tyto postupy využít při vypracování metodiky pro oceňování jednotlivých finančních institucí. Pokud budeme vycházet ze základní teorie podnikové ekonomiky, jsou např. banky či pojišťovny považovány za specifické podniky, které mají stejný základní finanční cíl podnikání, jako mají klasické podniky (závody), a to sice maximalizaci tržní hodnoty firmy. Základní mechanismy fungování podniku platí i pro finanční instituce. Z toho vyplývá, že určité oceňovací postupy známé z oblasti podniků (závodů) by měly být uplatněny i v případě finančních institucí. Na druhé straně je třeba zdůraznit, že banky, pojišťovny a další finanční instituce mají svá významná specifika, která bude bezesporu nutné při procesu oceňování zohlednit.

Základním metodickým přístupem k vypracování oceňovacích postupů pro oceňování finančních institucí tedy bude podrobná analýza specifík bank, pojišťoven a dalších finančních institucí oproti běžným podnikům (závodům) a následně pak zohlednění těchto specifík v rámci jednotlivých oceňovacích postupů pro finanční instituce. Analýze by měla být podrobena jednak obecná specifika finančních institucí jako takových a také další zvláštní specifika jednotlivých finančních institucí, tj. bank, pojišťoven, penzijních společností, investičních fondů a investičních společností. Do úvahy by měly být brány také byť sporadicky prezentované postupy oceňování finančních institucí ze zahraniční literatury, které opět více či méně vycházejí z aplikace obecných oceňovacích postupů na specifické podmínky jednotlivých finančních institucí. Dlužno dodat, že tyto postupy jsou i v zahraniční literatuře postupně precizovány a specifika finančních institucí jsou zohledněna ve stále větší míře. Přesto je možné je považovat za nedostatečně komplexně zpracované. Na základě vypracované výše uvedené

analýzy bude možné přistoupit k výsledné syntéze získaných poznatků, jejichž výsledkem by měly být doporučené oceňovací standardy pro banky, pojišťovny a další finanční instituce. Tyto oceňovací postupy a standardy pak budou tvořit teoretický základ, ze kterého se bude vycházet rovněž při oceňování vybraných finančních institucí v praxi. Unifikace těchto postupů by měla vést rovněž k eliminaci někdy velmi rozdílných výsledků při oceňování finančních institucí v praxi.

Obecné oceňovací postupy pro podniky (závody) zahrnují výnosové metody, metody tržního srovnání (porovnání) a majetkové ocenění. Výnosové ocenění patrně nejvíce zohledňuje budoucí potenciál oceňovaného podniku (závodu), je však zároveň přístupem nejnáročnějším, neboť vyžaduje poměrně přesný finanční plán oceňovaného podniku, který vychází z plánu tržeb opírajícího se o plán prodeje. Plán prodeje v sobě zahrnuje mimo jiné analýzu vývoje trhu, na kterém oceňovaný podnik (závod) působí, a také pak vývoj tržního podílu tohoto podniku (závodu) na tomto trhu. Tento tržní podíl bude také vycházet z analýzy konkurence, která vedle oceňovaného podniku (závodu) na daném trhu působí. Celému procesu pak předchází podrobná finanční analýza oceňovaného podniku (závodu), která má mimo jiné ukázat, zda je oceňovaný subjekt finančně zdravý a zda má předpoklady k existenci na bázi going-concern. Metoda tržního srovnání zase předpokládá nalezení srovnatelného podniku (závodu) nebo srovnatelné transakce, přičemž výsledné ocenění se zjednodušeně řečeno následně vypočítá s využitím příslušných násobitelů (dělitelů), které vycházejí z porovnání vybraných veličin obou srovnávaných subjektů. Metoda tržního srovnání se tak může jevit jako metoda jednodušší a možná i přesnější, než je tomu v případě výnosového ocenění. Podmínkou je však právě nalezení srovnatelného podniku (závodu), což je záležitost, která není v praxi vůbec jednoduchá, a otázkou je, jak tomu bude v případě finančních institucí. Také je třeba brát do úvahy určité odlišnosti mezi srovnávanými podniky (závody), i když po pravdě řečeno, právě díky regulovanému odvětví, zejména v případě bank a pojišťoven, by tyto odlišnosti mohly být výrazně nižší, než je tomu u klasických podniků (závodů). Majetkové ocenění má spíše okrajový význam a slouží zejména k oceňování jednotlivých složek podnikového majetku a také zejména pro účely účetní či daňové. Jak se později ukáže, v případě finančních institucí bude mít majetkové ocenění poněkud širší význam a jeho bezespornou výhodou bude skutečnost, že značná část majetku finančních institucí je oceněna již přímo v účetnictví v tržních cenách, což bude výrazně zjednodušovat využití majetkového ocenění. Výsledné ocenění podniku (závodu) by se mělo opírat o kombinaci nejméně dvou využitých metod, přičemž se nedoporučuje následně použít průměr hodnot obou ocenění, ale je třeba se na základě dalších parametrů a provedených analýz přiklonit k jednomu z ocenění.

Není žádného zásadního důvodu nepoužít výše uvedené výnosové metody, metody tržního srovnání a majetkové ocenění také pro finanční instituce. Bude však zapotřebí se vypořádat se zásadními otázkami, které použití příslušných metod, či skupin metod budou provázet. V případě výnosového ocenění se bude především jednat o vymezení příslušného efektu, který bude považován za plánovaný výstup, tj. zda se bude vycházet z principu volných peněžních toků podniku (FCFF) nebo volných peněžních toků pro majitele (FCFE) nebo z korigovaného provozního výsledku hospodaření nebo z odnímatelného čistého výnosu. Dále bude zapotřebí

se zamyslet nad rozsahem finanční analýzy včetně prostorového srovnání, které by mělo být jednodušší díky dostupným údajům publikovaným finančním regulátorem. Stejně tak bude nutné posoudit, jak složité či naopak jednoduché bude provádět strategickou analýzu a analýzu vývoje příslušného trhu, např. bankovního či pojišťovacího, a postavení oceňované finanční instituce na něm. Klíčovou roli bude rovněž hrát existence regulatorního kapitálu, který musí finanční instituce v rámci eliminace rizik držet, a také identifikace možného nesplnění závazku protistranou a rizika možného defaultu. Jak ukazuje např. aktuální příklad německé Deutsche Bank, rovněž rezervy na případné ztráty vyplývající z neúspěšných soudních sporů či negativních zásahů regulátora trhu budou hrát svoji významnou roli.

V případě metody tržního srovnání se bude řešit především nalezení vhodné srovnatelné finanční instituce, což může být rozdílné u různých typů finančních institucí. Dalším problémem, se kterým se bude třeba vypořádat, je identifikace příslušných násobitelů, které budou šity na míru právě finančním institucím. Úspěšnost vyřešení obou těchto problémů bude mít vliv na využití této metody při procesu oceňování finančních institucí.

Jak již bylo dříve uvedeno, majetkové ocenění může hrát významnější roli, než je tomu v případě klasických podniků (závodů), a to díky účetním postupům opírajícím se v případě finančních institucí podstatně více o tržní a reálné hodnoty. Jak bude později uvedeno, jedna ze specifických metod oceňování bank i pojišťoven na bázi tzv. obligačního cenového modelu bude vycházet z čisté tržní hodnoty aktiv, která bude právě odvozena z tržních hodnot majetku banky či pojišťovny po odečtení tržní hodnoty závazků. Stejně tak i některé metody používané v zahraničí se opírají o kombinaci ocenění majetku a určitého výnosového potenciálu na bázi rozdílu mezi návratností vlastního kapitálu a jeho nákladů.

Pokud se týká výsledného ocenění na bázi alespoň dvou metod použitých pro ocenění finančních institucí, nemělo by být větším problémem tyto dvě vhodné metody najít a použít, a to zejména s přihlédnutím ke skutečnosti, že v případě finančních institucí, jak bude později ještě analyzováno, se bude používat více kombinovaných metod. K výběru hodnoty dle vybraných metod jistě také přispěje i důkladná finanční analýza oceňované finanční instituce včetně analýzy tzv. interních a externích faktorů. Při oceňování finančních institucí může hrát také významnou roli příslušná legislativa, a to nejen česká, ale také legislativa EU, zejména pokud se týká řízení různých druhů finančních rizik. Především jde o upevnění stability a dlouhodobé existence příslušné finanční instituce, která bude moci právě díky těmto legislativním opatřením podstatně hůře skrývat případné finanční problémy ohrožující její stabilitu i existenci. Významnou roli bude také hrát i legislativní stabilita či naopak nestabilita, která může negativně ovlivnit zpracovávanou metodiku a standardy pro ocenění. Konkrétně se jedná např. o penzijní společnosti, jejichž postup oceňování je velmi výrazně ovlivněn provedenými důchodovými (penzijními) reformami či naopak jejich zrušením. Pak je třeba hledat takové postupy a oceňovací standardy, které by pokud možno braly do úvahy různé budoucí alternativy vývoje. Typickým problémem je existence či neexistence druhého důchodového pilíře, který by byl oceňován samostatně, a v případě jeho neexistence by jeho hodnota byla nula.

1.2 Specifika finančních institucí a jejich vliv na oceňování

Problematiku zvláštností finančních institucí budeme řešit nejprve na obecném základě, který se vztahuje ke všem finančním institucím, a dále pak na základě specifík jednotlivých finančních institucí.

Finanční instituce jsou specifické podniky, které pracují ve větší míře s peněžními prostředky, poskytují finanční služby, investují peněžní prostředky, ať už svoje či svých klientů, a některé z nich poskytují úvěry. Další významnou charakteristikou těchto institucí je skutečnost, že tyto instituce mají za úkol zhodnocovat peněžní prostředky svých klientů nebo jim poskytovat vybrané finanční služby. Mají proto relativně vysoký podíl cizího kapitálu. Dalším velmi důležitým specifikem je regulace odvětví podnikání, která má za následek především určité omezení při řízení příslušné finanční instituce, relativní unifikaci při řízení jejich rizik a také relativně vysokou prostorovou srovnatelnost nejen s ostatními finančními institucemi, ale také i s oborovým průměrem, což bude mít především význam při provádění finanční analýzy vybrané finanční instituce i při stanovení jejího finančního plánu. Tato regulace by měla být znalci či znaleckému ústavu ku prospěchu, a to především z důvodu výrazně vyšší důvěryhodnosti oceňovaného subjektu, který je pod určitou kontrolou regulátora trhu, má za povinnost aktivně v souladu s příslušnými předpisy řídit aktivně riziko, což logicky velmi silně omezuje případné problémy v budoucnosti a také posiluje jeho existenci na bázi going-concern principu. Také případná spolupráce znalce či znaleckého ústavu s managementem banky bude daleko solidnější a hlubší, neboť oproti klasickým podnikům (závodům) mají tyto subjekty daleko více propracovanější interní analýzy, a především také budoucí strategii včetně budoucích finančních plánů. Rovněž pravidelné reporty zasílané regulátorovi a povinnost zveřejňování příslušných údajů v daných termínech posiluje věrohodnost těchto institucí. Dalším významným faktem, který bude ovlivňovat především výnosové oceňování finančních institucí, je skutečnost, že tyto instituce budou generovat zisk z různých činností a tyto činnosti se budou také samostatně a různým způsobem plánovat. Pokud tento fakt zkombinujeme s vysokou mírou zadluženosti, tak bude zjevné, že pro výnosové oceňování finančních institucí nebude vhodný postup založený na volných peněžních tocích podniku (závodu), tzv. Free Cash Flow Firm (FCFF), a velmi diskutabilní bude rovněž i využití postupu volných peněžních toků pro majitele, tzv. Free Cash Flow Equity (FCFE), i když tento přístup, jak bude později ukázáno, se v určitých modifikacích v zahraniční literatuře vyskytuje. Opírat bychom se tedy měli spíše o odnímatelný zisk neboli dividendový potenciál. Této skutečnosti také nahrává fakt, že finanční instituce nemají obvykle problém s peněžními prostředky, které si opatří bez problémů na příslušném finančním trhu, a téměř všechny operace jsou těmito finančními prostředky podloženy. Z toho důvodu u finančních institucí hraje výkaz o peněžních tocích (cash flow) jen velmi okrajový význam, což se pochopitelně nedá říci o klasických podnicích (závodech), kde naopak tento výkaz má mnohdy vyšší důležitost a vypovídací schopnost, než výkaz zisků a ztráty. Ziskový přístup podporuje rovněž i skutečnost, že současné tendence

ve vývoji finančních institucí vedou ke komplexnosti a provázanosti nabízených služeb jednotlivými finančními institucemi, kdy se příslušná finanční instituce může stát distributorem vybraných produktů jiné finanční instituce, a inkasovat tak zisk z příslušných provizí. 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. Jak bude později ještě blíže analyzováno, bude pro účely sestavení finančního plánu provedena příslušná segmentace jednotlivých produktů v kombinaci s jednotlivými zákaznickými skupinami, a tím budou vytvořeny předpoklady pro budoucí odhad vývoje právě těchto jednotlivých dílčích položek. Ne všechny složky zisku však budou stejně obtížně plánovatelné. Relativně nejjednodušší to bude u čistých úrokových výnosů, relativně nejobtížnější, ne-li prakticky nemožné, to bude u investiční činnosti, která se plánuje velmi problematicky a závisí ve velké míře na kvalitě personálního zabezpečení této činnosti. Situaci je možné řešit za předpokladu zachování dosavadní investiční strategie i personálního zabezpečení této činnosti a také za předpokladu relativně stabilní budoucí situace na finančních trzích. Výhodou při oceňování finančních institucí je rovněž již dříve zmíněná skutečnost, že postupy účtování pro finanční instituce daleko více než u klasických podniků (závodů) vyžadují ocenění většiny aktiv těchto institucí v reálných tržních hodnotách, což usnadňuje nejen majetkové oceňování, ale také i další způsoby ocenění, které ocenění majetku využívají. Relativní homogennost finančních institucí by mohla pomoci také při použití metody tržního srovnání, kdy by nalezení srovnatelné finanční instituce či srovnatelné transakce mělo být jednodušší, než je tomu u klasických podniků (závodů). Problémem je však skutečnost, že výsledné posudky nejsou zveřejňovány, a je tedy velmi obtížné se dostat k tržním hodnotám oceňovaných finančních institucí. Výjimkou by mohla být situace, kdy znalecký ústav provádí pravidelné oceňování většího počtu finančních institucí v průběhu několika let a mohl by pro později zadané ocenění příslušné finanční instituce využít dříve identifikovaných tržních hodnot. Minimálně by byla zajímavá srovnatelnost s případným paralelně prováděným výnosovým oceněním. Dalším specifikem, které se však týká především bank a pojišťoven, je existence různého počtu relativně samostatných poboček, které se nacházejí v různých oblastech s různou demografickou strukturou, s různou úrovní konkurence i s různým ekonomickým potenciálem daných oblastí. Tato skutečnost bude velmi výrazně ovlivňovat i depozitní či úvěrový potenciál těchto poboček bank či nabízených druhů a typů životního či neživotního pojištění v případě poboček pojišťoven a pochopitelně rovněž i poptávku po dalších službách bank i pojišťoven. Toto specifikum se projeví zejména v případě výnosového ocenění, kde bude třeba sestavovat finanční plán nejen na úrovni kombinace segment a produkt, ale také na úrovni právě jednotlivých poboček, které se od sebe budou z hlediska umístění a potenciálu v daném místě výrazně lišit. Zvláštností u finančních institucí jsou také specifická nehmotná aktiva, kterými je např. licence, potřebná k příslušnému typu podnikání, dále pak tzv. jádrová depozita, anglicky core deposits, nebo také jádroví klienti, v případě bank jádroví komitenti, kteří opakovaně využívají bankovní úvěry, či v případě pojišťoven hodnota tzv. pojistných kmenů stálých zákazníků, kteří využívají opakovaně pojišťovací služby, a představují tak určitou stabilní hodnotu. Oceňování těchto nehmotných aktiv bude patřit mezi zvláštní typ

majtkového ocenění. Hodnotu těchto nehmotných aktiv získá případný nový vlastník finanční instituce, což bude mít pro něj nezanedbatelný význam. Specifika jednotlivých finančních institucí a možnosti jejich podnikatelských aktiv jsou v ČR specifikovány v příslušných zákonech a vyhláškách, zejména České národní banky (ČNB), a dále pak v příslušných přímo aplikovatelných nařízeních EU. Znalec či znalecký ústav se musí podrobně seznámit s jednotlivými činnostmi, které může příslušná finanční instituce provádět, neboť z každé činnosti bude této instituci plynout příslušný zisk, který bude muset být v případě výnosového oceňování plánován a bude se podílet na výsledném dividendovém potenciálu finanční instituce. V případě zejména investičních fondů či investičních společností bude hrát významnou roli také hodnota obhospodařovaného majetku těchto finančních institucí a výnos z tohoto majetku. Bude pochopitelně záležet také na tom, zda budou majetek vkládat vlastníci nebo podílníci.

1.3 Důvody pro oceňování finančních institucí

Každé ocenění jakéhokoliv podnikatelského subjektu, finanční instituce v tomto nevyjímaje, musí mít svůj důvod. Podobně jako u podniků je i ocenění finančních institucí určitou službou, kterou si zákazník objednává a která mu přináší určitý užitek. Nejčastějším důvodem pro oceňování je koupě nebo prodej příslušného subjektu a v případě finančních institucí tomu nebude jinak, i když k převodu vlastnictví nebude patrně docházet tak často, a to zejména u velkých a stabilních bank a pojišťoven. U finančních institucí menšího rozsahu může být důvodem pro ocenění fúze a akvizice, což se samozřejmě může týkat i velkých subjektů. Dalším důvodem pro ocenění může být zájem na srovnání vnitřní hodnoty dané finanční instituce a tržní hodnoty akcií na burze. Svoji roli bude hrát rovněž skutečnost, zda potřebujeme ocenit finanční instituci jako celek, či zda budeme oceňovat některé složky jejího majetku pro účely ocenění zástavy, pro účely účetní, daňové či pro účely prodeje vybraných aktiv. U každého ocenění, podobně jako je tomu i u klasických podniků (závodů), musí být uveden účel ocenění, datum ocenění a kategorie hodnoty, kterou chceme získat. Pokud se týká jednotlivých kategorií hodnoty, tak bude třeba rozlišit, podobně jako je tomu v případě klasického podniku (závodu), především tržní a investiční hodnotu. Vzhledem k tomu, že zde nejsou žádné významné odlišnosti, není třeba se záležitostmi okolo tržní a investiční hodnoty dále zabývat s tím, že bližší podrobnosti je možné nalézt v další odborné literatuře, např. Mařík aj. (2013)¹. Důvod ocenění může také souviset s použitou metodou, protože ne každá metoda ocenění se hodí pro stanovení příslušné hodnoty. Zejména v případě komerčních bank však může být rozdíl mezi stanovením tržní hodnoty a investiční hodnoty relativně malý, neboť bankovní management, jak již bylo dříve uvedeno, relativně precizně a s ohledem na budoucí vývoj bankovního trhu stanovuje finanční plán a provádí finanční analýzy opírající se o tržní data. Znalec či znalecký ústav pak již nemusí tento finanční plán nějakým zásadním způsobem upravovat a může ho po příslušné kontrole i převzít. Jiná situace by pochopitelně nastala, pokud by investiční ocenění bylo prováděno pro investora, který má ohledně budoucího vývoje bankovního trhu poněkud jiné představy, než má např. ČNB, Ministerstvo financí ČR či některá ze soukromých analytických firem. Pak by se naopak investiční ocenění lišilo výrazně od ocenění tržního. Pokud by důvodem ocenění bylo ocenění nikoliv finanční instituce jako takové, ale pouze ocenění určité části majetku, tak by účel ocenění ovlivnil i použitou metodu, kterou by v tomto případě bylo majetkové ocenění.

¹ Mařík, M. aj. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*. 3. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2011, 494 s.

2. Oceňování komerčních bank

2.1 Specifika bankovního podnikání

Banky jsou charakterizovány jako akciové společnosti, které přijímají vklady od veřejnosti a poskytují úvěry a mají k výkonu činnosti bankovní licenci². Tyto dvě činnosti jsou pro bankovní instituce klíčové a bezesporu budou patřit mezi dva základní generátory hodnoty. Vedle těchto dvou činností může banka vykonávat ještě činnosti další. Jedná se zejména o obstarávání inkasa, finanční leasing, investování do cenných papírů, platební styk a zúčtování, otevírání akreditivů, směnářenskou činnost, finanční makléřství, poskytování bankovních informací, pronájem bezpečnostních schránek, administraci investičních fondů, činnost depozitáře a činnosti související s dříve uvedenými činnostmi³. Z těchto všech činností bude banka vytvářet různé typy zisků, které se budou objevovat v rámci finančního plánu banky pro účely oceňování. Bude se jednat zejména o čistý úrokový výnos, zisk z poplatků a provizí, zisk z finanční činnosti, výnosy z akcií a podílů, případně další provozní výnosy. Musí se podobně jako v případě oceňování podniku (závodu) jednat o činnosti běžné, nikoliv mimořádné. Čistý úrokový výnos bude zahrnovat nejen kladný rozdíl mezi výnosovými a nákladovými úroky, ale také úrokové výnosy z dlužnických cenných papírů, zejména pak z dluhopisů (obligací) nakoupených bankou do investičního portfolia. Licence k bankovní činnosti je udělována ČNB a banka smí vykonávat pouze činnosti, které má povoleny, což ale neplatí pro činnosti vykonávané pro jiného, pokud souvisejí se zajištěním jejího provozu či provozu jí ovládaných jiných finančních institucí⁴.

Významnou skutečností i pro účely oceňování je poměrně rozsáhlá kontrolní činnost vykonávaná ČNB. Již byla o tomto faktu zmínka v první kapitole, kde bylo konstatováno, že účinný dohled rozhodně pomáhá kvalitě ocenění a dává znalci či znalecké společnosti větší jistotu ohledně finančního zdraví a stability a ohledně going-concern principu. Ke stabilitě i jistotě finančního zdraví přispívá rovněž také udržování požadované výše kapitálové přiměřenosti, kterou musí komerční banky dodržovat. Kapitálová přiměřenost vyjadřuje vybavenost banky vlastními zdroji ve vztahu k rizikové struktuře aktiv, vybraných mimobilančních aktiv a k tržním rizikům⁵. S pojmem kapitálový požadavek je spojen pojem kapitál banky, což je v podstatě velikost kapitálu, kterým musí banka disponovat, aby kryla svá rizika⁶. Díky udržování potřebné výše vlastního kapitálu zvyšuje banka svoji stabilitu a snižuje svoji rizikovost a měla by být připravena na určité plánované ztráty v důsledku např. defaultu protistrany nebo v důsledku změn v tržním prostředí. Pro znalce či znalecký ústav to znamená opět zvýšení jistoty a komfortu ohledně analýzy finančního zdraví oceňované banky. Velkou

² § 1 zákona č. 21/1992 Sb., o bankách, ve znění pozdějších předpisů.

³ § 3 zákona č. 21/1992 Sb., o bankách, ve znění pozdějších předpisů.

⁴ § 4 zákona č. 21/1992 Sb., o bankách, ve znění pozdějších předpisů.

⁵ Slovník pojmů. Česká národní banka [online]. [cit. 2017-04-21]. Dostupné z: <<https://www.cnb.cz/cs/obecne/slovník/k.htm>>.

⁶ Slovník pojmů. Česká národní banka [online]. [cit. 2017-04-21]. Dostupné z: <<https://www.cnb.cz/cs/obecne/slovník/k.htm>>.

výhodnou pro znalce či znalecký ústav bude rovněž možnost porovnat absolutní i poměrové ukazatele finanční analýzy s ukazateli, které jsou zveřejňovány za celý sektor bankovníctví na stránkách ČNB. Tímto způsobem je možné odhalit slabé stránky oceňované banky, ale na druhé straně také příležitosti, jež mohou být využity pro růst budoucího potenciálu oceňované banky, který je možné využít v rámci finančního plánu pro účely oceňování. Tuto možnost nemůžeme najít v žádném jiném odvětví.

Jak již bylo uvedeno v předchozí kapitole, dalším specifikem bankovního podnikání je existence bankovních poboček, které jsou situovány obvykle po celé republice a které obvykle nabízí relativně obdobný rozsah služeb, avšak, a to je pro účely oceňování velmi podstatné, na rozdílných trzích. Tyto trhy se mohou od sebe výrazně lišit, a to jak po stránce demografické, po stránce ekonomického potenciálu, tak po stránce konkurence. Podrobněji budou tyto pojmy rozebrány v rámci analýzy tzv. externích faktorů. Existence poboček bude významná především pro proces finančního plánování, kdy bude proveden finanční plán na úrovni jednotlivých poboček a poté proběhne tzv. dohadovací řízení s centrem a následný plán investic.

Nejpodstatnějším specifikem bude práce s peněžními prostředky, které si banky jsou schopny obstarat kdykoliv především na mezibankovním trhu, a z toho důvodu je pro ně výkaz peněžních toků (cash flow) jen okrajovou záležitostí a rozhodující pro ocenění bude odnímatelný čistý zisk neboli dividendový potenciál. Tuto skutečnost podtrhují již dříve zmíněné různé druhy zisku z různých činností a také vysoká zadluženost bank, což jsou všechno faktory, které prakticky eliminují možnost použití metody volných peněžních toků (FCFF) a do určité míry působí obtíže i pro použití metody volných peněžních toků pro majitele (FCFE). Výnosové ocenění tedy bude vycházet z upraveného zisku.

Pro účely oceňování bank s přihlédnutím k výše uvedeným specifickým budou využity všechny tři základní metodické přístupy, tj. výnosový, tržního srovnání i majetkové ocenění, a navíc bude využita i speciální metoda založená na principu tzv. obligačního cenového modelu. Při využití alespoň dvou metod vznikne určité rozpětí výsledné hodnoty a znalec či znalecký ústav se pak může přiklonit k vyšší nebo nižší hodnotě především podle výsledků finanční analýzy a analýzy interních a externích faktorů.

2.2 Oceňování bank výnosovou metodou

2.2.1 Základní přístup k výnosovému oceňování banky

Jak již bylo v předchozím textu uvedeno, oceňování bank výnosovou metodou představuje klíčový způsob stanovení hodnoty jakéhokoliv podnikatelského subjektu včetně banky. Především výnosové ocenění může zohlednit budoucí potenciál oceňované banky. Tento způsob ocenění je však na druhé straně také nejnáročnější a vyžaduje poměrně důkladnou finanční analýzu banky, analýzu interních a externích faktorů, strategickou analýzu a návazné stanovení finančního plánu. Tento způsob ocenění je velice náročný na odbornou způsobilost konkrétního znalce a ve většině případů bývá výsledkem týmové práce specialistů v rámci příslušné znalecké kanceláře a také pochopitelně výsledkem velmi úzké spolupráce znalce či znaleckého ústavu s bankovním managementem, který má obvykle sestaveny velmi podrobné prognózy, někdy i ve variantním uspořádání včetně návaznosti vývoje jednotlivých bankovních generátorů hodnoty na vývoj HDP, inflace, úrokových sazeb, měnových kursů apod. Z tohoto pohledu má znalec poněkud ulehčenu pozici a jeho úkolem bude především posoudit věrohodnost těchto sestavených údajů a možnost jejich využitelnosti za účelem sestavení finančního plánu pro účely ocenění. Schopnost plánovat bude podobně jako v případě klasického podniku poněkud časově omezena a v zásadě nezbude nic jiného než využít známou dvoufázovou metodu oceňování, kdy v rámci první fáze bude sestaven finanční plán a pak bude identifikována podobně jako v případě oceňování podniku pokračující hodnota na bázi Gordonova nebo parametrického modelu.

Při vlastním ocenění je nezbytně nutné vymezit výsledný efekt, se kterým budeme při oceňování pracovat. Tímto efektem, jak již bylo dříve analyzováno, nebude volný peněžní tok firmy (FCFF), ale odnímatelný čistý zisk neboli tzv. dividendový potenciál. Výkaz cash flow je nutné chápat u bankovního podnikání jako doplňkový, neboť postavení banky je rozdílné od klasického podniku a většina bankovních transakcí je s pohybem peněžních prostředků spojena. Dále je třeba konstatovat, že pokud bereme jako efekt dividendový potenciál banky, je třeba si uvědomit, že dividendy je možné vyplácet jen z reálně vykázaného účetního zisku po zdanění, a nikoliv z pohybu peněžních prostředků (cash flow). Dividendový potenciál bude odvozen z plánu zisku z jednotlivých činností včetně tvorby rezerv a opravných položek a dále pak úpravou o kapitálové požadavky na základě kapitálové přiměřenosti, předpokládaných investic nutných k zajištění požadovaného růstu zisku či přidělů do zákonných nebo statutárních fondů.

Vzorec pro výpočet hodnoty komerční banky bude vypadat následujícím způsobem:

$$TH = \sum_{n=1}^N \frac{DP_n}{(1+i)^n} + \frac{DP_n \times (1+g)}{i-g} \times \frac{1}{(1+i)^N},$$

- kde TH – tržní hodnota komerční banky;
 DP_n – dividendový potenciál v n -tém roce;
 N – počet let, po které je stanovován finanční plán;
 n – jednotlivá léta finančního plánu;

- i – diskontní úroková míra;
- g – očekávaný roční růst dividend.

Dividendový potenciál (DP) bude identifikován jako upravený čistý zisk po odečtení zákonných a statutárních přídělů ze zisku a omezujících podmínek pro výplatu dividend, které platí obecně pro všechny akciové společnosti, dále pak po odečtení nutných investic pro zajištění konkurenceschopnosti a požadovaného růstu zisku a dále pak po odečtení případných kapitálových požadavků na základě ukazatele kapitálové přiměřenosti. Dividendový potenciál je možné vyjádřit následujícím způsobem:

$$DP_p = \check{C}Z_u - KP - PNI - PF - OP,$$

- kde DP – dividendový potenciál pro akcionáře;
- $\check{C}Z_u$ – upravený čistý zisk;
- KP – kapitálové požadavky na základě ukazatele kapitálové přiměřenosti;
- PNI – provozně nutné investice k zajištění požadovaného růstu zisku;
- PF – zákonné a statutární příděly do fondů ze zisku;
- OP – omezující finanční podmínky výplaty dividend u a. s.

Klíčové bude odvození upraveného čistého zisku, který bude odvozen z výkazu zisků a ztrát s eliminací položek souvisejících s mimořádnou či jednorázovou činností. Bude obsahovat jednotlivé ziskové položky, pod které se budou subsumovat veškeré bankovní činnosti, ze kterých bude banka generovat zisk. Rovněž bude obsahovat nákladové položky, z nichž se jedná především o všeobecné provozní náklady včetně velmi významných nákladů personálních a také o opravné položky a rezervy. Tyto opravné položky a rezervy budou tvořit významnou část upraveného čistého zisku a nesmí být opomenuty, neboť nám zohledňují bankovní rizika, o která musíme snížit výsledný dividendový potenciál pro akcionáře. U některých bankovních aktivit, zejména u poskytování úvěrů, musíme počítat s tím, že díky finanční tísní či defaultu dlužníka se nám nevrátí veškeré půjčené peníze a tuto skutečnost musíme zohlednit v rámci finančního plánu právě u upraveného čistého zisku.

$$\check{C}Z_u = \check{C}ÚV + VCP + VPP + ZFO + OV - VPN - R - O + P - D,$$

- kde $\check{C}Z_u$ – čistý zisk upravený;
- $\check{C}ÚV$ – čistý úrokový výnos;
- VCP – výnosy z cenných papírů;
- VPP – čistý výnos z poplatků a provizí;
- ZFO – zisk z finančních operací;
- OV – ostatní výnosy z běžné činnosti;
- VPN – všeobecné provozní náklady;
- R – tvorba rezerv;
- O – tvorba opravných položek;
- P – použití rezerv a opravných položek;
- D – daň z příjmů.

Výše uvedený upravený čistý zisk se bude identifikovat pro jednotlivá léta na základě podrobně zpracovaného finančního plánu komerční banky pro účely ocenění. Sestavení finančního plánu předchází pečlivě zpracovaná finanční analýza banky, která bude náplní další podkapitoly. Sestavování finančního plánu banky je možné rozdělit na situace, kdy bude oceňování probíhat v rámci užší spolupráce s managementem oceňované banky a kdy nikoliv. Druhý případ bude ale spíše ojedinělý a bude vycházet ze situace, kdy bude ocenění banky sestaveno pouze na základě výročních zpráv, které jsou k dispozici, a na základě vývoje vybraných generátorů hodnoty v bankovním podnikání navázaných na vývoj HDP, inflace, úrokových sazeb, měnových kursů apod. Tento případ nastává např. u studentů, kteří píšou své závěrečné kvalifikační práce na problematiku oceňování bank či pokud potřebuje provést ocenění externí uživatel, který nemá přístup k interním údajům. Pochopitelně klíčovým bude první případ, na který se nyní zaměříme. Abychom pochopili proces plánování banky, nebude od věci si připomenout tři základní metody, které se při praktickém sestavení finančního plánu banky používají:⁷

- *zdola nahoru – tzv. bottom up;*
- *shora dolů – tzv. top down;*
- *kombinovaná.*

První metoda je založená na podpoře aktivní činnosti jednotlivých dílčích útvarů na spodu hierarchie, v případě komerčních bank se bude jednat především o jednotlivé pobočky, které budou informovat centrum především o tom, jaký je tržní potenciál pro jednotlivé bankovní činnosti a jaký zisk jsou schopny z těchto jednotlivých činností generovat.

V případě metody shora dolů je situace obrácená, centrum direktivně určí jednotlivým součástem banky, jaké požadavky na ně má a jakým dílčím způsobem by se měly podílet na zajištění výsledného zisku. Tato metoda má určitou nevýhodu v tom, že centrální bankovní management nemá vždy reálnou představu o tržní situaci v jednotlivých regionech, a proto se může stát, že bude mít nereálné požadavky a bude stavět pobočky a další jednotlivé útvary do poměrně složité a nezáviděníhodné situace.

I z tohoto důvodu je nejvýhodnější metoda kombinovaná, která spojuje výhody obou předchozích metod, kdy centrum sice prezentuje svoje představy, ale tyto představy jsou korigovány na základě vlastních názorů jednotlivých poboček a dílčích center. Dochází k dohadovacímu řízení, neboť se připravují varianty rozpočtu na místní i centrální úrovni a pak dochází v rámci koordinační i dohadovací etapy k finálnímu sestavení rozpočtu.

Jistě není třeba připomínat, že při sestavování finančního plánu pro účely oceňování je nezbytná spolupráce znalce s managementem banky, kdy se znalec nebo znalecká kancelář musí zaměřit především na reálnost předkládaných hodnot zejména v případě očekávaného růstu prodeje pro určitý produkt a segment trhu.

⁷ Hrdý, M. *Oceňování finančních institucí*. Praha: Grada Publishing, 2005, 216 s., s. 74.

Sestavení finančního plánu banky pro účely oceňování bude probíhat tak, že se „nejprve do připravované struktury plánu promítnou stávající již uzavřené obchody a aktivity“⁸, a to jak v rámci jednotlivých poboček, tak v rámci celé banky. Poté bude následovat promítnutí dalších položek, které se mohou vyskytovat na bázi opětovné realizace již dříve ukončených aktivit a obchodů u stávajících klientů nebo na bázi nových obchodů stávajícím klientům či na bázi nových obchodů pro nové klienty. Plánované bankovní aktivity budou především zaměřeny na poskytované úvěry, na přijímaná depozita a na poskytované služby, za které banka inkasuje příslušné poplatky a provize. Tyto aktivity se realizují zejména na jednotlivých pobočkách, zatímco plánování finanční činnosti, investiční činnosti a ostatní provozní činnosti se děje spíše na úrovni centra. Při plánování poskytovaných úvěrů je třeba vzít do úvahy příslušný potenciál dané oblasti, zejména podnikatelské a průmyslové aktivity, které mohou generovat právě žádosti o úvěry. Obdobná situace platí i pro plánování depozit, i když je třeba konstatovat, že depozita již nemají dnes takový význam, jako měly v době, kdy úrokové sazby byly podstatně výše, nicméně i se získáním nových depozitních klientů se otvírá bance příslušný potenciál a to zejména v podobě příjmů z poplatků a provizí, které banka získá nabídnutím příslušných služeb těmto novým klientům. Finanční plán banky se bude sestavovat na základě kombinace segment a produkt, tj. budeme mít k dispozici jednotlivé segmenty trhu, např. segment fyzických osob, segment právnických osob, v rámci segmentu fyzických osob můžeme dále vymezit fyzické osoby podnikatele, fyzické osoby nepodnikatele, případně i můžeme vyčlenit segmenty v rámci jednotlivých věkových kategorií, nebo v rámci vzdělání či profese. Právnické osoby můžeme zase dělit v souladu s novým občanským zákoníkem⁹ na korporace a fundace, korporace můžeme následně rozdělit např. podle obratu, podle počtu zaměstnanců, podle právní formy podnikání, podle oboru, ve kterém působí apod. Do každého takto vymezenému segmentu bankovního trhu můžeme „pustit“ příslušný produkt, a vytvořit tak výše uvedenou kombinaci segment produkt. Čím těchto kombinací bude více, tím bude plán přesnější, ale také pochopitelně náročnější.

Pokud máme podrobně zpracovanou první fázi plánu, dochází v rámci koordinační a dohadovací etapy mimo jiné také k promítnutí rizika do finančního plánu na základě odhadu opravných položek a rezerv, které je nutné vytvořit. Vycházíme z předchozí zkušenosti, kterou banka má a kterou odhaduje např. na bázi riskované hodnoty VaR vlastními modely schválenými ČNB. Zde by bylo vhodné, kdyby znalec nebo znalecký ústav provedl zpětné hodnocení, neboli backtesting, a posoudil věrohodnost těchto odhadů se skutečně nastalými reálnými hodnotami. Důležitou roli zde bude hrát také plánování opravných položek, a to zejména k poskytnutým úvěrům, neboť tyto opravné položky jsou odrazem očekávaných ztrát, které budou z poskytování úvěru do příslušného segmentu plynout. Tyto ztráty jsou odhadovány na základě předchozích zkušeností, které banka má pro příslušné segmenty trhu a pro příslušné typy úvěru.

Poslední fází plánu je vytvoření plánu investiční činnosti, a to již na úrovni samotného centra. Zajímavou skutečností je fakt, že u banky nastává v tomto směru naprosto opačná situace

⁸ Hrdý, M. *Oceňování finančních institucí*. Praha: Grada Publishing, 2005, 216 s., s. 76.

⁹ Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník.

než např. u běžného podniku, kdy po skončení procesu plánování jednotlivých investičních i provozních aktivit následuje plán financování, ve kterém se nejprve zjistí, jaká část interních zdrojů stačí k pokrytí těchto aktivit a na jakou část aktivit bude zapotřebí hledat externí finanční zdroje. V tomto případě se hovoří o hledání tzv. zátky, neboli anglicky vyjádřeno „plugu“¹⁰. U banky je tomu právě naopak, kdy přebytek zdrojů, po jejich částečném vyčerpání např. na poskytnuté úvěry, se musí investovat, o čemž se rozhoduje na centrále banky ve spolupráci s investičními specialisty. Plánování investiční činnosti je obecně považováno za nejtěžší část finančního plánu banky, a proto se velmi často předpokládá tato činnost přibližně na stejné úrovni, jako v uplynulých obdobích. Pochopitelně ani toto nezaručuje, že budou také stejné očekávané výnosy z této činnosti, neboť může dojít k nepředvídatelnému vývoji na finančních trzích.

Pokud máme naplánovaný celkový čistý upravený zisk pro daný rok, přistoupíme k identifikaci případného zadržení určité části zisku v důsledku posílení ukazatele kapitálové přiměřenosti. Kapitálová přiměřenost, která bude ještě analyzována v samostatné kapitole, je u českých bank na poměrně solidní úrovni a z toho důvodu tak může dojít k přidělu jen na základě dvou klíčových situací. První nastává tehdy, pokud by oceňovaná banka zvyšovala rizikovost svých dosavadních obchodů a na základě této skutečnosti by musela posílit svůj kapitál, pokud by chtěla udržet svoji cílovou kapitálovou přiměřenost a nechtěla by posilovat vlastní kapitál dodatečnými vklady vlastníků. Druhá situace by nastala v případě, že by oceňovaná banka rozšiřovala své aktivity, co do celkového objemu aktiv, při zachování jejich rizikovosti. Pak by byl na místě rovněž přiděl na posílení vlastního kapitálu.

Další zadržení části zisku by mohlo nastat v důsledku provozně nutných investic pro budoucí požadované zajištění růstu zisku. Úloha této položky v rámci oceňování bank je poněkud diskutabilní a je otázkou, zda má vůbec reálný smysl, z důvodu již dříve zmíněné možnosti komerční banky získat dodatečný kapitál pro realizaci investic na finančním trhu za relativně výhodných podmínek. Přesto je však možné konstatovat, že se tato položka ve finančních plánech komerčních bank vyskytuje. Pokud se týká povinných přidělů ze zisku, ty jsou již dnes u akciových společností výrazně omezeny, když byl zrušen § 217 bývalého obchodního zákoníku. Stejně tak u poslední položky týkající se omezujících podmínek pro výplatu dividend platí stejné podmínky jako pro každou jinou akciovou společnost. Tato výplata může být pouze z tzv. disponibilních finančních zdrojů a nesmí přivést společnost do platební neschopnosti.

¹⁰ Valach aj. *Finanční řízení podniku*. Praha: Ekopress, 2001, 324 s.

2.2.2 Finanční analýza banky pro účely výnosového oceňování

Finanční analýza pro účely výnosového oceňování má svá specifika, která jsou ve své podstatě stejná pro všechny oceňované podnikatelské subjekty. Cílem je především posouzení finančního zdraví oceňovaného subjektu včetně potvrzení principu going-concern a dále pak vytvoření základu pro tvorbu finančního plánu. Stejná situace je i v případě finanční analýzy banky či jiné finanční instituce pro účely oceňování. V této souvislosti je také třeba odpovědět na otázku, co se vlastně rozumí finančně zdravím podnikatelským subjektem a v našem případě tedy komerční bankou. Za finančně zdravý subjekt a tedy i komerční banku je možné považovat takovou banku, která dokáže zhodnocovat vložený kapitál akcionářů na požadované úrovni. Pro účely oceňování je však třeba tuto záležitost poněkud rozšířit a analyzovat zejména určitá nebezpečí, která mohou do budoucna případně ohrozit prosperitu oceňované banky, a to v některých případech i relativně zásadním způsobem. Tuto prosperitu mohou ohrozit především nesplacené úvěry, toxická aktiva, nebo budoucí pokuty či soudní spory, případně nevyjasněné majetkové poměry. Proto je třeba se na tyto faktory zejména zaměřit. Analýza možnosti defaultu protistrany, věřitelů v případě úvěrů, ale i v případě nakoupených cenných papírů, zejména dluhopisů (obligací) bude klíčovou částí finanční analýzy banky pro účely oceňování. Stejná situace nastane také u některých typů aktiv i podrozvahových položek, např. derivátů, kde je nutné identifikovat případné další skryté závazky nebo i kvalitu podkladových aktiv a jejich reálnou hodnotu. Otázka reálné tržní hodnoty bude hrát roli rovněž v případě různých typů zástav, zejména pokud se týká hypotečních úvěrů, kdy finanční problémy většího počtu klientů mohou vést k výraznému poklesu cen zastavených nemovitostí a zpeněžení zástavy se může jevit jako poměrně zásadní problém. Jak již bylo naznačeno i v předchozích kapitolách, výhodou finanční analýzy banky pro účely oceňování je velmi dobrá mezibankovní srovnatelnost, kdy jsou v podstatě běžně dostupné údaje nejen o konkurenci, ale také i o celém bankovním trhu na stránkách ČNB. Toto srovnání znalci či znaleckému ústavu významným způsobem ulehčí práci a pomůže odhalit případné slabé stránky a hrozby oceňované banky, ale na druhé straně také stránky silné včetně budoucích příležitostí. Důležitou oblastí pro finanční analýzu bude analýza výše a struktury bankovního zisku, který je generován z mnoha různorodých činností. Analýza bankovního zisku by měla být provedena jednak časově, ale také prostorově. Kromě analýzy bankovního zisku bude nutné také provést analýzu i dalších generátorů hodnoty banky, tj. zejména bankovních úvěrů, depozit a nabízeného portfolia bankovních služeb.

Finanční analýza pro účely ocenění komerční banky bude proto zahrnovat:

1. Analýzu bankovních aktiv.
2. Analýzu bankovních pasiv.
3. Analýzu vývoje zisku.
4. Základní analýzu generátorů hodnoty banky, zejména pak bankovních úvěrů.
5. Analýzu vybraných poměrových ukazatelů, zejména ukazatelů rentability a likvidity.
6. Analýzu ukazatele kapitálové přiměřenosti.
7. Srovnání s konkurencí a s celkovým vývojem na bankovním trhu.

Při analýze bankovních aktiv vychází znalec či znalecký ústav z aktivní strany rozvahy banky, ta je tvořena těmito základními položkami¹¹:

1. *Pokladní hotovost, vklady u emisních bank, poštovní šekové účty.*
2. *Státní pokladniční poukázky a jiné pokladní poukázky přijímané ČNB k refinancování:*
 - a) *státní pokladniční poukázky a obdobné dluhopisy emitované státem,*
 - b) *jiné pokladní poukázky.*
3. *Pohledávky za bankami:*
 - a) *splatné na požádání,*
 - b) *ostatní pohledávky, v tom: podřízená aktiva.*
4. *Pohledávky za klienty:*
 - a) *splatné na požádání,*
 - b) *ostatní pohledávky, v tom: podřízená aktiva.*
5. *Obligace a jiné cenné papíry s pevným výnosem určené k obchodování:*
 - a) *vydané bankami, v tom: vlastní obligace,*
 - b) *vydané ostatními subjekty.*
6. *Akcie a jiné cenné papíry s proměnlivým výnosem určené k obchodování.*
7. *Majetkové účasti s podstatným vlivem:*
 - a) *v bankách,*
 - b) *v ostatních subjektech.*
8. *Majetkové účasti s rozhodujícím vlivem:*
 - a) *v bankách,*
 - b) *v ostatních subjektech.*
9. *Ostatní finanční investice.*
10. *Nehmotný majetek:*
 - a) *zřizovací náklady,*
 - b) *goodwill.*
11. *Hmotný majetek:*
 - a) *pozemky a budovy pro bankovní činnost,*
 - b) *ostatní.*
12. *Vlastní akcie.*
13. *Ostatní aktiva.*
14. *Náklady a příjmy příštích období.*

Kromě rozvahových položek je třeba se také zabývat analýzou položek podrozvahových, které představují budoucí pevnou nebo potenciální pohledávku, která vyplývá z uzavřených bankovních obchodů. Patří sem např. pohledávky z příslibů úvěrů a půjček, pohledávky ze záruk a směnek, pohledávky z akreditivů, pohledávky ze spotových operací, pohledávky z opčních kontraktů, pohledávky ze zástav, pohledávky z pevných termínových operací a pohledávky z hodnot v úschově, správě a uložení.

¹¹ S využitím postupů účtování pro finanční instituce a s využitím Hrdý, M. *Oceňování finančních institucí*. Praha: Grada Publishing, 2005, 216 s.

Podrobné členění aktiv má znalec či znalecká kancelář pochopitelně k dispozici z účetních výkazů oceňované banky za několik let dozadu.

Bankovní aktiva je možné členit podle různých skupin. Jedno z členění může být např. dle Polidara (1999) následující¹²:

- primární rezervy;
- sekundární rezervy;
- úvěry a půjčky;
- investice.

Primární rezervy se člení dále na povinné rezervy a pracovní rezervy. Povinné rezervy zajišťují likviditu banky a jsou tvořeny příslušným procentem z vkladů za určité období. Vedle těchto povinných rezerv banka udržuje ještě tzv. pracovní rezervy, které jsou tvořeny bankou dobrovolně a které vyplývají přímo ze zaměření bankovního podnikání. Jedná se o inkasní hotovostní položky v zúčtování, např. šeky jiné banky, salda na účtech jiných bank, ale také rezerva nad úrovní povinných minimálních rezerv. Znalec či znalecký ústav by se měl zaměřit především na rozbor rozdílu mezi povinnou (zákonnou) rezervou a celkovou primární rezervou, neboť v této mnohdy několika procentními body tvořené částce lze v delším časovém horizontu ukryt, nebo nalézt velké zdroje peněžních toků (Hrdý, 2005)¹³.

Sekundární rezervy představují likvidní rezervy banky na aktivní straně rozvahy a jejich cílem je posílení likvidity banky. Banka tyto rezervy vytváří především za účelem eliminování určitých sezónních výkyvů. Sekundární rezervy zabezpečují určitý minimální výnos, avšak jejich úkolem je zejména zajistit dostatečnou solventnost a likviditu banky.

Úvěry a půjčky představují z hlediska analýzy banky pro účely oceňování klíčovou oblast, které se musí věnovat mimořádná pozornost. Pochopitelně i v rámci této položky existují určité rozdíly podle toho, jakému subjektu jsou tyto úvěry a půjčky poskytnuty. Méně významné a hlavně méně rizikové jsou pohledávky za bankami, které představují vklady a úvěry u bank. Tyto pohledávky vyplývají z bankovních obchodů s tuzemskými i zahraničními bankami, a to především na základě provádění mezibankovního platebního styku. Naopak velmi významné jsou pohledávky za klienty, které představují především úvěry poskytnuté soukromé či veřejné sféře, a jedná se v podstatě o klíčový generátor zisku banky. Znalec či znalecká kancelář by se měla zabývat podrobným členěním těchto úvěrů a zejména provést důkladnou analýzu jednotlivých úvěrových portfolií především na bázi jednotlivých tržních segmentů tak, jak bylo již popsáno v kapitole o finančním plánování pro účely oceňování. Znalec či znalecká kancelář by měli mít k dispozici analýzu jednotlivých úvěrových portfolií přímo od bankovního managementu.

¹² Polidar, V. *Management bank a bankovních obchodů*. 2. vydání. Praha: Ekopress, 1999, 262 s.

¹³ Hrdý, M. *Oceňování finančních institucí*. Praha: Grada Publishing, 2005, 216 s., s. 76.

Vedle klasické segmentace mohou být úvěry členěny např. následujícím způsobem (Hrdý, 2005)¹⁴:

- podle doby splatnosti (krátkodobé, střednědobé, dlouhodobé);
- podle odvětví (průmyslový a obchodní, hypotekární, zemědělský, komunální apod.);
- podle právní formy komitenta (právnícká nebo fyzická osoba);
- podle zajištěnosti (na zajištěné a nezajištěné);
- na klasifikované a neklasifikované.

Kromě výše uvedených analýz bude rovněž velmi důležité posoudit rozsah tzv. stálých (jádrových) úvěrových zákazníků, kterým poskytuje banka dlouhodobě a opakovaně své úvěry. Jejich stálost může mít klíčový vliv na budoucí vývoj úrokových výnosů banky. Znalec či znalecká kancelář by proto měli analyzovat, do jaké míry je banka schopna si tyto zákazníky udržet a do jaké míry se jedná o finančně zdravé podnikatelské subjekty, u kterých nehrozí nebezpečí vzniku finanční tísně či dokonce bankrotu. Finanční problémy či krach takového zákazníka by mohl znamenat významnější snížení čistého úrokového výnosu. Vedle analýzy stálých jádrových úvěrových klientů je nutné posoudit a analyzovat problémové klienty a v případě potřeby uvažovat i o ukončení spolupráce. Snaha udržet za každou cenu i problémové klienty může v budoucnosti ohrozit finanční zdraví oceňované banky.

Vedle analýzy samotných úvěrů či úvěrových portfolií je nezbytně nutné provádět rovněž analýzu vytvářených opravných položek k poskytnutým úvěrům, které zahrnují především finanční problémy a riziko defaultu protistrany. Banky obvykle vytvářejí tyto opravné položky na základě doporučení centrálních bank. Znalec či znalecká kancelář by měli především analyzovat věrohodnost vytváření opravných položek v minulosti a jejich srovnání se skutečnými reálnými ztrátami souvisejícími s příslušným portfoliem. Je možné si tak udělat obrázek, jak věrohodně jsou tyto opravné položky v bance vytvářeny a zda je nutná jejich významnější korekce do budoucnosti v rámci finančního plánu banky. Existují různé sofistikované techniky pro identifikaci případného defaultu protistrany. Zjednodušeným způsobem je možné rozdělit úvěry do několika kategorií podle rizikovosti a pro každou kategorii vyčíslit pravděpodobnost nesplacení úvěru v dané kategorii pro dané časové období pomocí tzv. očekávané míry nesplacení (Hrdý, 2005)¹⁵. Zvláštní pozornost by měla být věnována úvěrům po lhůtě splatnosti, kdy je vhodné u každého z těchto úvěrů posoudit dobu po splatnosti, velikost úvěru, pravděpodobnost splacení úvěru a pravděpodobnost splacení či naopak pravděpodobnost vzniklé ztráty.

Do skupiny investic patří nakoupené cenné papíry v majetku banky, především akcie a obligace, přičemž je nutné rozlišit cenné papíry určené k obchodování a cenné papíry držené z důvodu dlouhodobějšího relativně bezpečného uložení peněžních prostředků, např. státních nebo komunálních obligací (dluhopisů). Znalec či znalecká kancelář by měli posoudit zejména úspěšnost banky při obchodování s cennými papíry a dále pak případné ohrožení výplaty

¹⁴ Hrdý, M. *Oceňování finančních institucí*. Praha: Grada Publishing, 2005, 216 s.

¹⁵ Hrdý, M. *Oceňování finančních institucí*. Praha: Grada Publishing, 2005, 216 s., s. 76.

úrokových výnosů u dluhopisů (obligací) či tržní cenu a prodejnost držených akcií. Za analýzu stojí rovněž vytvořené opravné položky k těmto cenným papírům. Jednotlivé skupiny cenných papírů je pochopitelně nutné analyzovat odděleně, a to jak z hlediska časového, tak i z hlediska druhu příslušného cenného papíru.

Za investice podle tohoto členění je třeba považovat majetkové účasti banky, které je třeba posoudit z hlediska dividendových a jiných výnosů podle výnosnosti z prodeje těchto podílů apod. Zejména je nutné analyzovat možné ohrožení úpadkem, ze kterého by bance plynula příslušná ztráta. Je také vhodné sledovat vývoj akcií těchto společností na finančních trzích či zjišťovat informace o jejich vývoji z výročních zpráv apod.

Případná další aktiva, jako je zejména hmotný a nehmotný majetek, již nejsou tak významná z hlediska finanční analýzy pro účely oceňování komerční banky. Je vhodné posoudit, o jaký majetek se jedná, do jaké míry je již odepsán a zejména zda nebudou nutné větší investice do tohoto majetku, což by mohlo snížit čistý upravený zisk.

Analýzu zaslouží již dříve zmíněné podrozvahové položky, kde se může skrývat relativně velké nebezpečí budoucích ztrát. Je třeba zejména posoudit kvalitu derivátů a především kvalitu jejich podkladových aktiv a také velikost a kvalitu bankovních záruk, zejména pak pravděpodobnost, že oceňovaná banka bude muset za dlužníka plnit.

Při analýze bankovních pasiv vychází znalec či znalecký ústav z pasivní strany rozvahy banky, která je tvořena těmito základními položkami¹⁶:

1. *Závazky k bankám:*
 - a) *splatné na požádání,*
 - b) *ostatní závazky.*
2. *Závazky ke klientům:*
 - a) *úsporné vklady, v tom: splatné na požádání,*
 - b) *ostatní závazky, v tom: splatné na požádání.*
3. *Vkladové certifikáty a obdobné dluhopisy:*
 - a) *vkladové certifikáty,*
 - b) *ostatní.*
4. *Výnosy a výdaje příštích období.*
5. *Rezervy:*
 - a) *rezervy na standardní úvěry a záruky,*
 - b) *rezervy na kursové ztráty,*
 - c) *rezervy na ostatní bankovní rizika,*
 - d) *ostatní rezervy.*
5. *Podřízená pasiva.*
6. *Ostatní pasiva.*

¹⁶ S využitím postupů účtování pro finanční instituce a s využitím Hrdý, M. *Oceňování finančních institucí*. Praha: Grada Publishing, 2005, 216 s.

7. *Základní kapitál, v tom: splacený základní kapitál.*
8. *Ážiový fond.*
10. *Rezervní fondy:*
 - a) *povinné rezervní fondy,*
 - b) *rezervní fondy k vlastním akciím,*
 - c) *statutární rezervní fondy,*
 - d) *ostatní rezervní fondy.*
11. *Kapitálové fondy a ostatní fondy ze zisku:*
 - a) *kapitálové fondy,*
 - b) *ostatní fondy ze zisku.*
12. *Nerozdělený zisk nebo neuhrazená ztráta z minulých let.*
13. *Zisk nebo ztráta za účetní období.*

Vedle rozvahových položek je třeba posuzovat i položky podrozvahové, mezi které patří zejména budoucí možné závazky k plnění, které zahrnují přijaté akcepty a indosamenty směnek, závazky ze záruk a závazky ze zástav. Dále sem patří ostatní neodvolatelné zakázky a závazky ze spotových, termínových a opčních operací.

U bankovních pasiv bude nutné nejprve provést analýzu časového vývoje a trendů, a to jak v rámci pasiv celkem, tak také v oblasti vlastního kapitálu. V rámci cizího kapitálu bude hrát klíčovou roli analýza bankovních depozit, která mají být významným zdrojem financování bankovních aktiv. V rámci bankovních depozit nás bude především zajímat vývoj tzv. jádrových (core) depozit, která reprezentují dlouhodobé vklady stálých zákazníků. Tato jádrová depozita by měla mít svoji cenu jako určité nehmotné aktivum a budeme se jím ještě zabývat v kapitole týkající se majetkového oceňování komerčních bank. Znalec nebo znalecký ústav by měl analyzovat především vývoj velikosti těchto dlouhodobých vkladů jádrových zákazníků a také jejich strukturu. Bohužel aktuálně tato jádrová depozita nemají cenu, která je jim finanční teorií obecně přisuzována, neboť alternativní zdroje jsou velmi levné a snadno dosažitelné. Jak již však bylo dříve uvedeno, mohou být jádroví klienti význam pro banku i jako potenciální klienti bankou nabízených služeb a posílit tak její zisk z poplatků a provizí.

S analýzou bankovních pasiv souvisí také otázka likvidity, neboť banka musí být schopna průběžně splácet vklady na viděnou. U dalších cizích zdrojů je třeba posoudit, v jakém rozsahu byla banka schopna získat zdroje například emisí cenných papírů, zejména dluhopisů (obligací), jak snadno by byly prodejné a jak pružně byla banka v minulosti schopna emisí dluhopisů (obligací) mobilizovat zdroje k uspokojení poptávky komitentů po větších a dlouhodobějších půjčkách. Dále je vhodné posoudit, zda a v jaké výši banka v minulosti byla nucena čerpat např. nouzové lombardní úvěry od centrální banky a z jakého důvodu.

Vlastní kapitál je třeba posoudit zejména v souvislosti s ukazatelem kapitálové přiměřenosti. Kapitálovou přiměřeností se bude zabývat samostatná kapitola týkající se rizika při oceňování finančních institucí. Také je nutné, aby znalec či znalecká kancelář analyzovala potenciální závazky a přísliby, týkající se např. různých bankovních sporů, popřípadě záruky za úvěry, akreditivy apod.

Součástí finanční analýzy pro účely oceňování banky je také analýza výkazu zisků a ztráty, která v obecném členění vypadá následujícím způsobem:

Výnosy z úroků a obdobné výnosy

– Náklady na úroky a podobné náklady

+ Výnosy z dividend

= Čisté úrokové a podobné výnosy

+ Čistý výnos z poplatků a provizí

+ Čistý zisk (ztráta) z finančních operací

+ Ostatní výnosy

– Personální náklady

– Všeobecné provozní náklady

– Odpisy, znehodnocení majetku a prodej majetku

– Provozní náklady

Zisk před tvorbou rezerv a opravných položek

– Tvorba rezerv a opravných položek k úvěrům a pohledávkám

– Tvorba rezerv a opravných položek k ostatním rizikům

+ Zisk (ztráta) z majetkových účastí

Zisk před zdaněním

– Daň z příjmů

Zisk za účetní období

Analýza základních ziskových a nákladových položek musí být provedena jednak v čase a také prostorově. Je třeba rovněž identifikovat případný negativní vývoj a jeho příčiny. Rovněž je třeba zkoumat nejen výši zisku, ale také jeho „kvalitu“, tj. za jakých podmínek je zisk dosahován, zda to není např. za cenu příliš velkých rizikových aktivit. Významnou roli hraje rovněž analýza personálních nákladů, které mohou výsledný zisk ovlivnit klíčovým způsobem. Jistě není žádným tajemstvím, že zisk českých bank po privatizaci zahraničními vlastníky velmi výrazně vzrostl mimo jiné právě díky poměrně velkému snížení personálních nákladů.

Vedle absolutních ukazatelů je nutné provést analýzu vybraných ukazatelů poměrových, zejména pak ukazatele rentability a likvidity. Rentabilita je jedním ze základních ukazatelů podnikové úspěšnosti a ukazuje, jakým způsobem dokáže podnik (závod) zhodnotit vložený kapitál. U komerční banky tomu pochopitelně nemůže být jinak. V případě komerční banky, více než kdekoli jinde, je ukazatel rentability napojen na riziko a likviditu. Vyšší rentability totiž může banka dosáhnout zejména tím, že bude svůj kapitál investovat do rizikovějších aktivit, a tím nejen že zvyšuje svoje riziko, ale může také ohrozit i svoji likviditu a solventnost. Na druhé straně méně riziková a likvidní aktiva sice nejsou riziková, ale zase nepřinášejí téměř žádný zisk. V případě měření rentability vždy porovnáváme příslušnou ziskovou kategorii a příslušný vložený kapitál, který může být v případě celkového vloženého kapitálu na základě bilančního principu reprezentován celkovými aktivy (A). Mezi dva základní ukazatele rentability, které se běžně vyskytují v české i zahraniční odborné literatuře, jsou ukazatelé ROE a ROA odvozené z anglických názvů Return on Equity a Return on Assets, neboli návratnost vlastního kapitálu a návratnost aktiv. Na rozdíl od klasického podniku je u obou ukazatelů

v čitateli čistý zisk (Z) a ve jmenovateli potom aktiva (A), respektive Vlastní kapitál (VK). Ukazatele pak lze spočítat následujícím způsobem:

$$ROA = \frac{Z}{A} \quad ROE = \frac{Z}{VK}$$

ROA vyjadřuje, jak efektivně dokáže banka využít svá aktiva k vytváření zisku a jak velký zisk po zdanění připadá na jednotku aktiv. Výhoda tohoto ukazatele spočívá v tom, že se dají poměřovat banky v různých ekonomických prostředích a různých zemích (Hrdý, 2005)¹⁷. Za mezinárodně uznávanou úroveň tohoto ukazatele se všeobecně považuje hodnota 1,00, v minulosti byly publikovány některé doporučené hodnoty, které je však třeba brát s rezervou. Např. Zieglera (1997)¹⁸ je považována hodnota menší než 0,75 za hodnotu velmi slabou a naopak hodnota větší než 1,25 za velmi dobrou a vyšší než 1,75 za excelentní. Nejvyšších hodnot ukazatelů ROA dosahují většinou americké banky. Oproti podnikové sféře spočívá výhoda v tom, že lze jednotlivé banky v různých zemích relativně dobře srovnávat. Ukazatel ROE vyjadřuje rentabilitu příslušného podnikání, v našem případě rentabilitu bankovního podnikání. Tento ukazatel umožňuje srovnání s alternativním zhodnocením kapitálu a bude záviset především na podstupovaném riziku v daném odvětví. Pokud by hodnoty ROE a ROA neodpovídaly požadovaným hodnotám, musel by znalec či znalecká kancelář pátrat po příčinách tohoto problému a zejména identifikovat, jakým způsobem se tento problém projeví v budoucím finančním plánu oceňované banky. Opatření o kapitálové přiměřenosti zabraňuje možným spekulacím ohledně tohoto ukazatele, a to zejména na základě zvýšení celkové zadluženosti.

Analýzu výkonnosti banky můžeme provést důsledněji a hlouběji, a to na základě známého pyramidového rozkladu s cílem odhalit položky, které případně negativně ovlivňují výkonnost banky. Informace získané pomocí této analýzy mohou výrazně pomoci při odhadu budoucí výkonnosti banky a tím i k plánu čistého upraveného zisku. K provedení pyramidového rozkladu se používá kapitálový multiplikátor, který je definován jako podíl celkových aktiv a celkového kapitálu, míněno vlastního kapitálu banky. Někdy se nazývá též leverage ratio (Hrdý, 2005)¹⁹. Udává, jaké množství aktiv je kryto jednotkou vlastního kapitálu banky. Ukazatele ROE a ROA se od sebe liší v hodnotě jmenovatele, kde u ROE je vlastní kapitál banky a u ROA celková aktiva. Jednoduchou matematickou úpravou můžeme dospět k závěru, že ROE je v podstatě součinem kapitálového multiplikátoru a ROA. Celková návratnost vloženého kapitálu tedy závisí na ukazateli ROA a na kapitálovém multiplikátoru. Ukazatel ROA pak lze následně rozložit na položky celkové úrokové marže, celkové operační marže, celkové neoperační marže po odečtení daňové marže. Celková úroková marže vyjadřuje rozdíl mezi úrokovými výnosy a úrokovými náklady vůči průměrným celkovým aktivům. Celková úroková marže je složena z čisté úrokové marže a z ukazatele výnosových aktiv. Celková operační marže se vypočítá jako podíl rozdílu mezi operačními výnosy a náklady a průměrných celkových aktiv. Celková neoperační marže se vypočítá jako podíl rozdílu neoperačních výnosů

¹⁷ Hrdý, M. *Oceňování finančních institucí*. Praha: Grada Publishing, 2005, 216 s.

¹⁸ Ziegler, K. aj. *Finanční řízení bank*. Praha: Bankovní institut, 1997, s. 35.

¹⁹ Hrdý, M. *Oceňování finančních institucí*. Praha: Grada Publishing, 2005, 216 s.

a nákladů a průměrných celkových aktiv. Daňová marže je podílem placené daně z příjmů a celkových aktiv a vyjadřuje schopnost banky optimalizovat svoji daňovou povinnost.

Kromě rentability vlastního kapitálu banky či celkového vloženého kapitálu (aktiv) můžeme rovněž identifikovat rentabilitu či v tomto případě výnosnost a rizikovost jednotlivých poboček, jednotlivých bankovních produktů či také i jednotlivých klientů či skupin klientů. K tomuto účelu se používá zejména pro účely interních bankovních analýz ukazatel Return on Risk Adjusted Capital, ve zkratce RORAC.

Tento ukazatel vyjadřuje podíl výkonnosti a množství podstupovaného rizika. RORAC je pak porovnáván s požadovanou výnosností, kterou by měl převyšovat. Ukazatel porovnává výnosnost (výkonnost) a velikost rizika, která je obvykle vyjádřena jako velikost tzv. ekonomického kapitálu, tj. kapitálu, který musí banka v důsledku rizika držet.

Vedle ukazatelů rentability hrají velmi důležitou roli rovněž i ukazatelé likvidity banky. Jedná se o oblast, která je rovněž velmi silně regulována ČNB. Měření likvidity a rizika s ním spojených je velmi složitá záležitost a její měření se může dít buď pomocí stavových veličin, nebo pomocí peněžních toků jednotlivých instrumentů banky. Z hlediska stavových veličin, ty rozdělují aktiva banky na likvidní a nelikvidní a pasiva na stálá a proměnlivá. U likvidity založené na stavových veličinách jsou nejznámějšími používanými ukazateli následující:

$$\text{Ukazatel krátkodobé likvidity} = \frac{\text{likvidní aktiva}}{\text{krátkodobé vklady}}$$

Jako minimálně přípustná hodnota se uvádí 15 %²⁰.

$$\text{Ukazatel dlouhodobé likvidity} = \frac{\text{Dlouhodobé úvery}}{\text{Dlouhodobé vklady}}$$

Limitní hodnoty se pohybují od 100–135 %²¹.

Znalec či znalecký ústav musí především provést analýzu způsobu řízení likviditního rizika banky a schopnost banky dostát svým závazkům i v relativně delším časovém horizontu.

Součástí finanční analýzy banky pro účely oceňování by také mělo být porovnání údajů získaných při analýze banky s údaji oborovými, které jsou publikovány ČNB, či dokonce by mohlo dojít k porovnání s údaji, které jsou publikovány jednotlivými regulátory v zahraničí. Centrální banky v jednotlivých zemích totiž publikují údaje za celé bankovní odvětví v dané zemi. Znalec zde proto může velmi dobře porovnat hodnoty jednotlivých ukazatelů, jejich vývoj a na základě jejich případných podstatnějších odchylek identifikovat možný negativní vývoj do budoucnosti či naopak určit příležitosti, které by mohly být do budoucnosti využity pro případný růst banky. Porovnání lze pochopitelně udělat také s konkurenčními bankami, které rovněž zveřejňují relativně velmi podrobné údaje v rámci svých výročních zpráv.

²⁰ Hrdý, M. *Oceňování finančních institucí*. Praha: Grada Publishing, 2005, 216 s.

²¹ Hrdý, M. *Oceňování finančních institucí*. Praha: Grada Publishing, 2005, 216 s.

Mezi ukazatele, které lze nalézt na stránkách ČNB, můžeme zařadit zejména²²:

- ziskovost a efektivnost bankovního sektoru;
- zisk z finanční činnosti;
- úrokový zisk;
- zisk z poplatků a provizí;
- zisk z akcií a podílů;
- zisk z ostatních finančních operací;
- aktiva bankovního sektoru;
- pasiva bankovního sektoru;
- podrozvahové aktivity bankovního sektoru;
- ziskovost a efektivnost bankovního sektoru;
- operace s cennými papíry;
- devizové operace;
- derivátové operace s výjimkou zajišťovacích;
- správní náklady;
- hrubý provozní zisk;
- hrubý zisk před zdaněním;
- čistý zisk;
- zisk z bankovní činnosti k průměrným aktivům v %;
- čistý zisk k průměrným aktivům v %;
- čistý zisk ke kapitálu, TIER 1 v %;
- čistý zisk ke kapitálu TIER 2;
- čistá tvorba rezerv, opravných položek a odpisy;
- ostatní provozní náklady, respektive výnosy;
- výnosnost úvěrů v %;
- nákladovost vkladů v %;
- úrokové rozpětí v %;
- provozní náklady;
- náklady na zaměstnance;
- počet bankovních míst;
- správní náklady k průměrným aktivům;
- vybrané ukazatele obezřetného podnikání.

Ukazatelů je pochopitelně mnohem více a bude záležet na znalci či na znalecké kanceláři, jaké ukazatele bude považovat za vhodné a prospěšné pro zefektivnění procesu finanční analýzy pro účely oceňování. Srovnávání mohou být především ukazatele, u jejichž výsledků v rámci analyzované banky by měl znalec nebo znalecký ústav určité pochybnosti a cítil by potřebu jejich srovnání s odvětvím i konkurencí.

²² Česká národní banka [online]. [cit. 2017-04-21]. Dostupné z: <<http://www.cnb.cz/cs/index.html>>.

2.2.3 Analýza interních a externích faktorů pro účely oceňování banky

Vedle finanční analýzy se vyskytuje v rámci procesu oceňování komerční banky ještě jedna specifická analýza, a to sice analýza interních a externích faktorů.

Zatímco finanční analýza je zaměřena především na kvantitativní ukazatele, tak analýza interních faktorů je zaměřena na ukazatele kvalitativní. Interní hodnocení banky je pochopitelně možné provést do různé hloubky, nicméně za nejvýznamnější je možné považovat hodnocení dle tzv. deseti P faktorů dle W. D. Millera (1995)²³, odvozených podle počátečního písmene v anglických názvech těchto faktorů. Jedná se o těchto deset P faktorů:

- Profit (Zisk).
- People (Lidé).
- Personality (Pracovní prostředí).
- Physical Distribution (Technické zázemí).
- Portfolio (Portfolio).
- Products (Produkty).
- Processes (Procesy).
- Property (Vlastnictví).
- Planning (Plánování).
- Potential (Potenciál).

Analýza zisku se zaměřuje především na jeho kvalitu, tj. především na způsob jeho dosažení s přihlédnutím k podstupovanému riziku. Také je vhodné analyzovat zdroje bankovního zisku, tj. jaké činnosti nejvíce přispívají k jeho vytváření. Také se posuzuje kvalita a dlouhodobost základních generátorů hodnoty, zejména pak depozit a úvěrových zákazníků. Je třeba také posoudit stabilitu jednotlivých ziskových položek a jejich udržitelnost. Protože zisk je rozdíl mezi výnosy a náklady, bude vhodné z hlediska kvality také posoudit „kvalitu“ nákladů, především pak jejich rozsah a strukturu, a to zejména u nákladů osobních.

Analýza lidského faktoru má především za cíl posoudit vliv zaměstnanců banky na její budoucí úspěch. Nejprve by měla být analyzována organizační struktura banky, její pozitivní a negativní stránky včetně míry centralizace a autoritativnosti řízení. Důležitý je rovněž systém kontroly a odpovědnosti a také posouzení pravomocí vedoucích pracovníků a jejich možné křížení. Velmi důležitou roli hraje také posouzení kompetence a motivace a odborných předpokladů managementu banky a také posouzení stavu zaměstnanců a jejich využití. Posledním významným faktorem je pak posouzení osobní administrativy, přičemž klíčovou roli bude hrát odborný potenciál a schopnosti zaměstnanců banky zejména v případě investičního bankovníctví, kde je právě kvalita zaměstnanců z hlediska budoucích úspěchů banky v této činnosti klíčová.

²³ Miller, W. D. *Commercial Bank Valuation*. Published by John Wiley and Sons, Inc., USA 1995, 263 p., s. 136.

Celková kultura pracovního prostředí je rovněž důležitým vnitřním prvkem, který má velmi významný vliv na chování jednotlivých pracovníků banky. Pracovní prostředí může být laděno různým způsobem a může být orientované např. na zisk, na růst, na procesy apod. Ke střetu různých pracovních prostředí může dojít např. v případě fúzí a akvizic, kdy bude nutné přizpůsobit pracovní prostředí nabývaného nabyvateli.

Analýza technického zázemí spočívá především v posouzení skutečnosti, jaké vybavení nabízí banka svým zákazníkům, mimo jiné např. hustota a umístění jednotlivých poboček, síť bankovních automatů, počítačové vybavení, domácí bankovníctví apod. Je třeba analyzovat čtyři základní faktory, a to zejména umístění, náklady, technologie a příležitosti vyplývající ze synergických efektů²⁴. Umístění jednotlivých poboček, případně i bankovních automatů, hraje klíčovou roli při udržení zákazníků či při získávání nových. Mnoho zákazníků využívá služeb příslušné bankovní pobočky mimo jiné i z toho důvodu, že ji mají tzv. při cestě. Zejména v menších aglomeracích, kde se nachází jediná pobočka např. v rámci nákupního centra, je zájem klientů ovlivněn právě vhodným umístěním této pobočky. Obecně u poboček je důležitá charakteristika místa, jeho viditelnost, dostupnost, možnost parkování apod. Významnou skutečností hodnou analýzy jsou také náklady technického zabezpečení, zejména pak, zda jsou vykompenzovány dostatečnou výnosností. Technologické vybavení na dobré úrovni může eliminovat značné transakční náklady a tím vytvořit předpoklady pro budoucí růst. U špičkového technického zařízení se rovněž nesmí zapomínat na zaškolení pracovníků a v případě rozvinutého domácího bankovníctví také případnou náročnost jeho využívání klienty.

Při analýze portfolia zkoumáme především jeho kvalitu, ať již se týká portfolia úvěrového nebo portfolia investičního. V případě úvěrového portfolia zkoumáme oproti provedené finanční analýze zejména kvalitu úvěrového systému včetně schvalování půjček, spojené dokumentace, koncentraci úvěrů v určitém odvětví, auditu úvěrů apod. Investiční portfolio je vhodné analyzovat z hlediska typu investice, doby splatnosti, účetní a tržní hodnoty, z hlediska její výnosnosti a také kvalitu a dokonce i existenci podkladových aktiv v případě různých druhů derivátů.

Analýza bankovních produktů by měla především zahrnovat charakteristiku jednotlivých produktů, jejich úspěšnost, počítačovou podporu těchto produktů, náklady na reklamu a propagaci těchto produktů a pochopitelně také srovnání s konkurencí, která by měla odhalit případné nedostatky v kvalitě poskytovaných produktů či dokonce některé produkty chybějící.

Při analýze procesů banky je vhodné provést charakteristiku operačního systému banky a jejích slabých a silných stránek, přičemž důraz je třeba dát na proces poskytování úvěrů, na audit, na účetnictví a pokladnu a na systém zpracování dat. V rámci hodnocení procesů může být podrobena analýze rovněž organizace vnitropodnikového účetnictví a systém controllingu. Významnou roli může hrát rovněž posouzení systému motivace jednotlivých poboček, propracování manažerského informačního systému v intranetu banky včetně vnitřního systému oceňování. Banka s dobře propracovaným vnitřním systémem má podstatně větší potenciál

²⁴ Miller, W. D., *Commercial Bank Valuation*, Published by John Wiley and Sons, Inc., USA 1995, 263 p.

růstu, což by se mělo v systému oceňování banky nějak projevit.

Vlastnictví hraje větší roli, než by se na první pohled mohlo zdát. Seriózní vlastník, který má v bankovním světě dobré jméno, nepřipustí krach své banky, neboť ztráta tohoto dobrého jména by pro něj znamenala podstatně větší újmu než případná sanace samotné banky. Pro znalce a znalecký ústav z toho vyplývá, že seriózní vlastník je podstatně větší zárukou budoucí prosperity banky, neboť v případě dílčích problémů bude daleko více ochoten banku sanovat, než je tomu v případě vlastníka méně známého a seriózního.

Otázka plánování je velmi důležitá, ba přímo klíčová v případě výnosového oceňování banky. Kvalita sestavování finančního plánu banky a jeho spolehlivost mohou výrazným způsobem znalci či znaleckému ústavu ulehčit práci, neboť je možné se o tento plán při identifikaci dividendového potenciálu opřít a důvěřovat mu. Také způsob sestavování finančního plánu je důležitý především z hlediska možnosti jednotlivých dílčích útvarů banky včetně jednotlivých poboček podílet se na jeho utváření.

Potenciál oceňované banky bude zohledněn především v případě výnosového oceňování. Je třeba identifikovat silné stránky a příležitosti banky a dokázat je přetavit do konkrétního plánu a identifikace dividendového potenciálu pro jednotlivá léta plánu i pro pokračující hodnotu.

Vedle interních faktorů je třeba se zaměřit rovněž na faktory externí. Vnější prostředí totiž ukazuje, jaké jsou možnosti rozvoje či naopak hrozby, jaká je situace na trhu v dané oblasti, jak si vede konkurence apod. Pro posouzení vnějšího prostředí je vhodné provést²⁵:

- demografickou analýzu;
- ekonomickou analýzu;
- konkurenční analýzu.

Demografická analýza zahrnuje především množství a strukturu obyvatelstva daného regionu, počet a složení jednotlivých domácností. Parametry, které je nutné zkoumat, jsou např. věk obyvatel, jejich průměrný příjem, jejich vzdělání, zájmy apod. Důvodem této analýzy je především zjištění úvěrového, respektive depozitního, potenciálu obyvatelstva a dále také zjištění toho, o jaké produkty či služby by mělo příslušné obyvatelstvo zájem. Platí některá obecná pravidla, že mladší lidé představují spíše úvěrový potenciál, starší pak spíše potenciál depozitní. Lidem s vyššími příjmy je možné nabídnout širší spektrum služeb, což obvykle platí i pro lidi vzdělanější. V rámci demografické analýzy je vhodné sledovat i trend vývoje jednotlivých ukazatelů a tím identifikovat budoucí potenciál oceňované banky. Výše uvedené demografické faktory, jako je obyvatelstvo, domácnosti, průměrný příjem domácnosti, průměrný věk obyvatelstva a vzdělání, je možné považovat za rozumnou základnu pro určení charakteru a podstaty obyvatelstva v dané oblasti. Tyto analýzy by měly být prováděny na jednotlivých pobočkách, které jsou velmi často situovány v odlišných demografických podmínkách, což se následně projeví ve finančních plánech těchto poboček.

²⁵ Miller, W. D., *Commercial Bank Valuation*, published by John Wiley and Sons, Inc., USA 1995, 263 p.

Ekonomická analýza představuje velmi důležitý dodatek k demografické analýze. Zkoumáme zejména následující ukazatele²⁶:

- zaměstnanost, její vývoj a struktura;
- stupeň a trend v maloobchodním prodeji, srovnání prodeje a jeho vývoje v dané oblasti s vývojem na území celého státu;
- počet a typ obchodních firem podnikajících na trhu;
- další faktory jako např. počet stavebních povolení, průmyslová výroba, doprava, turistika apod.

Součástí ekonomické analýzy může být také globální a odvětvová fundamentální analýza. Globální analýza zkoumá mnohé makroekonomické veličiny, jako např. úrokové sazby, inflaci, peněžní nabídku, reálný výstup ekonomiky, devizové kursy, fiskální politiku apod.

Při oceňování banky a jejího potenciálního trhu je důležité také zkoumat vývoj ekonomiky v jednotlivých fázích hospodářského cyklu, přičemž je možné využít např. vývoj na akciových trzích, který představuje poměrně spolehlivý indikátor budoucího vývoje hospodářského cyklu. Akciové indexy tak plní funkci předbíhajících neboli vedoucích indikátorů²⁷. Vedle akciových trhů je možné použít i další indikátory, kterými mohou být např. i vývoj průměrné hodinové mzdy, počet udělených stavebních povolení, růst zásob, růst cen materiálů a surovin apod.²⁸

Konkurenční analýza má svoji jasnou a pevnou pozici, která je do určité míry nezávislá na předchozích dvou analýzách, neboť zkoumá postavení konkurenčních bank na trhu, jejich tržní sílu a očekávaný vývoj do budoucnosti. Nejdůležitějším typem konkurenční analýzy je přehled trendů týkajících se všech bank v oblasti vývoje depozit a úvěrů a půjček. Je to logické, protože z hlediska vývojového ocenění banky je právě vývoj těchto ukazatelů klíčovým generátorem hodnoty konkurenčních bank. Analýza může probíhat podobně jako v případě námi oceňované banky, tj. na základě kombinace segment a produkt. Pochopitelně bude záležet především na tom, jaké informace ohledně konkurenčních bank budeme mít k dispozici. Je třeba upozornit na to, že analýzy jsou prováděny většinou pro pobočky bank, které se nacházejí v místě pobočky námi oceňované banky. Existují různé možnosti, jakým způsobem může být banka porovnána s ostatními bankami. Jedná se zejména o následující údaje²⁹:

- počet a rozložení poboček;
- nabízené služby;
- úrokové sazby a poplatky;
- měřený zisk;
- rozsah obhospodařovaného trhu.

²⁶ Hrdý, M. *Oceňování finančních institucí*. Praha: Grada Publishing, 2005, 216 s.

²⁷ Hrdý, M. *Oceňování finančních institucí*. Praha: Grada Publishing, 2005, 216 s.

²⁸ Hrdý, M. *Oceňování finančních institucí*. Praha: Grada Publishing, 2005, 216 s.

²⁹ Hrdý, M. *Oceňování finančních institucí*. Praha: Grada Publishing, 2005, 216 s.

Příslušných údajů může být pochopitelně podstatně více a záleží na tom, do jakých podrobností se chceme dostat. Dobře provedená konkurenční analýza je totiž důležitým vstupním faktorem k ocenění bankovního potenciálu, a tím i ke stanovení její výnosové hodnoty.

2.2.4 Analýza rizika při procesu oceňování banky

Dříve než přistoupíme k vlastní analýze vlivu rizika na proces oceňování komerční banky, bude vhodné si jednotlivá rizika stručně představit. Jde především o tato rizika:

- úvěrové (kreditní) riziko;
- úrokové riziko;
- riziko likvidity;
- tržní riziko;
- provozní (operační) riziko;
- další rizika.

Úvěrové riziko je charakterizováno jako riziko, že dlužník nedostojí svým závazkům. Úvěrové riziko je tvořeno dílčími složkami, mezi které patří přímé úvěrové riziko, riziko úvěrové angažovanosti, riziko úvěrových ekvivalentů a vypořádací riziko (Polouček aj., 2013)³⁰. Přímé úvěrové riziko se týká především poskytnutých úvěrů, které jsou klíčové a které dlužník nemusí splatit, a také nesplacených cenných papírů v portfoliu banky, zejména dluhopisů. Riziko úvěrové angažovanosti vyplývá z potenciálního poskytnutí většího počtu úvěrů jednomu podniku či skupině podniků. Vedle přímého úvěrového rizika zde hraje významnou roli i riziko úvěrových ekvivalentů, které je rizikem vyplývajícím z poskytnutých bankovních záruk, různých derivátů, či některých platebních instrumentů, které jsou povětšinou součástí podrozvahových položek. Tato riziko je velmi nebezpečné, protože bývá skryté, avšak obsahuje příslušné závazky oceňované banky, na což si musí znalec nebo znalecký ústav dát obzvláště pozor. Bankovní záruky skrývají skryté nebezpečí plnění, pokud tak neučiní dlužník, což bohužel nastává velmi často. Problém s deriváty zase spočívá v tom, že mohou být napojeny na problémová či dokonce toxická podkladová aktiva, která opět mohou představovat skrytý problém do budoucnosti. Riziko vypořádací vyplývá ze skutečnosti, že klient svůj závazek vůči bance v daném termínu nevypořádá nebo ho vypořádá pouze částečně. Úvěrové riziko je proto klíčovým rizikem a tvoří více než 80 % celkového kapitálového požadavku bankovního sektoru (Polouček aj., 2013)³¹. Právě podcenění tohoto rizika může mít fatální následky pro příslušnou banku a znalec či znalecký ústav by měli věnovat maximální pozornost způsobu řízení tohoto rizika bankovním managementem a posoudit jeho spolehlivost. Právě tato spolehlivost a věrohodnost má velký význam pro odhad budoucího potenciálu oceňované banky. Nedostatečná práce s tímto rizikem a jeho podcenění může mít za následek budoucí neočekávané ztráty, které budou snižovat dividendový potenciál při výnosovém oceňování. V rámci výnosového oceňování bude na základě stanovení pravděpodobnosti defaultu, rizika nesplacení protistranou, co nejpřesněji vyjádřena reálná hodnota dané úvěrové pozice či investice, a to na základě vytvořené opravné položky. Tato opravná položka sníží odnímatelný čistý zisk, a tím zreální výnosové ocenění právě o potenciální úvěrové riziko.

Úrokové riziko vzniká na základě možného pohybu úrokových sazeb. Úročená aktiva nebo

³⁰ Polouček, Stanislav. *Bankovnictví*. 2. vydání. Praha: C. H. Beck, 2013, 480 s., s. 171.

³¹ Polouček, Stanislav. *Bankovnictví*. 2. vydání. Praha: C. H. Beck, 2013, 480 s., s. 171.

pasiva jsou velmi často úročena sazbou, která je vázána na referenční sazbu, jež může být v dané ekonomice velmi proměnlivá. V českých podmínkách se nejčastěji používá sazba PRIBOR nebo i LIBOR. Příslušný pohyb úrokových sazeb může být pozitivním i negativním směrem a podle toho může mít pozitivní nebo negativní dopad do čistého odnímatelného zisku. Aktiva i pasiva banky jsou různým způsobem citlivá na změnu úrokových sazeb. Tuto citlivost vyjadřují ukazatelé v anglické literatuře označované jako RSA (Rate Sensitive Assets) nebo RSL (Rate Sensitive Liabilities), přičemž úrokové riziko je možné měřit různými způsoby. Dva základní způsoby měření úrokového rizika jsou Gap analýza a Durace gap analýza (Polouček aj., 2013)³²:

Gap analýza je založena buď na zdrojovém gapu, nebo podílovém gapu podle toho, zda je odvozena z rozdílu nebo podílu RSA a RSL. Vedle ukazatelů RSA a RSL je třeba pro účely Gap analýzy vymezit období, za které bude tato analýza prováděna. Periodické přehledy nazývané gap reporty jsou pravidelně periodicky sestavovány, a to na bázi periodického nebo kumulativního gapu (Polouček aj., 2013)³³. Výsledný dopad do čistého úrokového výnosu bude záviset jednak na tom, zda budou úrokové míry stoupat nebo klesat, a dále pak také na tom, zda bude hodnota RSA převyšovat hodnotu RSL či naopak. Pokud budou úrokové sazby stoupat a zároveň hodnota RSA bude převyšovat hodnotu RSL, dojde v daném období ke zvýšení čistého úrokového výnosu (Hrdý, 2013)³⁴. Stejná situace nastane při poklesu úrokových sazeb za situace, kdy hodnota RSA bude menší než hodnota RSL. Naopak ke snížení čistého úrokového výnosu dojde při poklesu úrokových měr za předpokladu, že RSA bude větší než RSL či při vzrůstu úrokových měr za opačné situace (Hrdý, 2013)³⁵. Ke změně čistého úrokového výnosu nemusí vůbec dojít, pokud hodnoty RSA a RSL budou po celé dané období rovnocenné. Z toho vyplývá, že úrokové riziko je možné minimalizovat udržováním úrokově citlivých aktiv a pasiv na přibližně stejné úrovni.

V procesu řízení úrokových rizik hraje významnou roli durace, která vyjadřuje průměrnou dobu vázanosti investice. Poměrně srozumitelně vyjadřuje princip durace Polouček aj. (2013, s. 166)³⁶, který uvádí, že se „jedná ... o dobu splatnosti daného finančního dokumentu, zkráceného o dobu, o kterou se celková doba splatnosti zkrátí vzhledem ke cash flow“. Důležité je rovněž porovnání pojmu durace s pojmem doba splatnosti. Rozdíl bude spočívat v tom, že durace se v praxi počítá jako podíl váženého a neváženého cash flow daného aktiva nebo pasiva, přičemž vahou je příslušný rok, ve kterém nastává cash flow. Pokud tedy budeme mít fixní peněžní tok z daného aktiva nebo pasiva, bude vždy durace kratší než doba splatnosti, právě díky dříve zmíněnému váženému cash flow. Můžeme tak dospět k závěrečnému vyjádření durace gap, kdy výsledná hodnota změny ocenění kapitálu bude rozdílem mezi součinem současné hodnoty

³² Polouček, Stanislav. *Bankovníctví*. 2. vydání. Praha: C. H. Beck, 2013, 480 s., s. 171.

³³ Polouček, Stanislav. *Bankovníctví*. 2. vydání. Praha: C. H. Beck, 2013, 480 s., s. 171.

³⁴ Hrdý, M. Identifikace rizika při procesu oceňování komerčních bank a jeho dopad na výsledné ocenění. *Oceňování: čtvrtletník*. 2014. sv. 7, č. 2, s. 19–34.

³⁵ Hrdý, M. Identifikace rizika při procesu oceňování komerčních bank a jeho dopad na výsledné ocenění. *Oceňování: čtvrtletník*. 2014. sv. 7, č. 2, s. 19–34.

³⁶ Polouček, Stanislav. *Bankovníctví*. 2. vydání. Praha: C. H. Beck, 2013, 480 s., s. 171.

aktiv a durace aktiv a současné hodnoty pasiv a durace pasiv³⁷. V případě rovnosti obou součinů dojde k reálné eliminaci úrokového rizika.

Riziko likvidity vyjadřuje nebezpečí, že banka nebude mít dostatek peněžních prostředků k pokrytí svých závazků. K problémům s likviditou může dojít buď díky tomu, že splatnost bankovních pasiv je výrazně kratší než splatnost bankovních aktiv, a dochází tím k určité nerovnováze, která pak musí být řešena dalšími dodatečnými prostředky nejčastěji získanými na mezibankovním trhu. Nebo problémy s likviditou může rovněž způsobit dlouhodobá ztrátovost banky. Dalším důvodem může být odnětí licence ČNB, přičemž v tomto případě se všechny závazky banky včetně těch dlouhodobých stávají okamžitě splatnými. Jedná se o relativně významné riziko, které ohrožuje nejen samotný chod banky, ale může mít i negativní dopad celospolečenský, proto jsou ČNB stanoveny povinné minimální rezervy, které musí banky držet a které jsou vyjádřeny procentem ze součtu hodnoty přijatých vkladů a bankou emitovaných cenných papírů, a to sice s dobou splatnosti do dvou let. V ČR musí každá banka včetně stavební spořitelny a družstevní záložny³⁸ podnikající v ČR na základě bankovní licence držet na účtu u ČNB hodnotu 2 % ze základny, která je představována objemem primárních závazků vůči nebankovním subjektům, jejichž doba splatnosti nepřevyšuje tři roky. Řízení likvidity nespočívá pouze v udržování dostatečné výše peněžních prostředků, ale také ve schopnosti banky tyto peněžní prostředky získat, což se může realizovat buď zpeněžením likvidních aktiv, nebo použitím primárních zdrojů z uložených depozit, především pak jádrových klientů, nebo využitím sekundárních zdrojů získaných nejčastěji na mezibankovním trhu. Tyto dříve analyzované skutečnosti se týkají především řízení krátkodobé likvidity. Banka ovšem musí řídit i svoji likviditu dlouhodobou, což spočívá v prokázání schopnosti získávání nikoliv krátkodobých, ale dlouhodobých zdrojů, přičemž tyto zdroje by měly mít požadovanou strukturu a přiměřené náklady, které nebudou výraznějším způsobem snižovat bankovní zisk. V rámci dohody Basel III³⁹ by měl být zaveden ukazatel Net Stable Funding Ratio (NSFR), který by měl právě sledovat schopnost banky zajistit minimální dlouhodobý kapitál pro své financování. Vedle tohoto dlouhodobého ukazatele počítá ještě dohoda Basel III se zavedením ukazatele Liquidity Coverage Ratio (LCR), který by měl měřit schopnost banky reagovat na nenadálou potřebu peněžních prostředků.

Problém likvidity se řeší nejen na příslušné národní úrovni, ale i na úrovni nadnárodní, a to v našich podmínkách především na úrovni EU. Existuje např. příslušné nařízení Evropského parlamentu a Rady EU⁴⁰, které vymezuje v části šesté a článku 412 definici a požadavek krytí likvidity⁴¹. Toto nařízení také pracuje dále s pojmem „stabilní financování“, který vymezuje

³⁷ Hrdý, M. Identifikace rizika při procesu oceňování komerčních bank a jeho dopad na výsledné ocenění. *Oceňování: čtvrtletník*. 2014. sv. 7, č. 2, s. 19–34.

³⁸ Vyhláška ČNB č. 253/2013 Sb., kterou se stanoví podmínky tvorby povinných minimálních rezerv.

³⁹ Dohoda Basel III je v současnosti postupně zaváděna a realizována v praxi finančních institucí.

⁴⁰ Nařízení Evropského parlamentu a Rady EU č. 575/2013 o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky a o změně nařízení EU č. 648/2012.

⁴¹ „Instituce drží likvidní aktiva, přičemž součet hodnot těchto aktiv pokrývá odtok likvidity minus přítok likvidity za krizových podmínek tak, aby bylo zajištěno, že instituce udržují likviditní rezervy, které jsou přiměřené, aby čelily případné nerovnováze mezi přítokem likvidity a odtokem likvidity za vážných krizových podmínek po dobu třiceti dní. V krizové situaci mohou instituce použít svá likvidní aktiva na krytí svého čistého odtoku likvidity.“

především skutečnost, že dlouhodobé závazky by měly být přiměřeně kryty nástroji stabilního financování nejen za běžné situace, ale především také při vzniku podmínek krizových. Nadnárodní i národní regulace předpokládá, že budou pravidelně předkládány zprávy o likvidních aktivech a o zajištění stabilního financování. Zavádění opatření v rámci Basel III bude dlouhodobější proces, proto se předpokládá, že budou na národních úrovních zavedena přechodná opatření⁴². Ošetřeno by mělo být především sledování přítoku a odtoku peněžních prostředků, dále pak identifikace peněžních toků na denní bázi, rozdělení jednotlivých aktiv z hlediska likvidnosti a také sledování objemu dluhů a splatnosti bankovních depozit. Očekává se rovněž, že banka bude mít připravenou souhrnnou metodiku a plán pro případ vzniku akutních problémů s likviditou. Tento plán posiluje stabilitu banky a z hlediska oceňování tak přispívá k zajištění dlouhodobé a stabilní existence oceňované banky. K tomuto cíli jistě pomáhá také ukazatel pákového poměru⁴³, který je vyjádřen jako poměr mezi hodnotou bankovního kapitálu v rámci Tier 1 a celkovou mírou bankovních expozic dané banky vynásobený stem pro účely procentního vyjádření.

Pojem tržního rizika představuje na rozdíl od předcházejících typů rizik jejich celý soubor, přičemž mezi jeho klíčové části patří především riziko měnové (kursové), dále pak riziko akciové, riziko komoditní a riziko právní. Riziko měnové vyjadřuje nebezpečí poklesu změny hodnoty aktiv v případě negativního vývoje cizí měny. Významnou roli bude hrát expozice aktiv a pasiv v příslušné měně. Pokud by se tyto expozice výrazně lišily, hrozilo by nebezpečí vzniku ztráty v důsledku právě negativní změny měnového kursu. Akciové riziko spočívá v poklesu cen akcií dané banky, přičemž tento pokles nastává nejčastěji v případě zveřejnění negativních zpráv o dané bance. Komoditní riziko představuje riziko negativních změn cen příslušných komodit, které má daná banka ve svém portfoliu. Jeho velikost bude tedy mimo jiné záviset i na množství a typu komodit, které má banka ve svém portfoliu. Riziko právní je riziko vzniku případného právního sporu banky, jenž by mohl vyústit v případné dodatečné platby a ztráty, které by banku mohly klidně významným způsobem ohrozit. Jako příklad může sloužit např. pokuta, která hrozí od amerického regulátora Deutsche Bank a která má velmi negativní vliv na kurs akcií této banky⁴⁴. Prohrané právní spory mohou mít na ocenění banky velmi negativní vliv, proto by měl znalec či znalecký ústav podrobně analyzovat, zda nejsou již rozjety nějaké právní spory, které by případně mohly dopadnout negativně, nebo zda takové právní spory do budoucna nehrozí. V tomto případě by měly být případné očekávané ztráty ošetřeny ve formě vytváření rezerv na budoucí výdaje vyplývající z těchto sporů, což by se projeвило ve snížení čistého odnímatelného zisku v rámci finančního plánu oceňované banky. Tržní riziko je zahrnováno rovněž do ukazatele kapitálové přiměřenosti, což je záležitost, která bude řešena později. Pro měření tržního rizika mohou banky použít své vlastní modely, které musí být schváleny ČNB. Úkolem znalce nebo znaleckého ústavu je prověřit, zda na základě těchto modelů dochází skutečně k reálnému měření tohoto rizika zejména v podobě reálného

⁴² V ČR je tato záležitost ošetřena zejména v příloze č. 5 k vyhlášce č. 23/2014 Sb., o výkonu činnosti bank, spořitelních a úvěrových družstev a obchodníků s cennými papíry.

⁴³ Nařízení Evropského parlamentu a Rady EU č. 575/2013 o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky a o změně nařízení EU č. 648/2012.

⁴⁴ Pokuta od FEDu ve výši 156,6 mil. dolarů za porušení pravidel při finančních transakcích.

odhadu případných ztrát.

Provozní neboli operační riziko představuje riziko vzniku ztrát způsobené selháním lidí nebo techniky, přičemž tato záležitost je do určité míry již řešena v předchozím textu v rámci analýzy interních faktorů, kde se právě posuzuje jak lidský faktor, tak technické vybavení v rámci příslušné banky. Pro řízení tohoto rizika existují některé základní přístupy na sofistikované bázi. Jedná se o přístup standardizovaný, přístup na bázi IRB neboli interního ratingu a také přístup podle ASA⁴⁵. Pro účely oceňování můžeme předpokládat, že tato rizika by měla být pokryta a žádný zásadní vliv by mít neměla. Možnost selhání jednotlivce a způsobení možné ztráty by mělo být eliminováno systémem kontrolních opatření a prolínáním jednotlivých pravomocí. V případě zásadních rozhodnutí by mělo být případné rozhodnutí opatřeno více podpisy oprávněných vedoucích pracovníků. Problém případného selhání lidského faktoru se může objevit zejména v případě investičního bankovníctví, kde nesmí příslušný pracovník překročit příslušná investiční omezení.

Mezi další rizika patří např. riziko ztráty dobré pověsti banky, které je nazýváno tzv. rizikem reputačním. Jak již bylo uvedeno v rámci analýzy interních faktorů, především renomovaný vlastník si toto riziko nemůže dovolit, a proto je připraven bance v případě potřeby pomoci i kapitálovou injekcí. Dalším rizikem je riziko strategické (Mejstřík, Pečená, Teplý, 2007, s. 140)⁴⁶ nebo nově se objevuje tzv. riziko odměňování, které spočívá v tom, že by mohlo docházet k neúměrným výplatám odměn především bankovním manažerům, což by mohlo ohrozit efektivitu hospodaření příslušné banky a mohlo mít negativní dopad na její rizikový profil. Této záležitosti jsou si vědomy i kompetentní osoby na evropské i národní úrovni, a proto by odměňování příslušných osob mělo být navázáno na příslušnou výkonnost dané banky⁴⁷.

Závěrem je možné konstatovat, že řízení rizik souvisejících s bankovním podnikáním je legislativně velmi precizně ošetřeno v rámci příslušných vyhlášek a opatření ČNB⁴⁸. Znalec či znalecký ústav by měli být s těmito předpisy obeznámeni, aby tak měli možnost provést zběžnou kontrolu ohledně realizace těchto opatření v oceňované bance.

Klíčovou rolí při řízení bankovních rizik hraje ukazatel kapitálové přiměřenosti, v rámci kterého jsou zohledněna všechna dříve uvedená rizika. Dle vymezení ČNB⁴⁹ „*kapitálová přiměřenost představuje minimální výši kapitálu, kterou musí banka vzhledem k objemu a*

⁴⁵ Bližší podrobnosti je možné najít např. v publikaci Hrdý, M. *Oceňování finančních institucí*. Praha: Grada Publishing, 2005, 216 s.

⁴⁶ Mejstřík, M., Pečená, M., Teplý, P. *Základní principy bankovníctví*. Dotisk 1. vydání. Praha: Karolinum, 2009, 627 s., s. 140.

⁴⁷ Tato záležitost je ošetřena v dříve uvedeném nařízení Evropského parlamentu a Rady EU č. 573/2013 v rámci článku 450 a také ve dříve uvedené vyhlášce ČNB č. 23/2014 v § 16 a 105.

⁴⁸ Jedná se například o vyhlášku č. 248/2013 Sb., o žádostech, schvalování osob a způsobu prokazování odborné způsobilosti, důvěryhodnosti a zkušenosti osob a o minimální výši finančních zdrojů poskytovaných pobočce zahraniční banky, vyhlášku č. 346/2013 Sb., o předkládání výkazů bankami a pobočkami zahraničních bank, vyhlášku č. 23/2014 Sb., o výkonu činnosti bank, spořitelních a úvěrových družstev a obchodníků s cennými papíry, úřední sdělení ČNB ze dne 4. 4. 2014 k výkonu činnosti bank, spořitelních a úvěrových družstev a obchodníků s cennými papíry a o úřední sdělení ČNB ze dne 26. 5. 2009 k některým požadavkům na systém vnitřních zásad, postupů a kontrolních opatření proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování.

⁴⁹ Česká národní banka [online]. [cit. 2017-04-21]. Dostupné z: <<http://www.cnb.cz/cs/index.html>>.

rizikovosti svých obchodů udržovat, a názorně ilustruje, jakou část kapitálu vložili do banky sami její vlastníci, aby byla finančně silná, důvěryhodná a stabilní. S vyšší kapitálovou přiměřeností je finanční stabilita banky vyšší a zvyšuje se pravděpodobnost, že banka bude schopná dostát svým závazkům. Hodnota kapitálové přiměřenosti by neměla klesnout pod 8 %“. Ukazatel vyjadřuje poměr příslušného kapitálu banky a kapitálových požadavků (expozic) vůči příslušným bankovním rizikům. Ukazatel kapitálové přiměřenosti se postupně vyvíjel podle Basel I, Basel II a nyní Basel III. Jednotlivé přístupy se lišily vždy podle toho, jakým způsobem byl vyjádřen bankovní kapitál a na jaké části byl rozdělen a jakým způsobem byly identifikovány kapitálové požadavky k jednotlivým bankovním rizikům. Dle Basel I byla kapitálová přiměřenost vymezena jako podíl kapitálu složeného z pozic tzv. Tier 1 a Tier 2 po odečtení odečitatelných položek a tzv. rizikově vážených aktiv (Valová, 2010)⁵⁰. Tier 1 se skládal z vlastního kapitálu, který zahrnoval splacený akciový kapitál, zákonné rezervní fondy, ážiové fondy a nerozdělený zisk. Tier 2 byl představován dodatkovým kapitálem především ve formě všeobecných rezerv na krytí ztrát a ztrát z přehodnocení fixních aktiv, hybridními kapitálovými instrumenty a termínovaným podřízeným dluhem. Odčitatelné položky zahrnovaly zejména goodwill, neuhrazenou ztrátu z minulých let i běžného roku, další nehmotná aktiva a nominální hodnotu akcií v držení banky. Rizikové váhy od 0 do 100 %, kde pokladní hotovost byla 0 % a úvěry soukromým osobám 100 %, představovaly úroveň úvěrového rizika, přičemž postupně, ještě v rámci Basel I, byl přidán kapitálový požadavek k tržnímu riziku, tzv. dodatek Basel I (Jurošková, 2012)⁵¹. Toto tržní riziko bylo identifikováno buď klasickým způsobem tím, že byly stanoveny kapitálové požadavky ke každému dílčímu riziku v rámci tržního rizika, nebo pak za pomoci interních bankovních modelů schválených ČNB, které byly povětšinou připraveny na bázi Value at Risk neboli riskované hodnoty, která vyjadřuje hodnotu potenciální možné ztráty na dané pozici s danou pravděpodobností za příslušný časový interval. Kapitál byl zároveň rozšířen o položku Tier 3, která byla určena právě na krytí tržního rizika. Výsledný výpočet ukazatele kapitálové přiměřenosti pak vypadal následovně (s využitím Valová, 2010)⁵²:

$$Kp = \frac{\text{Tier 1} + \text{Tier 2} + \text{Tier 3} - \text{odpočitatelné položky}}{\text{kapitálový požadavek k úvěr. riziku bank. portfolia} + \text{kapitálový požadavek k tržnímu riziku}} \times 0,08 \geq 8 \%$$

Systém Basel II zavádí výrazně propracovanější a sofistikovanější postupy, k řízení bankovních rizik, přičemž velká pozornost je věnována právě především řízení úvěrového rizika, které tentokrát vychází buď z externího ratingu, nebo interního ratingu banky. Externí rating vychází z údajů renomovaných ratingových agentur za soukromým sektorem, přičemž na základě tohoto ratingu jsou přiřazovány váhy od 20 do 150 %. Např. váha 20 % je určena pro rating AAA až AA– a váha 150 % pro rating BB– a nižší (Jurošková, 2012, s. 68)⁵³. Pokud není např. pro daný podnik rating k dispozici, pracuje se s váhou 100 %. Interní rating je prováděn na základě propracovaných matematických modelů, které jsou založeny na bázi

⁵⁰ Valová, I. *Řízení rizik podle Basel II*. Brno: Masarykova univerzita, 2010, 187 s., s. 26.

⁵¹ Jurošková, L. *Bankovní regulace a dohled*. Praha: Auditorium, 2012, 174 s.

⁵² Valová, I. *Řízení rizik podle Basel II*. Brno: Masarykova univerzita, 2010, 187 s., s. 26.

⁵³ Jurošková, L. *Bankovní regulace a dohled*. Praha: Auditorium, 2012, 174 s.

očekávaných ztrát, jež je možné vyjádřit jako objem úvěrů a půjček, které nebudou v následujících dvanácti měsících splaceny. Vedle očekávaných ztrát pracují tyto modely také se ztrátami neočekávanými, které jsou založeny na vlastních odhadech banky a jsou velmi obtížně identifikovatelné. Ať již očekávané nebo neočekávané ztráty jsou identifikovány na bázi LGD, což je anglická zkratka pro název Loss Given Default, což česky znamená pravděpodobnost selhání protistrany. Úkolem znalce nebo znaleckého ústavu je prověřit spolehlivost těchto modelů zejména na bázi porovnání očekávaných ztrát, které byly v minulosti predikovány se skutečnými ztrátami, jež v minulosti nastaly. Nově je dle Basel II identifikován kapitálový požadavek k operačnímu riziku. Identifikace tohoto rizika je velmi obtížná, a kromě vlastních modelů banky je možné také využít i stanovení pevného procenta z výnosu banky⁵⁴. Vzorec pro identifikaci tohoto požadavku pak vypadá následovně:

$$K_p = \frac{\text{Tier 1} + \text{Tier 2} + \text{Tier 3} - \text{odpočitatelné položky}}{KPÚR + KPTR + KPOR} \times 0,08 \geq 8 \%$$

KPÚR vyjadřuje kapitálový požadavek k úvěrovému riziku, KPTR kapitálový požadavek k tržnímu riziku a KPOR kapitálový požadavek k operačnímu riziku.

Na základě regulace EU a na základě některých aspektů Basel III, lze výše uvedený vzoreček ještě upravit při zavedení kapitálového požadavku k ostatním rizikům (KPOstR) a při bližší specifikaci kapitálového požadavku k tržnímu riziku na základě jeho rozložení na poziční, měnové a komoditní riziko (KPPMKR). Vzoreček pak vypadá následujícím způsobem⁵⁵:

$$K_p = \frac{\text{Tier 1} + \text{Tier 2} + 0 - \text{odečitatelné položky celkem}}{KPÚR + KPPMKR + KPOR + KPOstR} \times 0,08 \geq 8 \%$$

Aktuálně probíhá implementace na základě podmínek Basel III, která by měla být dokončena někdy okolo roku 2019 a kde dojde k výraznému zpřísnění požadavků na kapitálovou přiměřenost. Povinně se bude vytvářet bezpečnostní neboli konzervační polštář (anglicky conservation buffer) ve výši dalších 2,5 % a také tzv. proticyklický polštář (countercyclical buffer) rovněž ve výši 2,5 %, který by měl eliminovat výkyvy v hospodářském cyklu příslušné ekonomiky. Cílem tohoto polštáře je mimo jiné „omezit procyklický charakter stávající Basel II“ (Matejašák, Teplý, 2013)⁵⁶. Přísnější opatření v souvislosti s Basel III jsou implementována také v rámci EU. V platnost vstoupilo nařízení Evropského parlamentu a Rady EU č. 575/2013 o omezitelných požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky, které jdou v mnohém i nad rámec Basel III, zejména v oblasti vymezení Tier 1 a Tier 2. Významnou změnou je stanovení dalších kapitálových poměrů vedle celkového kapitálového poměru, a sice poměr kmenového kapitálu Tier 1 vůči kapitálovým požadavkům k příslušným rizikům, který

⁵⁴ Hrdý, M. Identifikace rizika při procesu oceňování komerčních bank a jeho dopad na výsledné ocenění. *Oceňování: čtvrtletník*. 2014. sv. 7, č. 2, s. 19–34.

⁵⁵ Hrdý, M. Identifikace rizika při procesu oceňování komerčních bank a jeho dopad na výsledné ocenění. *Oceňování: čtvrtletník*. 2014. sv. 7, č. 2, s. 19–34.

⁵⁶ Matejašák, M., Teplý, P. Kampelický jako dynamit na českém kapitálovém trhu? *Český finanční a účetní časopis*. 2013, ročník 8, č. 1, s. 33–47.

by měl dosahovat výše 4,5 %, a dále pak kapitálový poměr Tier 1 vůči kapitálovým požadavkům k příslušným rizikům, který by měl dosahovat výše 6 %. Dalšími změnami jsou již dříve zmíněná omezení týkající se odměňování klíčových manažerů bank. V českých podmínkách na výše uvedené nařízení EU navazuje příslušná vyhláška ČNB⁵⁷. Na toto nařízení navazuje vyhláška ČNB č. 23/2014 Sb., o výkonu činnosti bank, spořitelních a úvěrových družstev a obchodníků s cennými papíry včetně jejího odůvodnění, která řeší mimo jiné podrobnější vymezení některých požadavků na odměňování.

Kapitálové požadavky jsou stanoveny následujícím způsobem⁵⁸:

„1. S výhradou článků 93 a 94 musí instituce neustále splňovat tyto požadavky na kapitál:

- a) poměr kmenového kapitálu tier 1 ve výši 4,5 %,*
- b) kapitálový poměr tier 1 ve výši 6 %,*
- c) celkový kapitálový poměr ve výši 8 %.“*

Kromě výše kapitálových požadavků je také stanoven způsob jejich výpočtu. Instituce vypočítávají kapitálové poměry takto⁵⁹:

- „a) poměr kmenového kapitálu tier 1 je kmenový kapitál tier 1 instituce vyjádřený jako procentní podíl celkového objemu rizikové expozice,*
- b) kapitálový poměr tier 1 je kapitál tier 1 instituce vyjádřený jako procentní podíl celkového objemu rizikové expozice; CS L 176/64 Úřední věstník Evropské unie 27,*
- c) celkový kapitálový poměr je kapitál instituce vyjádřený jako procentní podíl celkového objemu rizikové expozice.“⁶⁰*

Protože aplikace tohoto nařízení Evropského parlamentu a Rady EU č. 575/2013 přináší relativně rozsáhlé změny, bylo definováno určité přechodné období pro rok 2014, které by náročnější požadavky na tuto přechodnou dobu zmírnilo a umožnilo jednotlivým bankám se adaptovat na nové poměry⁶¹.

⁵⁷ Vyhláška č. 23/2014 Sb., o výkonu činnosti bank, spořitelních a úvěrových družstev a obchodníků s cennými papíry.

⁵⁸ Nařízení Evropského parlamentu a Rady EU č. 575/2013 o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky, článek 92.

⁵⁹ Nařízení Evropského parlamentu a Rady EU č. 575/2013 o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky, článek 92 odst. 2.

⁶⁰ Podrobnosti viz nařízení Evropského parlamentu a Rady EU č. 575/2013 o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky, odst. 3 a 4.

⁶¹ Tuto záležitost ošetřuje článek 465 nařízení Evropského parlamentu a Rady EU č. 575/2013 o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky, který vymezuje odchylně požadavky na kapitál v období od 1. 1. do 31. 12. 2014 následujícím způsobem:

- „a) poměr kmenového kapitálu tier 1 na úrovni, která spadá do rozmezí 4 až 4,5 %;*
- b) kapitálový poměr tier 1 na úrovni, která spadá do rozmezí 5,5 až 6 %.“*

Výše uvedené nařízení vymezuje rovněž kapitál a způsob jeho identifikace. V článku 25 je uvedeno, že kapitál se skládá z položky Tier 1 a Tier 2. Dochází tedy ke zrušení položky Tier 3. Kapitál v rámci Tier 1 je nově rozdělen na tzv. kmenový kapitál Tier 1 a vedlejší kapitál Tier 1. V článku 26 jsou pak vymezeny všechny položky spadající do kmenového kapitálu Tier 1, z nichž nejvýznamnější jsou kapitálové nástroje, nerozdělený zisk a rezervní fond. Od kmenového kapitálu Tier 1 se mohou odečítat položky definované v článku 36, zejména se jedná o ztráty běžného účetního roku, odpočty pohledávek závislých na budoucím zisku (např. daňové).

Protože přímo aplikovatelná směrnice EU č. 575/2013 předpokládá realizaci vybraných příslušných opatření národním regulátorem, vydala ČNB příslušnou vyhlášku⁶². Dle přílohy č. 10, odst. 5g k této vyhlášce je vymezeno, jaké údaje o finanční situaci povinné osoby jsou vyžadovány v oblasti kapitálové přiměřenosti po bankách a spořitelních úvěrových družstvech. Jedná se o kapitálový poměr pro kmenový kapitál Tier 1, kapitálový poměr pro kapitál Tier 1 a kapitálový poměr pro celkový kapitál.

Výsledné ukazatele pak budou vypočítány následujícím způsobem⁶³, přičemž REÚR vyjadřuje rizikovou pozici k úvěrovému riziku a REOR vyjadřuje rizikovou expozici k ostatním rizikům⁶⁴.

$$Kp \text{ Tier1 kmenový} = \frac{\text{Tier 1 kmenový} - \text{odečitatelné položky}}{REÚR \times 0,08 + REOR} \times 0,08 \geq 4 - 4,5 \%$$

$$Kp \text{ Tier1} = \frac{\text{Tier 1 kmenový} - \text{odečitatelné položky}}{REÚR \times 0,08 + REOR} \times 0,08 \geq 5,5 - 6 \%$$

$$Kp \text{ celkový kapitál} = \frac{\text{Tier 1 celkový} + \text{Tier 2} - \text{odečitatelné položky}}{REÚR \times 0,08 + REOR} \times 0,08 \geq 8 \%$$

Výše uvedená a charakterizovaná bankovní rizika včetně ukazatele kapitálové přiměřenosti mají vliv především na jednotlivé fáze výnosového oceňování, ale různou formou se prakticky odráží ve všech oceňovacích metodách.

V rámci výnosového oceňování se setkáváme s nutností identifikovat bankovní rizika již v úvodní finanční analýze a v analýze interních a externích faktorů. Provádíme analýzu dosavadního vlivu jednotlivých rizik na hospodaření oceňované komerční banky, ale také identifikujeme možné změny těchto rizik do budoucna. Důležitou součástí této části oceňovacího procesu je rovněž posouzení dosavadní rizikové politiky managementu banky a jeho úspěšnost při reálném odhadu konkrétních rizik a jejich dopadů do hospodaření banky. V případě, že znalec nebo znalecký ústav identifikuje, že příslušná rizika byla poněkud podceňována, zohlední tuto skutečnost v další fázi oceňovacího procesu při sestavování finančního plánu oceňované banky tím, že zvýší např. velikost vytvářených rezerv a opravných položek. Pochopitelně to platí i opačně. Tím se v podstatě dostáváme k další fázi oceňování, tj. sestavování finančního plánu, kde se riziko projevuje v rámci výše uvedených opravných položek a rezerv. Opravné položky bude znalec zahrnovat do finančního plánu také u nově poskytnutých budoucích úvěrů, a to základě identifikace pravděpodobnosti defaultu u příslušné skupiny úvěrů vypočítaných na základě příslušných metod či zkušeností z minulého vývoje.

⁶² Vyhláška č. 23/2014 Sb., o výkonu činnosti bank, spořitelních a úvěrových družstev a obchodníků s cennými papíry.

⁶³ S využitím nařízení Evropského parlamentu a Rady EU č. 575/2013 o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky a Hrdý, M. Identifikace rizika při procesu oceňování komerčních bank a jeho dopad na výsledné ocenění. *Oceňování: čtvrtletník*. 2014. sv. 7, č. 2, s. 19–34.

⁶⁴ Dle článku 92 bodu 4 nařízení Evropského parlamentu a Rady EU č. 575/2013 o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky.

Vycházíme ze skutečnosti, že určitá část bankovních úvěrů se bance nevrátí a musí to být náležitým způsobem zohledněno právě ve finančním plánu odnímatelného čistého zisku. Opomenutí této skutečnosti může velmi významným způsobem zkreslit plán oceňované banky, a tím i její budoucí potenciál. Autor má v tomto ohledu zkušenost s posouzením stížnosti jedné nejmenované družstevní záložny proti ČNB o neoprávněném odnětí licence, přičemž tato družstevní záložna vyčíslila ztrátu, která jí údajným neoprávněným odebráním licence vznikla. Při vyčíslování ztráty družstevní záložna uvedla výnosy z plánovaných poskytnutých bankovních úvěrů, aniž by byly vytvořeny právě opravné položky, jež by kryly potenciální ztráty, které vždy u určitých skupin úvěrů vznikají.

Poslední a v podstatě možná nejdůležitější fáze promítání rizika v rámci výnosového oceňování je oblast ukazatele kapitálové přiměřenosti, který v sobě zahrnuje prakticky všechna rizika, s nimiž se v bankovním podnikání setkáváme. Případné zadržetí kapitálu v důsledku splnění ukazatele kapitálové přiměřenosti snižuje dividendový potenciál oceňované banky v příslušném roce. Je třeba zdůraznit, že samy banky plánují cílovou kapitálovou přiměřenost a této skutečnosti pak přizpůsobují finanční plán. Současné hodnoty tohoto ukazatele se u velkých bank pohybují v ČR na úrovni zhruba 17 %, což je výrazně více, než je požadováno. Vzhledem k cílenosti ukazatele kapitálové přiměřenosti se patrně jako bezpředmětná bude jevit případná úvaha, zda bychom naopak nemohli dividendový potenciál banky zvýšit snížením ukazatele kapitálové přiměřenosti na úroveň požadovaných 8 %.

Při procesu výnosového ocenění budeme pracovat pouze se změnami ukazatele kapitálové přiměřenosti. Nejvýznamnější bude případ, kdy bude nutné posílit kapitálovou přiměřenost přidělem z odnímatelného čistého zisku. Za jakých podmínek k tomu vůbec může dojít? Prvním případem bude skutečnost, kdy dojde ke zpřísnění kritérií pro měření kapitálové přiměřenosti nebo kdy se zvýší požadovaná hodnota tohoto ukazatele. V rámci tohoto prvního případu bychom mohli uvažovat i o zvýšení cílové kapitálové přiměřenosti na základě dobrovolného rozhodnutí příslušné banky. Druhý a třetí případ vychází přímo z dříve uvedené definice ukazatele kapitálové přiměřenosti, kdy se jedná o minimální výši kapitálu, kterou banka musí držet vzhledem k objemu a rizikovitosti svých obchodů. Druhý případ případného přidělu kapitálu a snížení dividendového potenciálu nastává, pokud oceňovaná banka rozšiřuje své aktivity, tedy zvyšuje objem svých obchodů, a třetí případ, pokud zvýší rizikovitost svých aktivit. Situace bude pochopitelně platit i naopak, tj. v případě snížení objemu obchodů či snížení rizikovitosti bude možné část kapitálu rozpustit v rámci dividendového potenciálu. Není však možné ani zapomenout na to, že se případné doplnění kapitálu může realizovat na základě dodatečných vkladů vlastníků, a nikoliv přidělem z upraveného čistého zisku.

Riziko se pochopitelně projeví v rámci výnosového oceňování také při identifikaci diskontní úrokové míry, což je oblast, které bude věnována samostatná kapitola pro všechny finanční instituce.

I když je podkapitola o riziku zařazena v rámci kapitoly o výnosovém oceňování, projeví se riziko i u dalších základních přístupů k oceňování.

V případě přístupu na základě tržního srovnání bývá u klasických podniků problém se srovnatelnými podniky či srovnatelnými transakcemi. I když v případě komerčních bank tento problém také existuje, je třeba konstatovat, že díky tomu, že se jedná o regulované podnikání, bude případná srovnatelnost reálnější, a to včetně otázky řízení rizik, kdy námi oceňovaná i srovnatelná banka budou podléhat příslušným regulačním opatřením, a i když budou mít vlastní metody a modely pro řízení jednotlivých druhů rizik, měly by mít tyto modely schváleny od ČNB. I v případě, že by např. srovnatelná banka provozovala rizikovější transakce, nemělo by to mít nějaký zásadní dopad na metodu tržního srovnání, neboť tato větší rizikovost by se projevila vyšší hodnotou drženého kapitálu v rámci ukazatele kapitálové přiměřenosti, čímž by se případné rozdíly eliminovaly.

Při použití majetkového ocenění bude hrát významnou roli především snížení hodnoty příslušných aktiv, zejména úvěrů a majetkových investic banky o riziko defaultu protistrany, ze kterého vyplyne nesplacení příslušných závazků, což se opět ošetřuje na bázi opravných položek snižujících upravený čistý zisk. Dojde však i ke snížení reálné hodnoty příslušného aktiva, a tím ke snížení velikosti majetku banky. Projeví se to i při oceňování metodou obligačního cenového modelu, který bude analyzován později, kde se mimo jiné vychází čisté hodnoty aktiv, která představuje rozdíl mezi tržní hodnotou aktiv a závazků.

Výhodou pro znalce či znalecký ústav bezesporu je, že rizika jsou sledována národním regulátorem. Postupy regulace a eliminace rizika se neustále zdokonalují. V rámci regulace rizik na principu dohody Basel jsou např. do ukazatele kapitálové přiměřenosti promítána nová rizika. Také je třeba počítat do budoucnosti se zvyšováním hodnoty kapitálové přiměřenosti o již zmíněný cyklický a konzervativní polštář. Kapitálová přiměřenost je také v současnosti měřena nejen vůči celkovému kapitálu, ale i kvalitnějšímu kapitálu v rámci Tier 1 či dokonce vůči nejkvalitnějšímu kmenovému kapitálu Tier 1. Jakým způsobem se tento trend projeví při oceňování komerčních bank?⁶⁵ Banky budou bezesporu pod větším tlakem a pod větší kontrolou, což by se mělo projevit ve snížení rizika krachu banky a také ve snížení výkyvů v jejich hospodaření a ve zlepšení přesnosti plánování budoucího odnímatelného výnosu banky, neboť trend vývoje bude stabilnější, takže zjednodušený způsob ocenění banky na bázi projekce minulého vývoje do budoucnosti s identifikací příslušné trendové křivky (Hrdý, 2005, s. 37) bude možné efektivněji použít. Významnou roli zde bude hrát právě anticyklický polštář, který bude eliminovat výkyvy v hospodaření týkající se hospodářského cyklu. Pokud k tomu připočítáme stabilizaci kapitálu banky a stabilizaci rizika, může být promítnutí trendové křivky zcela realistické, minimálně pak pro první odhad výnosového ocenění banky. Tato skutečnost je nesmírně důležitá z toho důvodu, že v minulosti v praxi docházelo k naprosto rozdílným hodnotám oceňovaných bank prováděných různými oceňovacími kanceláři. Kombinací zjednodušeného výnosového ocenění na bázi projekce minulého vývoje a metody obligačního cenového modelu (Hrdý, 2011) na bázi hodnot k datu ocenění NAV, ROE, COE získáme velmi solidní odhad, který dokáže eliminovat případné nesmyslné oceňovací posudky lišící se v řádu

⁶⁵ Hrdý, M. Identifikace rizika při procesu oceňování komerčních bank a jeho dopad na výsledné ocenění. *Oceňování: čtvrtletník*. 2014. sv. 7, č. 2, s. 19–34.

stovek miliónů. Na co se tedy musí znalec především zaměřit? Není možné považovat za příliš vhodné, pokud bude znalec suplovat dozorčí a regulatorní činnost. Může, a to i z hlediska právního, vycházet ze skutečnosti, že banka dodržuje pravidla stanovená národním regulátorem a že dodržování těchto pravidel je pravidelně kontrolováno, neboť oceňovaná banka předkládá pravidelně příslušné reporty a požadovaná hlášení. Znalec či znalecký ústav by měli především komplexně posoudit systém práce s rizikem a případně provést back testing odhadovaných ztrát např. z úvěrových portfolií se ztrátami reálnými, ke kterým došlo, a tímto způsobem posoudit např. kvalitu interních modelů řízení bankovních rizik, které si mohou banky samy vytvořit a po schválení ČNB také používat. Znalec či znalecký ústav by se měli především zaměřit na oblasti, kde hrozí největší ztráty, a posoudit, do jaké míry má tuto oblast banka ošetřena. Typickým příkladem může být úvěrové portfolio banky a vytváření příslušných opravných položek k problémovým úvěrům. Z hlediska ukazatele kapitálové přiměřenosti je především vhodné, aby znalec či znalecký ústav posoudili, zda ve finančním plánu pro účely výnosového ocenění je zohledněna cílová kapitálová přiměřenost, kterou si oceňovaná banka zvolila.

2.2.5 Sestavení finančního plánu s využitím pouze externích informací

Velmi často se dostáváme do situací, kdy budeme potřebovat provést ocenění vybrané komerční banky, přičemž nebudeme mít přístup k interním bankovním informacím a budeme nuceni vycházet pouze z výročních zpráv oceňované banky za několik let dozadu a dále pak z makroekonomických údajů, a především také z různých prognóz těchto makroekonomických údajů. Výnosové ocenění je pochopitelně možné provést i v tomto případě, avšak s menší přesností než v případě, kdy máme přístup k interním informacím. V této souvislosti není od věci zmínit tzv. metodu postupného zpřesňování dle Hrdého (2005)⁶⁶, kdy bylo možné postupovat od hrubého odhadu až k přesnému výpočtu.

Hrubý odhad může být reprezentován klasickou extrapolací z minulosti známého dividendového potenciálu. Budeme tedy předpokládat, že minulý vývoj se bude opakovat v budoucnosti. Extrapolaci provedeme na základě přímky podle následující rovnice:

$$y = f(u) = k_1 u + k_0,$$

kde

$$k_1 = \frac{n \sum u_i y_i - \sum u_i \sum y_i}{n \sum u_i^2 - (\sum u_i)^2}, \quad k_0 = \frac{\sum u_i^2 \sum y_i - \sum u_i \sum u_i y_i}{n \sum u_i^2 - (\sum u_i)^2}.$$

Veličina y představuje jednotlivé dividendové potenciály v minulosti a veličina u potom jednotlivé roky, pro které známe veličinu y . Je možné doporučit pro jednodušší výpočet použít pro hodnoty u nikoliv rok ve tvaru 2014, 2013 apod., ale ve tvaru 1, 2, 3 až n , kde n představuje počet let, pro které máme údaje z minulosti. Pro výpočet veličin y pro jednotlivé roky plánu pak budeme dosazovat hodnoty $u = n + 1$, $u = n + 2$, $u = n + 3$ až $u = n + t$, kde t bude počet let finančního plánu. Poté bude identifikována pokračující hodnota, kdy dividendový potenciál bude identifikován na bázi posledního roku první fáze a růst g bude považován na základě zásady opatrnosti roven nule. Tím bude do určité míry zajištěno, že hodnota oceňované banky nebude nadhodnocena, spíše naopak. Metoda postupného zpřesňování byla v minulosti navrhována z důvodu toho, že posudky jednotlivých znalců či znaleckých ústavů na stejnou banku byly velmi odlišné a lišily se v řádech stovek miliónů, někdy i miliard. Právě jednoduchá extrapolace nám zaručí výchozí údaj, jak by vypadala hodnota oceňované banky, pokud by zisky zůstaly přibližně na stejné úrovni, jako tomu bylo v minulosti.

Jak již bylo naznačeno v úvodu této kapitoly, do úvahy můžeme vzít i budoucí odhad některých vybraných makroekonomických veličin, zejména pak odhadovaného růstu HDP, odhadované změny úrokových sazeb, vývoj inflace, vývoj nezaměstnanosti, průměrné mzdy apod. Vývoj těchto jednotlivých veličin může mít určitou souvislost s některými ziskovými položkami oceňované banky a můžeme se pokusit najít určitou korelační závislost mezi těmito ziskovými položkami a vývojem vybraných makroekonomických veličin, zejména pak vývojem HDP. Těmito vybranými ziskovými položkami budou především úrokové výnosy a výnosy z poplatků a provizí, což jsou klíčové položky tvořící více než 80 % celkového bankovního

⁶⁶ Hrdý, M. *Oceňování finančních institucí*. Praha: Grada Publishing, 2005, 216 s.

zisku.

Klíčovou položkou plánování je především identifikace úrokových výnosů a výnosů z poplatků a provizí. Existuje statistická závislost těchto dvou položek především na vývoji HDP. Jak ukazují některé studie⁶⁷, koeficient korelace mezi výnosy z poplatků a provizí může činit až 0,94 a koeficient korelace mezi úrokovými výnosy a vývojem HDP potom až 0,82, což jsou velmi vysoké pozitivní korelace. Na základě příslušné korelační závislosti je možné odvodit příslušnou regresní funkci, která vypadá následujícím způsobem:

$$Y = a + b \times X,$$

Kde Y je vysvětlovaná proměnná, což mohou být právě úrokové výnosy nebo výnosy z poplatků a provizí, a X je vysvětlující proměnná, což může být právě HDP. Na základě této regresní rovnice pak můžeme vypočítat vývoj úrokových výnosů či vývoj výnosů z poplatků a provizí.

Výsledná hodnota úrokových výnosů a výnosů z poplatků a provizí pak bude stanovena jako součin prognózované velikosti trhu dle výše uvedené rovnice a prognózovaného tržního podílu.

Kromě závislosti na HDP můžeme identifikovat závislost úrokových výnosů a výnosů z poplatků a provizí na dalších makroekonomických veličinách. Jedná se např. o průměrnou mzdu, kde byla zjištěna statistická závislost vůči výnosům z poplatků a provizí na úrovni 97,1 %⁶⁸. A v případě úrokových výnosů 71,1 %. Poměrně silná je i statistická závislost mezi výnosy z poplatků a provizí a počtem obyvatel, která činí 94,4 %, a mezi úrokovými výnosy a počtem obyvatel, která činí 68 %⁶⁹. Naopak poměrně slabou statistickou závislost vykazuje vztah mezi úrokovými výnosy a výnosy z poplatků a provizí a úrokovými sazbami a také inflací. Negativní statistická závislost se naopak ukazuje mezi úrokovými výnosy a nezaměstnaností, která činí -60,1 %⁷⁰, a mezi výnosy z poplatků a provizí, která činí -19,9 %. Výše uvedené faktory se však nejeví jako vhodné pro identifikaci příslušnou regresní funkcí. Klíčovým bude vývoj HDP.

Pokud máme naplánovány úrokové výnosy a výnosy z poplatků a provizí, můžeme začít sestavovat finanční plán, přičemž nejprve naplánujeme aktiva rozvahy, především pak plán úvěrů včetně opravných položek a plán pohledávek. Vycházet je v tomto případě možné z vývoje v dané bance za analyzované období, případně je možné také vycházet z vývoje v celém bankovním sektoru, který je k dispozici především na stránkách ČNB. Opravné položky je možné plánovat na základě poměru opravných položek a celkových úvěrů z minulých období. Další položky aktiv, která není možné na základě dostupných údajů plánovat, ponecháme na úrovni posledního roku před datem ocenění. Na pasivní straně rozvahy bude nutné nejprve naplánovat finanční závazky v zůstatkové hodnotě, a to na základě poměru depozit na úvěrech. Problémem je plánování investiční činnosti, a to jak na straně pasiv, tak na straně aktiv. Na straně pasiv to učiníme na základě poměru pasiv investiční činnosti na pasivech na neinvestiční

⁶⁷ Menzlová, P. *Ocenění ČSOB, a.s.* Praha, 2014. Diplomová práce. VŠE Praha.

⁶⁸ Menzlová, P. *Ocenění ČSOB, a.s.* Praha, 2014. Diplomová práce. VŠE Praha.

⁶⁹ Menzlová, P. *Ocenění ČSOB, a.s.* Praha, 2014. Diplomová práce. VŠE Praha.

⁷⁰ Menzlová, P. *Ocenění ČSOB, a.s.* Praha, 2014. Diplomová práce. VŠE Praha.

činnosti za poslední rok před datem ocenění. Vypočtené závazky přičteme k rozdílu mezi plánem aktiv a pasiv a tato částka pak představuje finanční aktiva. Musíme však dát pozor na to, že tato částka finančních aktiv v sobě obsahuje také pohledávky vůči centrální bance a také pokladní hotovost. Hotovost oddělíme tak, že ji vypočítáme na základě poměru hotovosti vůči bilanční sumě v předcházejících známých obdobích.

Klíčový pro identifikaci odnímatelného čistého upraveného zisku bude plán výkazu zisku a ztráty. Úrokové výnosy máme k dispozici již z předcházejících výpočtů, takže bude nutné naplánovat úrokové náklady. Vycházíme obvykle z poměru úrokových výnosů na úrokových nákladech, které se obvykle předpokládají na stejné úrovni, jako tomu bylo v analyzovaném období, případně je možné kopírovat trend tohoto vývoje z minulých období. Na obdobné úrovni bude také plán nákladů na poplatky a provize. Plánování dividendových výnosů a výnosů z finanční činnosti bude obvykle identifikováno na předchozí úrovni, pokud nebudou k dispozici další údaje.

Pokud se týká plánování nákladů, klíčové jsou náklady osobní, přičemž pokud nemáme k dispozici úmysl managementu ohledně jejich zvyšování nebo snižování, je možné naplánovat jejich mírné zvyšování v souladu např. s trendem zvyšování minimální mzdy či s plánovaným vývojem mezd v národním hospodářství. Dále je možné členit další náklady do jednotlivých skupin, zejména podle toho, zda jsme u některých nákladů schopni odhadovat jejich budoucí vývoj či nikoliv. Jeden z přístupů nabízí např. Menzlová (2014)⁷¹, která rozděluje náklady na základě nákladů, jež management může ovlivnit a nemůže ovlivnit. Mezi náklady, které může ovlivnit, patří např. dvě kategorie nákladů, jednak IT náklady, náklady za pozemky a dále pak náklady na marketing, provoz. Třetí kategorií tvoří cestovné, školení, pojištění a platební karty a jako čtvrtá specifická kategorie je vymezen fond pojištění vkladů. Odpisy zůstávají stejné, pokud nedošlo ke zvýšení hmotného majetku.

Pochopitelně se můžeme rovněž pokusit provést vícenásobnou regresní analýzu, kdy funkce úrokových výnosů a výnosů z poplatků a provizí bude závislá nejen na HDP, ale i na vývoji některých dalších makroekonomických veličin. Vícenásobná regresní analýza může být sestavena na základě následující rovnice:

$$x = a + b \times X1 + c \times X2 + d \times X3 + n \times Xn,$$

- kde x – vysvětlovaná proměnná;
 $X1, X2, Xn$ – vysvětlující proměnná;
 a, b, c – konstanty;
 n – počet vysvětlujících proměnných.

Aby tato analýza byla úspěšná, je nutné, aby vysvětlující proměnné mezi sebou nevykazovaly významné statistické závislosti. Některé práce⁷² ukazují, že statistická závislost některých dalších proměnných vedle HDP, jako např. průměrná mzda či počet obyvatel, je bohužel

⁷¹ Menzlová, P. *Ocenění ČSOB, a.s.* Praha, 2014. Diplomová práce. VŠE Praha.

⁷² Filip, M. *Ocenění ČSOB, a.s.* Praha, 2017. Diplomová práce. VŠE Praha.

relativně vysoká. Z tohoto vyplývá, že vícenásobná regresní analýza bude velmi problematická a při oceňování finančních institucí budeme ve většině případů nuceni vystačit „pouze“ s jednoduchou regresí závislosti vývoje úrokových výnosů a výnosů z poplatků a provizí na vývoji HDP. Tato závislost byla prokázána jako relativně vysoká, a může být proto považována za relativně věrohodnou.

Pokud jsme v úvodu této kapitoly vycházeli z metody postupného zpřesňování, můžeme konstatovat, že využití regresní analýzy oproti jednoduché extrapolaci zpřesní výpočty o závislost vývoje klíčových ziskových položek na vývoji HDP. Další zpřesnění by mělo vyplývat ze skutečnosti, že bude nutné plánovat další položky, především výkaz zisků a ztráty a také pochopitelně aktiva a pasiva, přičemž jak již bylo zmíněno v předchozím textu, tak při jejich plánování je možné přihlídnout jednak k výsledkům vlastní finanční analýzy, kterou je možné provést relativně velmi pečlivě i v případě, že vycházíme pouze z údajů z výročních zpráv a z údajů publikovaných národním regulátorem, a také k predikovanému vývoji v ekonomice, který může pochopitelně ovlivňovat i další položky, nejen úrokové výnosy a výnosy z poplatků a provizí.

2.2.6 Další vhodné metody oceňování pro kombinaci či alternaci s výnosovým oceňováním metodou dividendového potenciálu

Vedle tradičního výnosového oceňování finančních institucí je možné použít i další vhodné metody, které lze s výnosovým oceňováním kombinovat či jimi výnosové oceňování nahradit. Klíčovou z těchto metod je tzv. obligační cenový model.

Metoda obligačního cenového modelu se dívá na banku jako na věčnou (perpetuitní) obligaci a je založena na celkem jednoduchém principu, který vychází ze skutečnosti, že poměr tržní a účetní hodnoty banky by měl být stejný jako poměr ROE a COE neboli jako poměr výnosnosti vlastního kapitálu a nákladů vlastního kapitálu. Tuto větu můžeme následně převést do příslušné rovnice, která vypadá následujícím způsobem⁷³:

$$TH = \frac{ROE}{COE} \times UH,$$

- kde TH – tržní hodnota komerční banky;
 ROE – return on equity – návratnost vlastního kapitálu;
 COE – náklady vlastního kapitálu podniku;
 UH – účetní hodnota vlastního kapitálu.

Účetní hodnota vlastního kapitálu je v podstatě představována čistou hodnotou aktiv, v angličtině Net Assets Value, ve zkratce NAV. Čistou hodnotu aktiv zjistíme jako rozdíl účetní hodnoty aktiv mínus účetní hodnoty závazků. Rovnice pak vypadá následujícím způsobem:

$$TH = \frac{ROE}{COE} \times NAV$$

„Určitou nevýhodou této metody je skutečnost, že nezohledňuje budoucí potenciál a eventuální růst oceňované komerční banky, takže má tendenci hodnotu banky podceňovat.“ (Hrdý, 2005, s. 96)⁷⁴

Výhodu této metody na druhé straně představuje snadná identifikace vstupních údajů, které vycházejí z minulých, a tedy již známých hodnot. Účetní hodnoty je možné brát jako serióznější a přesnější, než je tomu v případě klasických podniků, neboť značná část aktiv i pasiv je již účetně vedena v jejich reálné tržní hodnotě. Metoda obligačního cenového modelu velmi dobře vytváří kombinaci s výnosovou metodou i v tom slova smyslu, že výnosové ocenění na bázi dividendového potenciálu bude představovat vyšší hladinu ocenění a metoda obligačního cenového modelu pak hladinu nižší a znalec či znalecký ústav se pak mohou přiklonit k hodnotě vyšší nebo hodnotě nižší podle toho, jak dopadla finanční analýza nebo analýza interních a externích faktorů.

V zahraniční literatuře se objevují ještě další postupy, které mají blízko výnosovému oceňování či jsou přímo oceňováním výnosovým. V poslední době vzbudila pozornost publikace autorů

⁷³ Hrdý, M. *Oceňování finančních institucí*. Praha: Grada Publishing. 2005, 216 s., s. 96.

⁷⁴ Hrdý, M. *Oceňování finančních institucí*. Praha: Grada Publishing. 2005, 216 s., s. 96.

Massari, Gianfrate, Zanetti (2014)⁷⁵ zabývající se mimo jiné již relativně podrobně problematikou oceňování komerčních bank, na rozdíl od dřívějších zahraničních publikací⁷⁶. Základní přístupy k oceňování bank jsou dle výše uvedených autorů⁷⁷ rozdělovány na diskontní výnosové modely, na relativní oceňování a na oceňování aktiv. Jistě pro zkušeného znalce není těžké pochopit, že se jedná o přístup výnosový, tržního srovnání a majetkového ocenění⁷⁸. Diskontní výnosové modely se dále člení na dividendový diskontní model, FCFE model a tzv. Excess Return Model (Massari, Gianfrate, Zanetti, 2014, s. 107)⁷⁹. Dividendový diskontní model je založen na známém dividendovém růstovém modelu, který známe např. z oceňování akcií a je velmi podobný dividendovému potenciálu. Zásadní rozdíl však spočívá v tom, že dividendový diskontní model pracuje s plánovanými reálně vyplácenými dividendami, kdežto dividendový potenciál hovoří o tom, jak velké dividendy by mohly být vypláceny, a není tedy závislý na zvolené dividendové politice příslušné banky. FCFE model vychází z volného peněžního toku pro vlastníky a velmi se podobá této metodě aplikované na běžné podniky. Rozdíl oproti klasickým podnikům spočívá mimo jiné v tom, že dochází k úpravě čistého příjmu o případné investice do regulatorního kapitálu na bázi požadavku kapitálové přiměřenosti a také o případné plánované změny v oblasti základního kapitálu (Massari, Gianfrate, Zanetti, 2014, s. 118)⁸⁰. Zatímco úprava FCFE o případný regulatorní kapitál se běžně v oceňovacích přístupech vyskytuje, je prvek úpravy plánovaných změn v základním kapitálu svým způsobem novým. Autoři patrně vycházejí z předpokladu, že u finančních institucí a u bank zejména dochází ke změnám v základním kapitálu nepoměrně častěji, než je tomu v případě klasických podniků, a že je vhodné tuto položku do vlastního výpočtu FCFE zahrnout (Hrdý, 2016)⁸¹. Vzhledem k tomu, že banky s peněžními prostředky pracují a že pro ně není problém si tyto prostředky v případě potřeby opatřit, jeví se přece jen vhodnější ziskový přístup na bázi čistého upraveného odnímatelného zisku neboli dividendového potenciálu. Tuto skutečnost podtrhuje již dříve zmíněný fakt, že banka generuje zisk z různých činností a že každá činnost se plánuje zvlášť a různým způsobem.

⁷⁵ Massari, M., Gianfrate, G., Zanetti, L. *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.

⁷⁶ Např. Miller, W. D. *Commercial Bank Valuation*. Published by John Wiley and Sons, Inc., USA 1995, 263 p., s. 136 nebo Rezaee, Z., 2001. *Financial Institutions, Valuations, Mergers and Acquisition*. Wiley John and Sons, USA, 2001, 434 s.

⁷⁷ Massari, M., Gianfrate, G., Zanetti, L. *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.

⁷⁸ Hrdý, M. Nové poznatky z oceňování finančních institucí. 2016. *Oceňování: čtvrtletník*. 2016. sv. 9, č. 2.

⁷⁹ Massari, M., Gianfrate, G., Zanetti, L. *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.

⁸⁰ Massari, M., Gianfrate, G., Zanetti, L. *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.

⁸¹ Hrdý, M. Nové poznatky z oblasti oceňování finančních institucí. *Oceňování: čtvrtletník*. 2016. sv. 9, č. 1, s. 3–13.

Zatímco výše zmíněné výnosové metody nejsou dle názoru autora výhodnější než prezentovaná výnosová metoda na bázi dividendového potenciálu, další metoda zaslouží jistě výrazně větší pozornost. Jedná se o tzv. Excess Return Model, který je definován následujícím způsobem (Massari, Gianfrate, Zanetti, 2014, s. 121)⁸²:

$$\text{Equity Value} = \text{Equity Capital} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Excess Return}_t}{(1+k_e)^t}$$

Excess return je definován následujícím způsobem:

$$\text{Excess Return} = (\text{ROE}_t - k_e) \times \text{Equity Capital}_{t-1}$$

Excess Return Model může být charakterizován jako určitá modifikace oceňování EVA, tj. na bázi ekonomické přidané hodnoty, která se používá velmi často v případě oceňování klasických podniků. Pracuje s výnosem, jenž se počítá jako součin vlastního kapitálu a výnosnosti vlastního kapitálu sniženou o náklad vlastního kapitálu (k_e). Equity Capital je představován účetní hodnotou vlastního kapitálu a v případě, že by návratnost vlastního kapitálu (ROE) byla na úrovni nákladu kapitálu (COE), byla by hodnota oceňované banky na úrovni účetní hodnoty vlastního kapitálu. Podobně jako v případě jiných oceňovacích modelů, je třeba analyzovat vstupní hodnoty, které se do modelu dosazují. Massari, Gianfrate a Zanetti (2014, s. 121)⁸³ pracují se dvěma hodnotami návratnosti kapitálu, a sice s hodnotou pro první, růstovou, fázi a dále pak pro druhou fázi, se stabilní pokračující hodnotou. Massari, Gianfrate, Zanetti (2014, s. 121) dokonce v rámci pokračující fáze připouštějí možnost přiblížení hodnoty ROE hodnotě COE, čímž eliminují případné negativní změny v budoucnosti a vytvářejí určitou oceňovací rezervu (polštář). Výhodou tohoto modelu je bezesporu fakt, že ROE lze v rámci bankovního sektoru poměrně dobře odhadovat. Autoři⁸⁴ v případě ROE dále pracují s pojmem tzv. Excess Return, což by se dalo volně přeložit jako tzv. přebytečný kapitál, který je vymezen jako součin rizikově vážených aktiv a rozdílu mezi hodnotou optimální velikosti bankovního kapitálu Tier 1 a reálnou hodnotou bankovního kapitálu Tier 1⁸⁵. Blíže však není uvedeno, co mají Massari, Gianfrate, Zanetti (2014) na mysli pod pojmem optimální kapitál Tier 1, zda se například jedná o rozdělení Tier 1 v rámci nových podmínek Basel II a Basel III na tzv. Tier 1 kmenový a Tier 1 vedlejší, nebo za optimální hodnotu Tier 1 považují minimální hodnotu Tier 1 na základě kapitálových požadavků⁸⁶. Je možné se spíše přiklonit

⁸² Massari, M., Gianfrate, G., Zanetti, L. *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.

⁸³ Massari, M., Gianfrate, G., Zanetti, L. *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.

⁸⁴ Massari, M., Gianfrate, G., Zanetti, L. *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.

⁸⁵ Massari, M., Gianfrate, G., Zanetti, L. *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.

⁸⁶ Hrdý, M. Nové poznatky z oblasti oceňování finančních institucí. *Oceňování: čtvrtletník*. 2016. sv. 9, č. 1, s. 3–13.

k tomu, že přebytečný kapitál bude ten, který banka nemusí držet v souladu s požadavky na kapitálovou přiměřenost. Dostáváme se zde do obdobné situace, která již byla analyzována v rámci výnosového oceňování na bázi dividendového potenciálu, kdy jsme dospěli k závěru, že by se neměl rozpouštět kapitál tím, že bychom snížili ukazatel kapitálové přiměřenosti na úroveň požadované výše, ale že bychom měli respektovat cílovou kapitálovou přiměřenost, kterou máme nastavenou na základě představ bankovního managementu. Obdobně patrně i v tomto případě bude vhodné respektovat pohled oceňované banky, jaký kapitál považuje za nutný z pohledu cílové kapitálové přiměřenosti a jaký kapitál by tedy byl přebytečný. Výsledný model dle Massari, Gianfrate, Zanetti (2014, s. 122)⁸⁷:

$$\text{Adjusted ROE} = \frac{\text{Net Income} - [\text{EXC} \times r_f \times (1 - t_r)]}{\text{Equity Book Value} - \text{EXC}}$$

kde	<i>Adjusted ROE</i>	– upravená hodnota rentability vlastního kapitálu;
	<i>Net Income</i>	– čistý příjem;
	<i>EXC</i>	– excess capital – přebytečný kapitál;
	<i>r_f</i>	– bezriziková úroková míra;
	<i>t_r</i>	– mezní sazba daně z příjmů;
	<i>Equity Book Value</i>	– účetní hodnota vlastního kapitálu.

Z výše uvedené rovnice je patrné, že pokud by přebytečný kapitál byl nulový, upravené ROE by se rovnalo klasickému ROE.

Obecně je možné konstatovat, že Excess Return Model je vcelku zajímavý přístup k oceňování komerčních bank a vzhledem k tomu, že pracuje s ROE, COE a s účetní hodnotou vlastního kapitálu, podobá se také obligačnímu cenovému modelu, a to i tím, že nebere do úvahy budoucí potenciál oceňované banky. Bude tedy spíše představovat dolní mez ocenění, podobně jako je tomu v případě obligačního cenového modelu. Společně s výnosovým oceněním na bázi dividendového potenciálu neboli odnímatelného čistého upraveného zisku může vytvořit interval ocenění, přičemž k vyšší nebo nižší hodnotě se opět přikloníme na základě výsledků finanční analýzy či analýzy vnitřních a vnějších faktorů.

Excess Return Model byl prezentován také Damodaranem (2012)⁸⁸, který rovněž doporučuje počítat tržní hodnotu banky na základě následujícího postupu:

Tržní cena vlastního kapitálu = vlastní kapitál aktuálně investovaný + hodnota Excess Return

⁸⁷ Massari, M., Gianfrate, G., Zanetti, L. *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.

⁸⁸ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, 3rd Edition. New Jersey: John Wiley & Sons, USA.

Další, kdo v minulosti nabízel určitý model oceňování komerčních bank, je bezesporu také Schoon (2012, s. 21)⁸⁹, který poskytl pro účely ocenění následující model, jenž je nazýván model reziduální výnosový:

$$V_t^e = B_t^e + \sum_{i=t+1}^{\infty} \frac{E_t[Earnings_i - (r_e \times B_t^e)]}{(1+r_e)^i} + \left(\frac{RI_3 \times (1+g)}{(r_e-g)} \right) \frac{1}{(1+r_e)^3},$$

kde	B_t^e	– účetní hodnota akcie banky v čase t ;
	E_t	– očekávání vycházející z informací, které jsou k dispozici v čase t ;
	$Earnings_i$	– zisk pro období i ;
	r_e	– požadovaná výnosnost vlastního kapitálu;
	i	– období;
	t	– čas;
	RI_3	– reziduální příjem na konci 3. roku;
	g	– očekávaná dlouhodobá růstová sazba;
	VB_t^e	– reziduální výnosová hodnota.

Zajímavostí tohoto přístupu je bezesporu předpoklad plánovaného období pouze na úrovni tří let, i když obecně bývá zvykem plánovat alespoň na pět let, a dále pak skutečnost, že vlastní výnosová hodnota má tři části, přičemž první je v podstatě účetní hodnotou vlastního kapitálu, druhá je pak reziduální hodnotou a třetí pokračující hodnotou ve smyslu going-concern principu.

Jestliže výše uvedené přístupy je možné považovat za akceptovatelné, pak u některých z přístupů publikovaných v minulosti o tom lze zcela seriózně pochybovat. Jedná se např. o přístup některých teorií, např. Copeland (1991)⁹⁰, jež za čistý efekt pro majitele považují disponibilní peněžní příjem, který se rovná součtu hotovosti z operací a zdrojů snížený o užití.

Hotovost z operací = příjem z úroků + příjem z poplatků – úrokové výdaje – odpisy – amortizace – daně = čistý příjem + odpisy + amortizace

Zdroje = hrubé splatné půjčky – odpisy v hotovosti = čisté placené půjčky + vzrůst vkladů + vzrůst vnějšího vkladu + prodej nového jmění

Užití = Nové půjčky + vzrůst držených cenných papírů + vzrůst rezerv – pokles vkladů – pokles vnějšího dluhu – opětovný nákup jmění

⁸⁹ Schon, N. (2012). *What's a bank worth?* Realistic valuation of the financial industry. London: Spiramus Press, Ltd.

⁹⁰ Copeleland, Koller, Murrin. *Valuation*. McKinsey and Company, Inc. USA 1991, česká verze Victoria Publishing, 1991.

Diskutabilní je zejména skutečnost, jak již dříve uváděl Hrdý (2005)⁹¹, zda růst či pokles vkladů, růst či pokles nových půjček, vzrůst či pokles držených cenných papírů bude mít bezprostřední vliv na výpočet hodnoty banky. Určitý vliv zde bude, ale tento vliv bude pouze zprostředkovaný, tj. růst půjček a vkladů se jistě pozitivně odrazí v budoucím potenciálu banky a bude velmi dobrou výchozí pozicí pro růst hodnoty banky. Rozhodující však bude schopnost tento potenciál využít. Zvýšení vkladů např. o 10 milionů jistě neznamená, že se o 10 milionů zvýší také hodnota banky, pochopitelně snížená o užití těchto nových vkladů. Obecně vzato, celkový přístup je založený na bezprostředním toku peněžních prostředků, což je v rozporu s předpokladem jen okrajového využití principu cash flow a jejího ukazatele v případě oceňování finančních institucí.

⁹¹ Hrdý, M. *Oceňování finančních institucí*. Praha: Grada Publishing, 2005, 216 s.

2.3 Oceňování komerčních bank metodou tržního srovnání

Metoda tržního srovnání je velmi častou a oblíbenou metodou oceňování podnikatelských subjektů, zejména za předpokladu, že bude k dispozici srovnatelný podnik nebo srovnatelná transakce. Není důvodem, aby při oceňování komerčních bank nebyla tato metoda rovněž používána, přičemž výhodou v případě komerčních bank bude skutečnost, že se jedná o regulované podnikání, které přináší větší jistotu srovnatelnosti, a to i v tak relativně komplikovaných otázkách, jako je např. řízení rizik. I když přístup k rizikům může být realizován i na bázi interních modelů příslušných bank, podléhají tyto modely schválení ČNB, což je určitá garance toho, že by měly relativně dobře fungovat. Stejně tak nutnost dodržování ukazatele kapitálové přiměřenosti vede k určité srovnatelnosti komerčních bank, stejně tak jako nutnost získat licenci, předkládat pravidelná hlášení, která obsahují údaje požadované ČNB, apod. Otázka srovnatelnosti je tedy relativně dobrá. Druhou skutečností, která by měla být splněna, aby metoda tržního srovnání byla použitelná, je relativně vysoká četnost obchodů, tj. musí být známy tržní hodnoty srovnatelné banky či srovnatelné transakce. Bohužel těchto transakcí na trhu v ČR není mnoho, a navíc jsou výsledné hodnoty ocenění většinou drženy pod pokličkou jednotlivými znalci či znaleckými ústavy, které ocenění provádějí. Výhodou v tomto případě je tedy zadání ocenění znalci či znaleckému ústavu, který již ocenění jiných bank prováděl a má tyto údaje k dispozici a může spolu nebo vedle výnosové metody či metody obligačního cenového modelu ocenění metodou tržního srovnání použít. Nesmíme však zaměňovat ocenění metodou tržního srovnání za tržní kapitalizaci, kterou získáme tím, že vynásobíme počet akcií aktuální tržní cenou jedné akcie. Tyto údaje jsou totiž povětšinou k dispozici, neboť banky jsou ze zákona akciovými společnostmi a jejich akcie jsou obvykle obchodovatelné na burze. Důvody rozdílu jsou prakticky stejné jako u klasického podniku. Tržní cena akcií kolísá a její změny mohou mít příčiny např. v celkovém vývoji národní ekonomiky nebo pak v různých spekulativních nákupech těchto akcií apod. Dále se předpokládá, že ocenění banky se povětšinou děje za účelem koupě buď celé banky, nebo alespoň kontrolního balíku akcií, a právě získání kontroly nad bankou zvyšuje tržní cenu těchto akcií oproti koupi jednotlivých akcií na trhu. Dalším důvodem mohou být i různé synergické efekty, které známe i z oblasti oceňování klasických podniků, a také hodnota nehmotných aktiv, kterou při koupi celé banky či alespoň většinového podílu v bance získáváme. Máme na mysli především bankovní licenci, což se týká především kupujícího mimo EU, a dále pak jádrová depozita či jádrové úvěrové zákazníky.

Pokud se nám podaří najít srovnatelnou banku nebo srovnatelnou transakci, provedeme alespoň základní analýzu této srovnatelné instituce včetně analýzy interních a externích faktorů tak, abychom eliminovali některé zásadní problémy a rizika, která by použitím metody tržního srovnání mohla ohrozit. Výhodou je již dříve několikrát zmiňovaná skutečnost, že výraznou kontrolní činnost již provádí národní regulátor, v našem případě ČNB. Za prověření by však rozhodně stála skutečnost, zda srovnatelná banka nedosahuje svých výnosů především na základě rizikových aktivit, které by mohly ohrozit, když ne existenci samotné banky, tak alespoň právě tyto její budoucí výnosy, a tím by došlo ke snížení její hodnoty. Opačná situace by nastala, pokud by naopak banka nevyužívala dostatečně svůj potenciál realizací pouze

relativně méně rizikových aktivit, čímž by docházelo k umělému snižování příjmů, které by pak následně snižovaly hodnotu banky. Ocenění metodou tržního srovnání by mělo být méně pracné, než je tomu v případě ocenění výnosového, nicméně vyžaduje nalezení již zmíněné srovnatelné banky, přičemž klíčovou roli u této srovnatelnosti budou hrát především velikost, růst, zisk, rozsah služeb, riziko, rozsah tržního potenciálu, investiční portfolio⁹².

Podobně jako je tomu v případě klasických podniků, pro vlastní realizaci metody tržního srovnání bude třeba nalézt vhodné násobitele, které můžeme použít izolovaně nebo ve skupině s různou váhou přiřazenou různým násobitelům. Pro oceňování bank se nejlépe hodí „ukazatel *P/E* či *M/B (Market/Book Value)*“ (Hrdý, 2005, s. 98)⁹³ a v případě srovnatelných transakcí „*poměr M/B* či *poměr ročních zisků po zdanění bez uvažování zisků mimořádných*“ (Hrdý, 2005, s. 99)⁹⁴. Další možností je použití ukazatele *M/TBV (Market/Tangible Book Value)* či dividendových výnosů (Hrdý, 2011)⁹⁵.

Některé zajímavé násobitele přináší zahraniční literatura⁹⁶, přičemž metoda tržního srovnání je zde nazývána tzv. Relative Valuation. Vedle klasických násobitelů, jako je např. *Price/Earnings* – *P/E* (cena/zisk), *Price/Book Value* – *P/BV* (cena/účetní hodnota) nebo *Price/Tangible Book Value* – *P/TBV* (cena/účetní hodnota hmotných aktiv), jsou zde ukazatele *Price/Deposits* (cena/depozita), *Price/Revenues* (cena/výnosy), *Price/Net Assets Value* – *P/NAV* (cena/čistá hodnota aktiv), přičemž nejzajímavější je jistě ukazatel *P/Branches* (cena/počet poboček) (Massari, Gianfrate, Zanetti, 2014)⁹⁷. Násobitel *P/Branches* může vyvolávat určité pochybnosti, protože sice není pochyb o tom, že počet, a hlavně vhodné umístění jednotlivých poboček bude hrát velmi významnou roli především pro budoucí potenciál oceňované banky, avšak pouhý počet poboček těžko může sloužit jako srovnávaná základna pro oceňovanou banku. Tento násobitel lze tedy připustit pouze jako násobitel pomocný.

Jaké násobitele by bylo vhodné doporučit? Rozhodně ukazatel *M/B*, tj. poměr tržní a účetní hodnoty, a dále pak obdobný ukazatel na bázi *Price/Net Assets Value*, tj. cena vůči čisté hodnotě aktiv, a také ukazatel *P/E*, tj. cena vůči zisku, přičemž máme na mysli cenu zjištěnou oceněním, nikoliv na základě burzovních informací. Za poněkud diskutabilní je možné v současných podmínkách považovat ukazatel *Price/Deposits*, tj. tržní cena vůči hodnotě depozit, protože – jak již bylo dříve zmíněno – depozita poněkud ztrácejí na svém významu z důvodu možnosti

⁹² Hrdý, M. Oceňovací standardy pro komerční banky a další finanční instituce. *Oceňování: čtvrtletník*. 2011. sv. 4, č. 3, s. 21–36.

⁹³ Hrdý, M. *Oceňování finančních institucí*. Praha: Grada Publishing, 2005, 216 s.

⁹⁴ Hrdý, M. *Oceňování finančních institucí*. Praha: Grada Publishing, 2005, 216 s.

⁹⁵ Hrdý, M. Oceňovací standardy pro komerční banky a další finanční instituce. *Oceňování: čtvrtletník*. 2011. sv. 4, č. 3, s. 21–36.

⁹⁶ Massari, M., Gianfrate, G., Zanetti, L. *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.

⁹⁷ Massari, M., Gianfrate, G., Zanetti, L. *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.

opatřit si peníze na financování bankovních aktivit jiným způsobem, především pak na mezibankovním trhu či od ČNB.

Zásadním problémem při použití metody tržního srovnání však může být odlišný přístup k řízení rizik námi oceňované např. banky a banky srovnávané, což má pak zásadní dopad především do hodnoty vykázaného ročního zisku, který je předmětem srovnání. Zvláště v posledním období však dochází k neustálému zpřísňování a sjednocování některých otázek týkajících se rizika na mezinárodní úrovni, např. v rámci systému Basel III, a také již nemusí existovat obava ohledně podstatně odlišného pojetí základní podnikatelské legislativy v oblasti bankovníctví, jak se o tom dříve zmiňovaly některé publikace (např. Hrdý, 2005, s. 99). Nejrozvinutější trh s bankami je v USA, proto je tam také metoda tržního srovnání nejvíce při oceňování bank využívána. I v případě nalezení vhodné např. banky či srovnatelné transakce se znalec nevyhne řešení některých aplikačních problémů, jako např. tržního zaměření srovnávaných bank, skladby jejich klientů, cílů vlastníků a v případě mezinárodního srovnání i odlišného srovnání základní podnikatelské legislativy. I přes tyto problémy je možné konstatovat, že v případě nalezení vhodné finanční instituce či vhodné transakce bude metoda tržního srovnání z praktického hlediska lépe akceptovatelná, což dokládá i skutečnost, že v praxi oceňování se metody tržního srovnání používají nejvíce, zejména pak v případě komerčních bank.

Vedle klasických metod tržního srovnání je možné se v případě komerčních bank zmínit rovněž o metodě tržní kapitalizace. Banky jsou ze zákona akciovými společnostmi a oproti klasickým podnikům jsou jejich akcie ve většině případů obchodovány na burze. I když cena akcií bank závisí na mnohých faktorech, které nemusí mít nic společného s reálnou vnitřní hodnotou banky, přece může tržní hodnota akcií banky vypovídat do značné míry o její finanční situaci a o budoucím očekávání investorů do budoucna. Pro hrubý předběžný odhad ceny můžeme metodu tržní kapitalizace plně využít.

I když je bankovní podnikání regulovaným odvětvím, které umožňuje relativně dobrou srovnatelnost jednotlivých bank včetně řízení rizik, přesto se nevyhneme určitým aplikačním problémům, které se týkají zejména tržního zaměření srovnávaných bank. Jedná se zejména o skladbu jejich klientů, o cíle jejich vlastníků a při mezinárodním srovnání i o odlišné úrovně základní podnikatelské legislativy. Přesto je tato metoda při praktickém oceňování bank dosti oblíbená, pochopitelně pokud je k dispozici srovnatelná banka nebo srovnatelná transakce, neboť stanovení hodnoty banky na základě srovnatelnosti s jinou bankou, která byla prodána, je jednodušší než složitý výnosový princip, který vyžaduje co nejpřesnější plánování a určení potenciálu dané banky. Na druhé straně bude ale metoda tržního srovnání méně přesná než výnosová, neboť nemusí vždy zohledňovat potenciál dané banky a její perspektivu do budoucna. Výjimkou může být oceňování bank v USA, kde je nejrozvinutější kapitálový trh na světě a kde dochází k mnoha prodejům, k fúzím a akvizicím finančních institucí. Zde se metoda tržního srovnání nejvíce používá a skýtá i relativně dobré výsledky⁹⁸. V podmínkách USA je však třeba brát rovněž do úvahy skutečnost, že jsou zde odděleny komerční a investiční

⁹⁸ Hrdý, M. *Oceňování finančních institucí*. Praha: Grada Publishing, 2005, 216 s.

banky. Klasické komerční banky bez investiční činnosti jsou relativně lépe srovnatelné, a to zejména pokud působí na stabilním trhu. Pak je jednodušší i plánování budoucích hodnot, a tím také i výnosové oceňování.

2.4 Majetkové oceňování komerčních bank

Majetkové ocenění je v případě podnikatelských subjektů obecně známé jako nejméně vhodná metoda pro ocenění podnikatelských subjektů, neboť pro ocenění nemají ani tak význam jednotlivé složky majetku tohoto podnikatelského subjektu, ale podnikatelský subjekt jako celek. Ocenění jednotlivých složek majetku však může mít význam např. pro účely daňové, či při zániku podnikatelského subjektu apod. V případě komerčních bank by měla být situace obdobná, i když na rozdíl od klasických podnikatelských subjektů zde existují dva zásadní rozdíly. První rozdíl spočívá ve skutečnosti, že podstatná část aktiv i pasiv komerční banky je již přímo v účetnictví oceněna reálnými hodnotami, a proto samo majetkové ocenění na bázi účetní hodnoty vycházející z historických cen má podstatně vyšší vypovídací schopnost, než je tomu v případě klasických podniků. Druhý rozdíl spočívá v tom, že na základě ocenění aktiv i pasiv banky můžeme identifikovat tzv. čistou hodnotu aktiv neboli Net Assets Value (NAV), což je hodnota, která má v rámci procesu oceňování bank poměrně široké použití, např. v případě použití metody tržního porovnání nebo v případě použití metody obligačního cenového modelu. Vyjdeme-li z obecných principů majetkového ocenění pro klasické podniky, můžeme identifikovat čtyři základní majetková ocenění, a sice účetní hodnotu na principu historických cen, substanční hodnotu na principu reprodukčních cen, ocenění na bázi uspořené nákladů a ocenění na bázi tržních hodnot⁹⁹. Tato majetková ocenění používáme v případě, že uvažujeme o bázi věčného trvání podniku neboli going-concern princip. V případě, že bychom uvažovali s ukončením činnosti oceňovaného podniku, vycházeli bychom z likvidační hodnoty, která předpokládá ukončení činnosti podniku a rozprodání jeho majetku. Substanční hodnota na bázi reprodukčních cen se snaží zjistit, kolik by stálo znovu vybudování podniku. Substanční hodnota na principu úspory nákladů slouží k alternativě koupě podniku a vybudování nového podniku. Dle Maříka (2011)¹⁰⁰ v případě, že je známá hodnota budoucích výnosů, pak hodnota podniku, který uvažujeme případně ke koupi, plyne z určité schopnosti jeho podstaty (substance) nahradit výdaje, které bychom měli spojené s vybudováním nového podniku. Majetkové ocenění na principu tržních cen by pak spočívalo v ocenění jednotlivých složek majetku na bázi tržních cen.

Je třeba se zamyslet nad tím, která majetková ocenění by měla smysl v případě komerčních bank. Účetní hodnota vzhledem k již dříve uvedenému by smysl rozhodně měla. To se však již nedá říci o substanční hodnotě na bázi reprodukčních cen či substanční hodnotě na bázi úspory nákladů. Případné znovuvybudování komerční banky je záležitost skutečně mimo realitu, protože je to věc neskutečně náročná a problematická, navíc vyžadující získání licence. Proto snaha mít svoji komerční banku by byla téměř vždy vedena prostřednictvím koupě stávající banky s příslušnou licencí, byť by tato banka byla v případných finančních problémech, nebo pak zřízením pobočky v rámci EU již stávající dobře fungující banky. Naopak majetkové ocenění na principu tržních cen by se jevilo jako velmi vhodné ocenění,

⁹⁹ Mařík, M. aj. *Metody oceňování podniku*. Proces ocenění – základní metody a postupy. 3. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2011, 494 s., s. 324.

¹⁰⁰ Mařík, M. aj. *Metody oceňování podniku*. Proces ocenění – základní metody a postupy. 3. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2011, 494 s., s. 324.

které by bylo dobře využitelné i pro případ stanovení NAV.

O účetní hodnotě na bázi historických cen již bylo uvedeno, že má v případě komerčních bank vyšší vypovídací schopnost, než je tomu v případě klasických podniků, a může být dobře využita pro stanovení NAV pro případ prvotního hrubého odhadu hodnoty banky, jak bude rozebráno v následující kapitole. Ocenění metodou účetní hodnoty vlastního kapitálu je jednodušší než v případě hodnoty substanční. Vychází se z účetních hodnot bankovního majetku snížených o hodnotu cizích zdrojů. Výhodou této metody je jednoduchost zjištění příslušných údajů a průkaznost hodnot. Jak již bylo několikrát uvedeno, specifickou výhodou v případě oceňování komerčních bank je navíc skutečnost, že postupy účtování pro banky a jiné finanční instituce¹⁰¹ nutí banky více, než je tomu u klasického podniku, přeceňovat některé položky aktiv na reálnou hodnotu, popřípadě vytvářet opravné položky, takže je účetní hodnota banky věrohodnější než u podniku. Proto je vhodné použít tuto metodu v praxi tak, že účetní položky oceněné na reálnou hodnotu, případně ošetřené opravnou položkou, ponecháme v hodnotě v bankovním účetnictví a ostatní položky převedeme na reálnou hodnotu pomocí postupů známých i pro podniky, což se bude týkat zejména hmotného majetku. Pro oceňování jednotlivých bankovních aktiv v účetnictví platí samozřejmě základní účetní postupy dané v účetnictví¹⁰². Pro oceňování bank je nezbytně nutná znalost těchto postupů pro oceňování jednotlivých položek v účetnictví. Zejména se jedná o znalost ocenění jednotlivých složek bankovních aktiv. Je třeba si uvědomit, co je v rámci účetnictví považováno za ocenění reálnou hodnotou. Za reálnou hodnotu je považováno především ocenění na bázi¹⁰³:

- tržní hodnoty;
- hodnoty vyplývající z obecně uznávaných modelů a technik;
- ocenění kvalifikovaným odhadem nebo posudkem znalce;
- ocenění stanovené podle zvláštních právních předpisů.

Pokud bychom chtěli účetní hodnotu ještě zpřesnit, použili bychom majetkové ocenění na principu tržních cen. Využili bychom položky z účetnictví, které jsou na reálnou hodnotu již oceněny, a zbývající položky bychom přecenili na reálnou tržní hodnotu.

Na reálnou hodnotu jsou v bankovním účetnictví oceněny cenné papíry určené k obchodování, deriváty, pohledávky určené k obchodování. Opravnou položkou by měly být ošetřeny cenné papíry, které nejsou oceněny reálnou hodnotou, pohledávky, které nejsou určené k obchodování, tj. zejména pohledávky za bankami a pohledávky za klienty, a dále pak majetkové účasti a ostatní finanční investice.

¹⁰¹ Vyhláška č. 501/2002 Sb., ve znění pozdějších předpisů, kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, pro účetní jednotky, které jsou bankami nebo jinými finančními institucemi.

¹⁰² § 24–28 zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, a dále opatření Ministerstva financí ČR čj. 282/73390/ 2001 ze dne 15. 11. 2001, kterým se stanoví účtová osnova a postupy účtování pro banky a některé finanční instituce.

¹⁰³ § 27 odst. 3 zákona č. 563/2001 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů.

V účetní hodnotě je možné též ponechat pokladni hotovost, vklady u emisních bank, poštovní šekové účty, státní pokladniční poukázky, pohledávky za klienty splatné na požádání, pohledávky za bankami splatné na požádání, některá přechodná aktiva.

Nabízí se otázka, zda je rozumné akceptovat ocenění reálnou hodnotou z účetnictví nebo zda v bankovním účetnictví vytvářené opravné položky budou skutečně odpovídat snížení hodnoty příslušného aktiva tak, jak to chápeme při procesu oceňování podnikatelského subjektu. Ocenění na reálnou hodnotu je možné bez větších problémů akceptovat, neboť stěží by znalec nebo znalecká kancelář byli schopni provést ocenění „reálnější“. Platí to zejména v případech, pokud používáme hodnotu zjištěnou na konkrétním trhu nebo hodnotu stanovenou příslušným znalcem. Pokud se týká opravných položek, je třeba odlišit upravení hodnoty na základě použití efektivní úrokové míry k diskontování budoucích peněžních toků, které jsou spojeny s držetím příslušného aktiva, a upravení hodnoty na základě identifikace úvěrové bonity dlužníka a identifikace pravděpodobnosti nesplacení příslušné pohledávky. Ve druhém případě je třeba rozlišovat identifikaci snížení hodnoty na skupinové bázi a na bázi individuální. Individuální báze se používá v případě, že se jedná o významné úvěrové aktivity nebo významné podíly na jiných podnikatelských subjektech. Objevují se také v případě nestandardních, pochybných a ztrátových úvěrů. V případě skupinové báze používají banky finanční modely na skupinové bázi, které vycházejí z historických skutečností aktiv s podobnými charakteristikami úvěrového rizika. Sofistikované modely používané současnými bankami a podléhající schválení regulátorem jsou natolik kvalitní, že je možné jak v případě snížení hodnoty na skupinové bázi, tak v případě snížení hodnoty na bázi individuální považovat tyto hodnoty vykázané na bázi opravných položek za naprosto akceptovatelné. Není proto třeba provádět příslušná přecenění, na které by znalec či znalecký ústav stejně neměli příslušné znalosti a kapacitu. V případě, že by v extrémním případě došlo k úhradě odepsané pohledávky, je částka do výše odepsané hodnoty zúčtována v rámci tvorby rezerv a opravných položek a částka převyšující tuto hodnotu pak v rámci kategorie výnosy z úroků a jiné výnosy. Opravná položka bude obecně identifikována na základě pravděpodobnosti defaultu dlužníka, pokud bude např. 20 %, pak opravná položka bude vytvořena na úrovni 20 % z hodnoty příslušného aktiva v účetnictví. Výhodou pro znalce je rovněž skutečnost, že účetní závěrky bank jsou sestaveny v souladu s mezinárodními standardy účetního výkaznictví (IFRS), které mají především oblast ocenění na reálnou hodnotu a stanovení opravných položek pro jednotlivé případy relativně precizně propracovány. Účetní hodnota se tak bude blížit hodnotě tržní, neboť většina majetku bude v účetních hodnotách zachována.

K přecenění tak zbývá pouze hmotný a nehmotný majetek. V případě hmotného majetku je možné využít obecné přístupy, které jsou známé z oblasti oceňování klasických podniků. Hmotný movitý majetek by měl být oceněn v pořizovací ceně snížené o oprávků a je otázkou, zda má jeho přecenění reálný smysl, neboť reálné přeceňování tohoto majetku má význam zejména v případě, že chceme použít likvidační hodnotu.

Největší pozornost bude jistě nutné věnovat především oceňování nemovitostí, které banka ve svém portfoliu vlastní. Na oceňování nemovitostí existuje celá řada sofistikovaných metod,

kteřé jsou podrobně popsány v příslušné odborné literatuře¹⁰⁴. Specifickou oblastí u nemovitostí může být např. oceňování nemovitostí jakožto zástavy v případě poskytování hypotečních úvěřů či dalších typů úvěřů, pro kterou opět existuje vybraná literatura¹⁰⁵. Znalec či znalecká kancelář by měli v tomto případě prověřit, zda metody používané pro oceňování nemovitostí bankami jsou seriózní a stanoví reálnou hodnotu zástavy, která by mohla být zpeněžená v případě nesplnění povinnosti protistranou.

Nejzajímavější oblastí majetkového ocenění bude oblast oceňování nehmotného majetku. Nehmotný majetek je veden v účetnictví v pořizovací ceně snížené o vytvořenou opravnou položku. Při oceňování nehmotného majetku, včetně goodwillu, platí v podstatě podobné zásady jako při oceňování nehmotného majetku klasického podnikatelského subjektu. Nehmotná aktiva nemají fyzickou podstatu (substanci), ale tvoří integrální součást bankovního podnikání jako celku. Hodnota nehmotných aktiv velmi často představuje výsledek ekonomického přínosu, který vyplyne pro vlastníka. Fakt, že nehmotná aktiva mají pro kupujícího skutečnou reálnou hodnotu, potvrzuje skutečnost, že nákupní cena velmi často převyšuje hodnotu hmotných aktiv. Goodwill je rozdílová položka mezi cenou zaplacenou za stoprocentní podíl na základním kapitálu a mezi reálným oceněním aktiv podniku po odečtení reálné ceny závazků. Bankovní účetnictví bylo první mezi podnikatelskými subjekty, které účtování goodwillu zavedlo. Dříve se účtovalo pouze o opravné položce k nabytému majetku. Podle Maříka (2013)¹⁰⁶ lze opravnou položku získat ve dvou případech, kdy v prvním případě odečítáme rozdíl mezi kupní cenou podniku a hodnotou aktiv v účetním ocenění prodávajícího a ve druhém případě jako rozdíl mezi kupní cenou podniku a hodnotou aktiv individuálně přeceněných po odečtení převzatých závazků. Za goodwill pak lze označit pouze druhý případ. V současném účetním pojetí se goodwill může vyskytovat ve dvou částech, a to jednak jako součást dlouhodobého nehmotného majetku a jednak jako oceňovací rozdíl k nabytému dlouhodobému hmotnému majetku.

Vedle obecných nehmotných aktiv, která se mohou vyskytovat i u klasických podnikatelských subjektů, existují ještě určitá specifická nehmotná aktiva v případě komerčních bank. Za zmínku stojí bezesporu následující tři:

1. Oprávnění k bankovnímu podnikání neboli bankovní licence.
2. Základní (jádrová) depozita, tzv. core deposits.
3. Okruh stálých komitentů (úvěřových zákazníků).

¹⁰⁴ Např. Dušek, D. *Základy oceňování nemovitostí*. 4. upravené vydání. Praha, Oeconomica, Institut oceňování majetku VŠE Praha, 2011; nebo Bradáč, A., Fiala, J. *Nemovitosti – oceňování a právní vztahy*. Linde Praha, 2004; nebo Bradáč, A., Klika, P., Bradáčová, L., Brumovský, M., Burda, A., Cupal, M., Introvičová, S., Klišová J., Melen, V., Nič, M., Nykodýmová, V., Pertl, M., Lorencová, M., Superatová, A., Zuzanáková, P., Uherková, E., Ulrich, J. *Teorie a praxe oceňování nemovitých věcí*. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2016. 790 s.

¹⁰⁵ Bradáč, A. *Metodika oceňování nemovitostí pro účely úvěřového řízení v České spořitelně, a.s.* III. přepracované vydání. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2000; nebo Dušek, D. *Základy oceňování nemovitých věcí*. Praha: Oeconomia, 2015, 156 s.

¹⁰⁶ Mařík, M. aj. *Metody oceňování podniku pro pokročilé, hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress, 548 s., s. 80.

Bankovní licence je specifikum, jímž se banka velmi podstatně odlišuje od ostatních podnikatelských subjektů, které takovéto oprávnění nemají a ani nepotřebují ke své činnosti. Bankovní trh je totiž regulován a je třeba splnit velmi náročné podmínky. Proto koupí banky získává nový majitel nejen banku jako takovou, ale především oprávnění působit na bankovním trhu, což jen potvrzuje skutečnost, že oprávnění k bankovnímu podnikání má svoji nezpochybnitelnou hodnotu. Tato hodnota však bude odlišná od klasického ocenění licenčního oprávnění, které dle Maříka (2011)¹⁰⁷ vychází z úvahy, že hodnota licence se rovná s největší pravděpodobností ceně, která by byla zaplacená na trhu za souhlas s využíváním shodného nebo obdobného řešení nebo za jeho převod. Licence v případě komerční banky však znamená něco jiného. Je to oprávnění bankovní činnost vykonávat. Z toho vyplývá, že za tohoto předpokladu by se hodnota licence rovnala hodnotě banky jako takové. Pochopitelně různí nabyvatelé licence by se navzájem lišili podle toho, jakým způsobem umí banku vést a jakou hodnotu dokážou vyprodukovat. Na základě toho by se ale hodnota licence banky měnila. Musela by pak být identifikována na základě jakési průměrné hodnoty banky, kterou lze na daném trhu dosáhnout za očekávaných tržních podmínek. Pokud by vlastník licence dokázal banku zhodnotit lépe, než je průměr, získal by příslušný goodwill a naopak.

Vedle bankovní licence vyvstává problém jádrových depozit či jádrových zákazníků. S koupí banky totiž získává nový majitel i stávající okruh stálých zákazníků, ať už na straně pasivní, tj. na straně depozit, nebo na straně aktivní, tj. na straně stálých komitentů, kterým banka kromě úvěrů poskytuje i služby spojené s vedením účtů, platebním stykem apod., což jí přináší určitý efekt převyšující náklady na tyto služby. Opět se zde objevuje otázka, jakým způsobem je nový majitel schopen tyto okruhy zákazníků využít pro svoji podnikatelskou činnost. Hrdý (2005)¹⁰⁸ uvádí, že naše banky zatím doposud nedoceňují význam především jádrových depozit a chovají se k drobným střadatelům často macešsky, zatímco okruh stálých zákazníků, kterým poskytují úvěrové a další služby, považují za velmi důležité a klíčové. Jako příklad Hrdý (2005)¹⁰⁹ uváděl, že si banky okruhu stálých zákazníků (mnohdy lidí již důchodového věku, kteří byli zvyklí celý život nosit peníze do „záložny“, a dále velkého množství majitelů spořicího účtu) asi příliš neváží a snaží se je „odradit“ značným omezováním otvárací doby poboček a zaváděním elektronického bankovníctví, které není pro všechny akceptovatelné. V současné době je situace ještě komplikovanější tím, že úrokové sazby jsou na minimu a peníze může banka bez problémů získat jinak než prostřednictvím svých jádrových depozitních klientů. Přesto mají jádroví depozitní klienti svůj význam, protože tvoří stálý okruh bankovních zákazníků, kterým může banka nabízet své služby, a získávat tak mimo jiné zisk z poplatků a provizí. Minimální úrokové sazby naopak eliminují možnosti bank zhodnocovat peníze vhodným investováním, a z toho důvodu pak hrají mnohem větší roli kmenoví úvěroví zákazníci, protože peněz je dostatek a je problém najít vhodné projekty, které by bylo možné financovat. Právě stálí úvěroví klienti mohou takové projekty nabízet a vzhledem k jejich prověřené bonitě je vhodné jim poskytovat bankovní úvěry. Naopak náklady na získávání

¹⁰⁷ Mařík, M. aj. *Metody oceňování podniku*. Proces ocenění – základní metody a postupy. 3. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2011, 494 s.

¹⁰⁸ Hrdý, M. *Oceňování finančních institucí*. Praha: Grada Publishing, 2005, 216 s.

¹⁰⁹ Hrdý, M. *Oceňování finančních institucí*. Praha: Grada Publishing, 2005, 216 s.

nových klientů jsou poměrně vysoké, což souvisí i s náročným procesem řízení rizik a prověřováním jejich bonity.

Jádrová depozita mají tedy svoji hodnotu a vyvstává problém, jak tuto hodnotu vyjádřit. Některé teoretické přístupy k oceňování finančních institucí, např. dle Millera (1995)¹¹⁰, pracují jak s pojetím výnosovým, tak s pojetím nákladovým. Nákladový přístup pak může být založen na bázi reprodukční, respektive úsporové. Nyní můžeme jednotlivé přístupy rozebrat podrobněji.

Reprodukční nákladový přístup je podobně jako např. majetkové ocenění vycházející z reprodukčních cen založen na nákladech znovuzískání těchto jádrových klientů. Máme tím na mysli především náklady na reklamu, na provoz nových poboček či expozitur, náklady na speciální slevové akce či zvýhodněné podmínky pro tyto klienty, vícenáklady spočívající v získání těchto klientů k dalším službám, které banka nabízí sama, nebo kde funguje jako finanční zprostředkovatel. Pochopitelně nebude jednoduché přesně identifikovat tyto náklady, zejména v případě relativně stabilizovaného bankovního sektoru, kdy přetáhnout klienty z jiných bank či získat nové mladé klienty není vůbec jednoduché a nejsou vyloučeny další náklady v případě neúspěchu původní reklamní akce. Reprodukčně nákladový přístup tak může relativně hodnotu jádrových depozitních zákazníků poněkud přecenit.

Úsporový nákladový přístup je založen na principu, že jádrová depozita mají cenu, protože náklady na získávání alternativních zdrojů jsou vyšší. Pokud bychom se striktně drželi této úvahy, dospěli bychom k závěru, že tento způsob oceňování je naprosto nevhodný v současné době, kdy náklady alternativních zdrojů jsou spíše nižší. Můžeme se zamyslet nad tím, zda nám přece jen jádrová depozita nějaké úspory nepřinášejí. Jistou formu úspory bychom mohli najít v ušetřených nákladech týkajících se nabídky bankovních služeb a produktů potenciálním zákazníkům. Pokud má banka depozitní klienty, může jim tyto služby nabízet jednodušeji a levněji než zákazníkům mimo banku. Tím určitá úspora vzniká. Její velikost bude mimo jiné záviset na vývoji jádrových depozit, kdy porovnáváme původní základní objem depozit s budoucím diskontovaným odlivem těchto jádrových depozit. Souvisí to se stanovením doby životnosti jádrových depozit, kdy obecně nejen u nich, ale i u jiných nehmotných aktiv hraje doba životnosti poměrně velmi významnou roli.

Výnosová metoda oceňování jádrových depozit vychází ze skutečnosti, že tato depozita jsou investována do aktiv, které přinášejí úrok. Tento způsob oceňování se jeví v současné době jako nejlepší, neboť i když aktiva již nepřinášejí tak velké úroky jako tomu bylo v minulosti, určitý úrokový výnos se objevuje vždy a závisí na tom, do jakých aktiv budou depozita investována. Jistě největší úroky budou přinášet dlouhodobé bankovní úvěry či nakoupené podnikové obligace. Budeme tedy identifikovat průměrný výnos z jádrových depozit, který získáme každý rok životnosti těchto jádrových depozit. Průměrný výnos z těchto jádrových depozit získáme na základě součinu průměrné výnosnosti z aktiv, do kterých jsou jádrová

¹¹⁰ Rezaee, Z., 2001. *Financial Institutions, Valuations, Mergers and Acquisition*. Wiley John and Sons, USA, 2001, 434 s.

depozita investována a průměrného objemu jádrových depozit v daném roce. Abychom mohli pracovat s čistými výnosy, bude zapotřebí, abychom odečetli náklady související s těmito výnosy, a to opět na základě průměrných nákladů spojených s jádrovými depozity. Tyto náklady budou zahrnovat jednak, byť minimální, úrokový náklad a dále pak také alikvotní část provozních nákladů a v konečném důsledku i poměrnou část zaplacené daně. Získáme tak čistý výnos z použitých depozit v jednotlivých letech, který bychom měli diskontovat příslušnou úrokovou sazbou. Ohledně této úrokové míry probíhají v oblasti teorie určité diskuse. Rezaee (2001)¹¹¹ např. tvrdí, že by se tato úroková míra měla podstatně odlišovat od úrokové míry, která je využívána v případě nákladové úsporové metody na úrovni úrokové míry ze státních dluhopisů. Diskontní úroková míra pro výnosovou metodu oceňování jádrových depozit by měla odrážet náklady na získání alternativních zdrojů pro financování úvěrů či dalších investic. Opět platí, že alternativní zdroje nemusí být příliš drahé, ba právě naopak i levnější než jádrová depozita, a z toho důvodu nemusí být využití diskontní úrokové míry na bázi úrokové míry ze státních dluhopisů od věci ani v tomto případě. Jak již bylo zmíněno, důležitou roli bude hrát rovněž doba životnosti jednotlivých jádrových depozit. Pokud budeme vycházet např. z množiny běžných účtů, můžeme jejich vývoj identifikovat nejprve na základě určení průměrné historické sazby životnosti pro každý typ účtů jádrových depozit v následující tabulce, která vychází z minulého vývoje za posledních pět let, přičemž v tabulce jsou uvedeny počty účtů příslušného stáří, které jsou na konci daného roku ještě otevřeny:

Tabulka 1: Určení průměrné historické sazby životnosti pro každý typ účtů jádrových depozit

Stáří účtu	31. 12. 2013	31. 12. 2014	31. 12. 2015	31. 12. 2016	31. 12. 2017	Sazba
0–1 rok	20 000	7 200	10 960	8 580	8 380	67,9 %
1–2 roky	–	13 800	4 680	7 400	6 000	76,8 %
2–3 roky	–	–	10 360	3 520	5 920	77,0 %
3–4 roky	–	–	–	8 000	2 700	87,5 %
4–5 let	–	–	–	–	7 000	–
Celkem	20 000	21 000	26 000	27 500	30 000	–

Zdroj: Vlastní výpočet s využitím Hrdý (2005) a Rezaee (2001)

Údaje ve druhém až šestém sloupci jsou získány na základě předchozích údajů, které má banka k dispozici, údaje v šestém sloupci se vypočítají na základě aritmetického průměru (pro údaje v procentech vynásobeného stem), kdy jednotlivé vstupní hodnoty tohoto průměru jsou vypočítány jako poměr počtu účtů, které zůstávají otevřené v daném roce, vůči počtu účtů, které byly otevřeny v předchozím roce.

¹¹¹ Rezaee, Z., 2001. *Financial Institutions, Valuations, Mergers and Acquisition*. Wiley John and Sons, USA, 2001, 434 s.

Dospějeme k nim následujícím způsobem:

$$\frac{\left(\frac{13\,800}{20\,000} + \frac{4\,860}{7\,200} + \frac{7\,400}{10\,960} + \frac{6\,000}{8\,580}\right) \times 100}{4} = 67,9 \%$$

$$\frac{\left(\frac{10\,360}{13\,800} + \frac{3\,520}{4\,680} + \frac{5\,920}{7\,400}\right) \times 100}{3} = 76,8$$

$$\frac{\left(\frac{8\,000}{10\,360} + \frac{2\,700}{3\,520}\right) \times 100}{2} = 77,0 \%$$

$$\frac{\left(\frac{7\,000}{8\,000}\right) \times 100}{1} = 87,5 \%$$

Výsledky je možné interpretovat tak, že jestliže je účet otevřený kratší dobu než jeden rok, existuje pravděpodobnost 67,9 %, že bude otevřený i příští rok. Jestliže je účet otevřený déle než jeden rok a kratší dobu než dva roky, existuje pravděpodobnost 76,8 %, že zůstane otevřený i další rok. Jestliže je účet otevřený déle než dva roky, ale méně než tři roky, existuje pravděpodobnost, že zůstane otevřený v dalším roce ve výši 77,0 %, jestliže je účet otevřený déle než tři roky, ale méně než čtyři roky, je pravděpodobnost, že zůstane otevřený i další rok 87,5 %. Celkový počet účtů, které zůstávají otevřeny ze součtu předchozích let, je pak rozdíl mezi celkovým počtem účtů a počtem účtů otevřených během daného roku. Z výše uvedené tabulky je možné vyčíst počet získaných depozitních účtů, které zůstávají otevřeny na konci daného roku. Dle teoretických východisek¹¹² platí zásada, že když počet účtů ještě otevřených dosáhne okolo 5 % z původního počtu, tj. v našem případě 1 500 účtů (5 % z 30 000), dá se předpokládat, že příští rok tyto účty ukončí svoji životnost.

Na základě vypočítaných sazeb životnosti můžeme vypočítat dobu životnosti jádrových depozit. Vycházíme při tom ze stavu, který je známý ke dni 31. 12. 2017. V našem konkrétním případě se bude jednat o 8 380 účtů, které jsou otevřeny do 1 roku, dále pak 6 000 účtů, které jsou otevřeny více než 1 rok a méně než 2 roky, dále pak 5 920 účtů, které jsou otevřeny déle než 2 roky, ale méně než 3 roky, 2 700 účtů, které jsou otevřeny více než 3 roky, ale méně než 4 roky a konečně účty, které jsou otevřeny déle než 4 roky. Princip dalšího výpočtu pak vychází z toho, že v každém následujícím roce se počet účtů v dané skupině sníží, a to na základě dříve stanovené sazby životnosti v jednotlivých letech. Počet účtů ve skupině do 1 roku se sníží na 67,9 %, tj. na 5 700 účtů, ve skupině 1–2 roky se počet účtů sníží na 76,8 %, tj. na 4 600, ve skupině 2–3 roky se počet účtů sníží na 77 %, tj. na 4 560, ve skupině 3–4 roky na 87,5 %, tj. na 2 360, ve skupině nad 4 roky na 87,5 %, tj. na 6 120. Stejným způsobem se pak pokračuje i v následujících letech až do doby, kdy počet účtů v jednotlivých skupinách klesne pod hodnotu

¹¹² Rezaee, Z., 2001. *Financial Institutions, Valuations, Mergers and Acquisition*. Wiley John and Sons, USA, 2001, 434 s.

okolo 5 %, tj. kdy se předpokládá, že v roce následujícím životnost účtů skončí.

Tabulka 2: Stanovení doby životnosti jádrových depozit

K datu	0–1 rok	1–2 roky	2–3 roky	3–4 roky	4+	Celkem
31. 12. 2017	8 380	6 000	5 920	2 700	7 000	30 000
31. 12. 2018	5 700	4 600	4 560	2 360	6 120	23 340
31. 12. 2019	4 380	3 540	3 980	2 060	5 360	19 320
31. 12. 2020	3 380	3 100	3 500	1 800	4 700	16 480
31. 12. 2021	2 960	2 720	3 060	1 580	4 100	14 420
31. 12. 2022	2 600	2 380	2 660	1 380	3 600	12 620
31. 12. 2023	2 260	2 080	2 340	1 200	3 160	11 040
31. 12. 2024	1 980	1 820	2 040	1 060	2 760	9 660
31. 12. 2025	1 740	1 600	1 800	920	2 400	8 460
31. 12. 2026	1 520	1 400	1 560	820	2 100	7 400
31. 12. 2027	1 320	1 220	1 380	700	1 840	6 460
31. 12. 2028	1 160	1 060	1 200	620	1 620	4 760
31. 12. 2029	1 020	940	1 040	540	1 420	4 960
31. 12. 2030	440	410	460	240	610	2160
31. 12. 2031	780	720	800	420	1 080	3 800
31. 12. 2032	680	620	700	360	960	3 320
31. 12. 2033	600	540	620	380	820	2 900
31. 12. 2034	520	480	540	280	720	2 540
31. 12. 2035	460	420	480	240	620	2 220
31. 12. 2036	400	360	420	200	560	1 940
31. 12. 2037	340	320	360	180	500	1 700
31. 12. 2038	300	280	320	160	420	1 480
31. 12. 2039	260	240	280	140	320	0

Zdroj: Vlastní výpočet s využitím Hrdý (2005) a Rezaee (2001)

Doba životnosti jádrových depozit tedy činí 21 let, protože ke konci roku 2039 klesne počet účtů prakticky ve všech sloupcích pod 5 %, což lze velmi jednoduše ověřit, neboť 260 je 3,10 % z 8 380, 240 je 4 % z 6 000, 280 je 4,73 % z 5 920, 140 je 5,18 % z 2 700 a 320 je 4,57 % ze 7 000.

Jak již bylo dříve uvedeno, daleko významnější složkou nehmotných aktiv u současných bank jsou jádroví úvěroví klienti neboli „core credit clients“. Ty si musí banky velmi hýčkat a probíhá o ně permanentní boj mezi jednotlivými bankovními ústavy. Jedná se o stabilitu především

úrokových příjmů při minimálním riziku.

Nyní bychom se měli zamyslet nad tím, jakým způsobem provést ocenění těchto nehmotných aktiv. Pokud bychom se měli inspirovat metodami oceňování jádrových depozit, jednalo by se o nákladový úsporový přístup, nákladový reprodukční přístup a také výnosový přístup. Vzhledem k tomu, že se v tomto případě jedná o použití zdrojů, a nikoliv jejich získávání, bude vhodné vyloučit nákladové metody a zaměřit se na metodu výnosovou. Její princip bude celkem zřejmý, neboť tyto jádroví klienti nám přinášejí příslušný úrokový výnos a po odečtení úrokových nákladů na zdroje pro tyto úvěry pak můžeme identifikovat čistý úrokový výnos. Pokud bychom chtěli stanovit přesnou hodnotu těchto jádrových úvěrových klientů, museli bychom provést ocenění na bázi odnímatelného čistého zisku při započtení případné alikvotní části provozních nákladů, daně a případných přidělů do ukazatele kapitálové přiměřenosti či do provozně nutných investic. Výsledná hodnota by mohla být identifikována následujícím způsobem:

$$OČZJÚ = ÚVJÚ - ÚNJÚ - AČVPN - AČD - AČPKP - AČRI,$$

- kde
- $OČZJÚ$ – odnímatelný čistý zisk z jádrových úvěrů;
 - $ÚVJÚ$ – úrokové výnosy z jádrových úvěrů;
 - $ÚNJÚ$ – úrokové náklady jádrových úvěrů;
 - $AČVPN$ – alikvotní část všeobecných provozních nákladů;
 - $AČD$ – alikvotní část daně;
 - $AČPKP$ – alikvotní část přidělu na základě kapitálové přiměřenosti;
 - $AČRI$ – alikvotní část rozvojových investic.

Pokud máme takto identifikovaný odnímatelný čistý zisk z jádrových úvěrů, musíme obdobně, jako tomu bylo v případě jádrových depozit, identifikovat dobu životnosti těchto jádrových úvěrů. Situace bude poněkud obtížnější, protože stálost jádrových úvěrových zákazníků se skutečně velmi těžko odhaduje. Musela by se provést určitá analýza vývoje těchto zákazníků v jednotlivých letech, zejména, zda úbytek těchto zákazníků je plně nahrazován případnými zákazníky novými, kteří se jádrovými postupně stávají. Za předpokladu nepřetržitého trvání banky je možné rovněž předpokládat, že i jádroví úvěroví klienti budou existovat nepřetržitě. Za tohoto předpokladu bychom mohli současnou hodnotu odnímatelných čistých zisků z těchto klientů počítat na bázi perpetuity neboli věčné annuity, přičemž diskontní úroková míra (i) by byla na stejné úrovni, jako při výnosovém oceňování celé banky, což je problematika, která bude rozebírána v samostatné kapitole.

Za předpokladu, že počet jádrových úvěrových klientů bude konstantní, tj. že ztráty těchto klientů budou nahrazovány přibližně novým počtem těchto klientů, můžeme hodnotu jádrových úvěrových zákazníků ($HJÚZ$) vypočítat následujícím způsobem:

$$HJÚZ = \frac{OČZJÚ}{i}$$

Pokud bychom na základě podrobné analýzy dřívějších dat dokázali identifikovat určitý trend

vývoje těchto jádrových úvěrových zákazníků, mohli bychom výše uvedený vzorec upravit o tempo růstu, respektive poklesu, těchto jádrových úvěrových zákazníků (*trp*). Výsledný vzorec by pak vypadal následovně:

$$HJÚZ = \frac{OČZJÚ}{(i - (+)trp)}$$

V případě růstu těchto klientů by se zmenšila hodnota čitatele a došlo by k nárůstu hodnoty jádrových úvěrových zákazníků. Naopak v případě, že by docházelo k poklesu těchto klientů, hodnota čitatele by se zvětšila, a tím by došlo ke snížení hodnoty úvěrových zákazníků.

Závěrem je možné konstatovat, že majetkové ocenění komerční banky je sice spíše doplňkovou metodou oceňování, nicméně relativně velmi významnou, neboť od čisté hodnoty aktiv, která vznikne oceněním aktiv jejich tržní hodnotou po odečtení tržní hodnoty závazků, se odvozují další důležité metody a postupy, např. oceňování na základě obligačního cenového modelu či některý z násobitelů při použití metody tržního srovnání. Výhodou oproti použití této metody při oceňování klasických podniků je bezesporu již dříve zmíněná skutečnost, že postupy oceňování pro banky a další finanční instituce přeceňují přímo v účetnictví hodnotu většiny aktiv i pasiv na reálnou hodnotu, a proto i klasické majetkové ocenění na bázi účetních hodnot má svoji významnou vypovídací hodnotu. Vždyť tržní hodnota vypočítaná na bázi obligačního cenového modelu z účetních hodnot je první a naprosto rychlou prvotní hodnotou oceňované banky, která může ukázat, s jakými hodnotami můžeme přibližně dále počítat. Důležitou roli hrají při majetkovém oceňování bank rovněž nehmotná aktiva, která mají svoji nezanedbatelnou hodnotu a která jsou nedílnou součástí banky jakožto podnikatelského subjektu. Do úvahy je však třeba brát rovněž fakt, že dochází se změnou tržních podmínek ke změně významu jednotlivých nehmotných aktiv. Jedná se zejména o upozadění významu jádrových depozit, což se děje v souvislosti s významným poklesem úrokových sazeb a v souvislosti s možností získávat peněžní prostředky alternativně levněji. V této souvislosti se jedná zejména o snížení významu těchto depozit na výnosové bázi, kdy nám jejich investováním do aktiv, zejména pak do různých typů bankovních úvěrů, vznikal příslušný výnos převyšující jejich náklady. Naopak se zvýšil význam jádrových úvěrových zákazníků, kteří přinášejí oceňované bance stabilní zisk, a to zejména v současných relativně rizikově averzních podmínkách, kdy jsou především noví zájemci o bankovní úvěry podrobováni relativně velmi náročné proceduře a kdy banka stojí před velmi závažným problémem, zda úvěr poskytnout i relativně rizikovějšímu klientovi, a tím se pokusit získat alespoň nějaký výnos, nebo úvěr neposkytnout, ale tím nerealizovat své volné peněžní prostředky. Svůj význam má i bankovní licence, která umožňuje s koupí banky také vstup na příslušný trh bez dalších náročných administrativních procedur.

2.5 Výsledné ocenění komerční banky

2.5.1 Obecná charakteristika

Pro stanovení výsledné hodnoty komerční banky je vhodné použít nejméně dvě metody podobně, jako je tomu v případě klasického podniku. Výběr těchto metod závisí vždy na osobě konkrétního znalce či znalecké kanceláře, nicméně v případě oceňování komerčních bank se jeví jako nejvhodnější kombinace výnosového ocenění a ocenění metodou obligačního cenového modelu. Jak již bylo dříve uvedeno, obligační cenový model skýtá spíše dolní mez ocenění, protože v sobě nezahrnuje případný budoucí potenciál oceňované banky. Výnosové ocenění naopak bude v sobě zahrnovat budoucí potenciál oceňované banky, a proto by mělo představovat spíše horní mez ocenění. Rozhodnutí o výsledném ocenění v rámci vygenerovaného intervalu by pak záviselo na rozhodnutí znalce či znalecké kanceláře s ohledem např. na výsledky finanční analýzy či analýzy externích nebo interních faktorů. Stanovení průměru z obou ocenění není v případě klasického podniku teorií doporučováno, avšak ani není explicitně zakázáno. Metoda tržního porovnání může být využita pouze za předpokladu, že je k dispozici tržní hodnota srovnatelné banky či cena srovnatelné transakce, což může nastat především u znaleckých kanceláří, které oceňování komerčních bank v širší míře provádějí. Zjištěné tržní hodnoty jsou totiž drženy pod pokličkou znalců a znaleckých kanceláří a jsou jen velmi obtížně dostupné.

V případě výnosového oceňování je třeba vybrat způsob ocenění, přičemž jako srovnatelné způsoby je možné na základě předchozí analýzy doporučit buď metodu odnímatelného čistého zisku, nebo metodu volných peněžních toků pro majitele FCFE. Za předpokladu oceňování banky s přístupem k interním informacím se předpokládá sestavení řádného finančního plánu oceňované banky včetně identifikace diskontní úrokové míry. Pokud by tento přístup nebyl k dispozici, bylo by možné se pokusit využít metodu regresní analýzy, jak již bylo stručně charakterizováno v kapitole 2.2.5. Tato metoda by však mohla poskytnout pouze určitý nepřesný odhad výsledného ocenění. Podobně u metody obligačního cenového modelu je možné pracovat pouze s účetními údaji nebo pak s částečným přeceněním některých položek bankovního majetku, jak již bylo zmíněno v kapitole č. 2.4.

Tyto možnosti mohou připomínat tzv. metodu postupného zpřesňování, kterou navrhl Hrdý (2005)¹¹³ a která vycházela z principu identifikace výsledného ocenění na bázi zpřesňujících údajů. Jako nejméně přesná byla identifikována metoda klasické extrapolace, kdy byl předpokládán podobný vývoj do budoucnosti, jako byl vývoj v minulosti. Byla identifikována na základě metody nejmenších čtverců přímka s pokračováním do budoucnosti, a tak byly identifikovány hodnoty pro jednotlivé roky plánu. Pro pokračující fázi byla obvykle zvolena hodnota na úrovni posledního roku první fáze. O něco přesnější pak byla doporučena varianta na bázi regresní analýzy s jednou nebo více závislými proměnnými a jako nejpřesnější pak metoda stanovení finančního plánu s přístupem k interním datům uvnitř oceňované banky. V rámci této nejpřesnější metody pak byla ještě rozlišena varianta přijetí finančního plánu

¹¹³ Hrdý, M. *Oceňování finančních institucí*. Praha: Grada Publishing, 2005, 216 s.

navrženého bankovními manažery bez úprav a s úpravami navrženými znalcem či znaleckou kanceláří. V případě použití metody obligačního cenového modelu pak bylo doporučováno použití nejprve pouze hodnot převzatých z účetnictví a pro případ zpřesnění pak bylo možné některé položky, které nebyly vyjádřeny v tržních hodnotách, přecenit. Tento přístup je možné ze současného pohledu vnímat poněkud s odstupem, avšak svého času měl svůj význam, neboť některé oceňovací posudky různých znalců či znaleckých kanceláří se od sebe velmi výrazně lišily u stejné banky. A právě metoda postupného zpřesňování mohla tyto extrémní rozdíly velmi výrazným způsobem eliminovat. Z dnešního pohledu se však toto jeví jako celkem zbytečné, neboť určitý základní odhad hodnoty oceňované banky nám již poskytne obligační cenový model vypočítaný ryze z účetních hodnot a na základě posledně známého údaje ohledně ROE a COE. Dřívější možnost využití klasické extrapolace předchozích údajů byla rovněž doporučována americkou literaturou¹¹⁴, která počítala s komerčními bankami bez investiční činnosti na relativně stabilním trhu, kde se budoucí změny příliš nepředpokládaly a kde prostá extrapolace měla svoje uplatnění.

¹¹⁴ Miller, W. D. *Commercial Bank Valuation*. Published by John Wiley and Sons, Inc., USA 1995, 263 p., s. 136.

2.5.2 Jednoduchý typový příklad

V následujícím typovém příkladu je možné demonstrovat ve velmi zjednodušené formě ocenění komerční banky za předpokladu přístupu pouze k veřejně dostupným informacím především z výročních zpráv oceňované banky a také z vývoje jednotlivých makroekonomických veličin a z jejich predikce.

Zadání: Předpokládejme, že fiktivní Banka KFFC, a. s., měla v letech 2012–2017 následující hodnoty z výsledovky a odvozený čistý odnímatelný zisk (dividendový potenciál) v mil. Kč:

Tabulka 3: Zjednodušený výkaz čistého odnímatelného zisku

Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Čistý úrokový výnos (+)	4 000	4 000	4 800	4 800	4 000	4 400
Výnosy z CP (+)	100	100	120	120	100	110
Čistý výnos z PP (+)	1 760	1 760	1 900	1 900	1 760	1 936
Zisk z fin. operací (+)	1 000	1 000	1 200	1 200	1 000	1 100
OV z běžné činnosti (+)	60	60	70	70	60	66
Všeobecné prov. náklady (–)	4 560	4 560	4 700	4 700	4 560	5 016
Tvorba rezerv (–)	120	120	140	140	120	132
Tvorba OP (–)	440	440	460	460	440	484
Použití rezerv a OP (+)	280	280	290	290	280	308
Daň z příjmů (–)	380	380	390	390	380	418
Kapitálové požadavky KP (–)	0	0	0	0	0	0
Nutné investice (–)	400	400	400	400	400	440
Zákonné a stat. přiděly (–)	0	0	0	0	0	0
Omezující podmínky (–)	0	0	0	0	0	0
Dividendový potenciál	1 300	1 300	2 290	2 290	1 300	1 430

Poznámka: CP – cenné papíry, PP – poplatky a provize, OP – opravné položky, KP – kapitálové požadavky.

Dále víme, že účetní hodnota aktiv banky KFFC, a. s., ke dni ocenění (1. 1. 2018) činí 141 667 mil. Kč, účetní hodnota dluhu pak 127 500 mil. Kč. Dosavadní COE činily 8 % a ROE 10 %.

Výsledné ocenění provedeme ve dvou základních variantách:

1. Provedeme hrubý odhad hodnoty banky jako průměr výnosového ocenění a ocenění na bázi obligačního cenového modelu za předpokladu, že pro účely výnosového ocenění provedeme lineární extrapolaci minulého vývoje po dobu čtyř let a další období budeme počítat na základě pokračující hodnoty. Tato pokračující hodnota bude vycházet z hodnoty dividendového potenciálu na konci 4. plánovaného roku. Pro účely obligačního cenového modelu budeme vycházet z hodnot účetních. Pro proložení daných hodnot přímkou (lineární funkcí, polynomem prvního řádu) s rovnicí $y = f(u) = k_1 u + k_0$ dostaneme z normální soustavy rovnic vztahy:

$$k_1 = \frac{n \sum u_i y_i - \sum u_i \sum y_i}{n \sum u_i^2 - (\sum u_i)^2}, \quad k_0 = \frac{\sum u_i^2 \sum y_i - \sum u_i \sum u_i y_i}{n \sum u_i^2 - (\sum u_i)^2}.$$

2. Provedeme přesnější výpočet hodnoty banky jako průměr obligačního cenového modelu a výnosového ocenění, přičemž budeme identifikovat dvě klíčové položky odnímatelného čistého zisku, který je představován úrokovými výnosy a výnosy z poplatků a provizí. Vývoj trhu bude identifikován na základě regresní analýzy a budeme zjednodušeně předpokládat, že vývoj tržního podílu oceňované banky zůstane konstantní jak pro oblast úrokových výnosů, tak pro oblast výnosů z poplatků a provizí. Ten činil 3,5 % pro oblast úrokových výnosů a 5,5 % pro oblast výnosů z poplatků a provizí. Statistická závislost úrokových výnosů i výnosů z poplatků a provizí byla zkoumána především ve vztahu k počtu obyvatel, ve vztahu k vývoji HDP, k vývoji nezaměstnanosti, ve vztahu k vývoji směnného kursu EUR/CZK a dále pak také ve vztahu k inflaci a k vývoji průměrné hodnoty PRIBOR 3M. Na základě této analýzy byla zjištěna statistická závislost v případě úrokových výnosů na vývoji počtu obyvatel a na vývoji průměrné hodnoty PRIBOR 3M a v případě výnosů z poplatků a provizí pak na vývoji HDP. Pro zjištění statistické závislosti byla provedena regresní analýza na základě údajů známých z minulosti v rámci počítačového programu Excel. Výsledná regresní funkce v případě úrokových výnosů má tvar:

$$Y = -2345283,76 + 1895215,83 \times X1 + 237109,96 \times X2^{115},$$

- kde $X1$ – průměrná roční sazba PRIBOR 3M;
 $X2$ – počet obyvatel k 1. lednu daného roku v mil.

¹¹⁵ Horáková, K. *Ocenění RaiffeisenBank, a.s.* Diplomová práce. VŠE Praha.

V případě příjmů z poplatků a provizí má výsledná regresní funkce tvar¹¹⁶:

$$Y = -912,778 + 12,184 \times XI^{117}$$

Kde XI – HDP v běžných cenách dosazován v miliardách Kč.

Predikce jednotlivých sazeb PRIBOR 3M je pro rok 2018 0,60 %, pro rok 2019 0,9 %, pro rok 2020 1,2 % a pro rok 2021 1,2 %¹¹⁸.

Predikce počtu obyvatel pro rok 2018 10,583 mil., pro rok 2019 10,596 mil., pro rok 2020 10,609 mil. a pro rok 2021 10,609 mil¹¹⁹.

Predikce reálného růstu HDP pro rok 2018 2,5 %, pro rok 2019 2,3 %, pro rok 2020 2,4 %, pro rok 2021 2,5 %¹²⁰.

Pro účely identifikace čistých úrokových výnosů je třeba identifikovat úrokové náklady, které ponecháme na základě průměru z minulých let, jenž činil 25 %. Obdobná situace nastává v případě nákladů na poplatky a provize, které rovněž budou vycházet z průměru minulých let, jenž činí 33 % z výnosů z poplatků a provizí¹²¹.

Z důvodu relativně obtížné predikce a také z důvodu relativní stability budou výnosy z cenných papírů, zisk z finančních operací a ostatní výnosy ponechány na úrovni roku 2017.

Určitým problémem budou všeobecné provozní náklady. V případě precizního ocenění na základě dostupných interních dat by mělo dojít k velmi pečlivé analýze především osobních nákladů, odpisů a osobních provozních nákladů. Pro naše podmínky omezených vstupních údajů budeme růst, respektive pokles, všeobecných provozních nákladů odvozovat od růstu (poklesu) celkových výnosů v jednotlivých letech. Stejná situace nastane v případě tvorby rezerv, opravných položek i použití rezerv a opravných položek. Sazbu daně z příjmu budeme předpokládat na úrovni 19 %, i když určité změny vlivem různých vizí různých politických stran mohou nastat. Změny v reálné výši daně budeme předpokládat na stejné úrovni jako změny výnosů a nákladů, neboli budeme předpokládat stejný poměr daňově uznatelných výnosů a nákladů, jako byl v minulosti.

¹¹⁶ Podrobněji ohledně regresní analýzy v případě oceňování komerčních bank, identifikace příslušné statistické závislosti mohou čtenáři získat např. ve vybraných diplomových pracích na VŠE v Praze, zejména pak Horáková, K. *Ocenění RaiffeisenBank, a.s.* Praha, 2017. Diplomová práce. VŠE Praha; Filip, M. *Ocenění ČSOB, a.s.* Praha, 2017. Diplomová práce. VŠE Praha; nebo Menzlová, P. *Ocenění ČSOB, a.s.* Praha, 2016. Diplomová práce. VŠE Praha, s. 59.

¹¹⁷ Procházková, M. *Ocenění Komerční banky, a.s.* Praha, 2016. Diplomová práce. VŠE Praha.

¹¹⁸ Kolokvium makroekonomických prognóz MF ČR. Dostupné z WWW: <<http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2016/42-kolokvium-pruzkum-prognoz-makroekono-26749>> a Horáková, K. *Ocenění RaiffeisenBank, a.s.* Praha, 2017. Diplomová práce. VŠE Praha. Rok 2021 ponechán na úrovni roku 2020.

¹¹⁹ Horáková, K. *Ocenění RaiffeisenBank, a.s.* Praha, 2017. Diplomová práce. VŠE Praha. Rok 2021 ponechán na úrovni roku 2020.

¹²⁰ Kolokvium makroekonomických prognóz MF ČR. Dostupné z WWW: <<http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2016/42-kolokvium-pruzkum-prognoz-makroekono-26749>> a vlastní odhad pro roky 2020 a 2021.

¹²¹ Některé výzkumy ukazují, např. v rámci Filip, M. *Ocenění ČSOB, a.s.*, že vývoj podílu nákladů na poplatky a provize vůči výnosům z poplatků a provizí bývá stabilnější než podíl úrokových nákladů na úrokových výnosech.

Kapitálové požadavky budeme považovat za nulové, neboť oceňovaná banka bude udržovat stabilní ukazatel kapitálové přiměřenosti na úrovni dosavadních 17 % a nebude zvyšovat rizikovitost svých aktivit. Stejně tak budeme předpokládat nulové zákonné přiděly z titulu akciové společnosti a také nulové omezující podmínky pro výplatu dividend akciové společnosti. Nutné investice k udržení tržního podílu komerční banky budeme brát konstantní na úrovni roku 2017.

Protože výnosové ocenění na bázi odnímatelného čistého zisku (dividendového potenciálu) bude realizováno na bázi dvoufázové metody, bude zapotřebí identifikovat tempo růstu g pro tuto druhou fázi. Tento růst můžeme odvodit např. z predikce růstu HDP, který má velmi významný vliv na růst bankovních aktivit. Na základě předchozích údajů ohledně odhadu růstu HDP můžeme předpokládat průměrný růst na úrovni 2,5 %.

Pro účely výnosového ocenění je třeba také stanovit diskontní úrokovou míru, v případě oceňování komerční banky pak náklady vlastního kapitálu. Tyto náklady odvodíme na základě linie kapitálového trhu, přičemž bude nutné identifikovat bezrizikovou úrokovou míru, rizikovou přírážku a koeficient β . Bezrizikovou úrokovou míru budeme předpokládat na úrovni 2,27 %, rizikovou přírážku na úrovni 5,63 %, a to na úrovni rizikové přírážky země a rizikové prémie trhu¹²². Koeficient beta ponecháme na úrovni „magické jedničky“.

Pro účely obligačního cenového modelu předpokládáme úpravu účetní hodnoty aktiv na částku 145 000 mil. Kč.

Řešení:

1. Hodnota obligačního cenového modelu bude identifikována podle známého vzorce:

$$TH = \frac{ROE}{COE} \times NAV = \frac{0,10}{0,08} \times (141\,667 - 127\,500) = 17\,708,75 \text{ mil. Kč}$$

Nyní pro účely lineární extrapolace vypočítáme koeficienty k_0 a k_1 , a to tak, že za hodnoty u budeme dosazovat jednotlivé roky od jedné (rok 2012) až do šestky (rok 2017) a za y budeme dosazovat velikost dividendového potenciálu v letech 2012–2017.

$$k_1 = \frac{6 \times (1\,300 + 2 \times 1\,300 + 3 \times 2\,290 + 4 \times 2\,290 + 5 \times 1\,300 + 6 \times 1\,430) - 21 \times (1\,300 + 1\,300 + 2\,290 + 2\,290 + 1\,300 + 1\,430)}{6 \times (1^2 + 2^2 + 3^2 + 4^2 + 5^2 + 6^2) - (1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6)^2} =$$

$$= \frac{6 \times 35\,010 - 21 \times 9\,910}{6 \times 91 - 21^2} = \frac{210\,060 - 208\,110}{546 - 441} = \frac{1\,950}{105} = 18,57$$

$$k_0 = \frac{91 \times 9\,910 - 21 \times 35\,010}{105} = \frac{901\,810 - 735\,210}{105} = 1\,586,66$$

$$y = 18,57 \times u + 1\,586,66$$

¹²² Horáková, K. *Ocenění RaiffeissenBank, a.s.* Praha, 2017. Diplomová práce. VŠE Praha. Odhady prováděny podle metodiky prof. Damodarana s odvozením údajů od amerického kapitálového trhu.

Nyní spočítáme hodnoty y , tj. dividendového potenciálu pro čtyři roky plánu, tj. pro $u = 7$ (rok 2018), pro $u = 8$ (rok 2019), pro $u = 9$ (rok 2020) a pro $u = 10$ (rok 2021).

$$7. \text{ rok (2018)} \quad 18,57 \times 7 + 1586,66 = 1\,716,65$$

$$8. \text{ rok (2019)} \quad 18,57 \times 8 + 1586,66 = 1\,735,20$$

$$9. \text{ rok (2020)} \quad 18,57 \times 9 + 1\,586,66 = 1\,753,79$$

$$10. \text{ rok (2021)} \quad 18,57 \times 10 + 1\,586,66 = 1\,772,36$$

Hodnota 1. fáze:

$$\frac{1\,716,65}{1,08} + \frac{1\,735,2}{1,08^2} + \frac{1\,753,79}{1,08^3} + \frac{1\,772,36}{1,08^4} = 1\,589,49 + 1\,487,65 + 1\,392,14 + 1\,302,74 =$$

$$= 5\,772,02 \text{ mil. Kč}$$

$$PH = \frac{1\,772,36}{0,08} \times \frac{1}{(1+0,08)^4} = 16\,284,22 \text{ mil. Kč}$$

$$TH = 5\,772,02 + 16\,284,22 = 22\,056,24 \text{ mil. Kč}$$

$$\text{Odhad průměrné hodnoty} = (17\,708,75 \text{ mil.} + 22\,056,24 \text{ mil.}) / 2 = \mathbf{19\,882,495 \text{ mil. Kč}}$$

2. Hodnota obligačního cenového modelu identifikována podle známého vzorce s úpravou tržní hodnoty aktiv na 145 000 mil. Kč následujícím způsobem:

$$TH = \frac{ROE}{COE} \times NAV = \frac{0,10}{0,08} \times (145\,000 - 127\,500) = 21\,875 \text{ mil. Kč}$$

Pro účely výnosového oceňování nejprve identifikujeme na základě příslušné regresní funkce **predikované hodnoty úrokových výnosů za celé bankovní odvětví:**

$$Y(2018) = -2\,345\,283,76 + 1\,895\,215,83 \times X_1 + 237\,109,96 \times X_2 =$$

$$= -2\,345\,283,76 + 1\,895\,215,83 \times 0,6\% + 237\,109,96 \times 10,583 = \mathbf{175\,422,2 \text{ mil. Kč}}$$

$$Y(2019) = -2\,345\,283,76 + 1\,895\,215,83 \times X_1 + 237\,109,96 \times X_2 =$$

$$= -2\,345\,283,76 + 1\,895\,215,83 \times 0,9\% + 237\,109,96 \times 10,596 = \mathbf{184\,190,3 \text{ mil. Kč}}$$

$$Y(2020) = -2\,345\,283,76 + 1\,895\,215,83 \times X_1 + 237\,109,96 \times X_2 =$$

$$= -2\,345\,283,76 + 1\,895\,215,83 \times 1,2\% + 237\,109,96 \times 10,609 = \mathbf{192\,958,4 \text{ mil. Kč}}$$

$$Y(2021) = -2\,345\,283,76 + 1\,895\,215,83 \times X_1 + 237\,109,96 \times X_2 =$$

$$= -2\,345\,283,76 + 1\,895\,215,83 \times 1,2\% + 237\,109,96 \times 10,609 = \mathbf{192\,958,4 \text{ mil. Kč}}$$

Dále identifikujeme pro účely výnosového oceňování na základě příslušné regresní funkce

predikované hodnoty výnosů z poplatků a provizí za celé odvětví:

Nejprve bude zapotřebí identifikovat odhadovanou výši HDP, kdy budeme vycházet z HDP roku 2015, který byl 4 477 mld.¹²³, odhad růstu na rok 2016 2,7 %, tj. absolutní výše 4 597,88 mld. a odhad růstu na rok 2017 je 2,6 %¹²⁴, tj. v absolutní výši 4 717,42 mld. Kč.

Pro plánované roky určíme absolutní výši HDP ze zadaného plánovaného růstu:

Rok 2018 – růst 2,5 %, tj. absolutně 4 835,36 mld. Kč

Rok 2019 – růst 2,3 %, tj. absolutně 4 946,57 mld. Kč

Rok 2020 – růst 2,4 %, tj. absolutně 5 065,29 mld. Kč

Rok 2021 – růst 2,5 %, tj. absolutně 5 191,92 mld. Kč

Nyní můžeme identifikovat absolutní výši celkových výnosů z poplatků a provizí v plánovaném období:

$Y(2018) = -912,778 + 12,184 \times X1 = -912,778 + 12,184 \times 4\,835,36 = \mathbf{58\,001,2\,mil. Kč}$

$Y(2019) = -912,778 + 12,184 \times X1 = -912,778 + 12,184 \times 4\,946,57 = \mathbf{59\,356,2\,mil. Kč}$

$Y(2020) = -912,778 + 12,184 \times X1 = -912,778 + 12,184 \times 5\,065,29 = \mathbf{60\,802,7\,mil. Kč}$

$Y(2021) = -912,778 + 12,184 \times X1 = -912,778 + 12,184 \times 5\,191,92 = \mathbf{62\,345,6\,mil. Kč}$

Na základě výše uvedených regresních analýz jsme identifikovali celkové výnosy z poplatků a provizí a celkové úrokové výnosy v jednotlivých letech za celou bankovní oblast. Nyní je zapotřebí identifikovat celkové úrokové výnosy a výnosy z poplatků a provizí u námi oceňované banky. K tomu využijeme zadané podíly na trhu úrokových výnosů a výnosů z poplatků a provizí, které činí v případě úrokových výnosů 3,5 % a v případě výnosů z poplatků a provizí 5,5 %.

Úrokový výnos 2018 = 175 422, 2 mil. × 3,5 % = 6 139,777 mil. Kč

Úrokový výnos 2019 = 184 190, 3 mil. × 3,5 % = 6 446,661 mil. Kč

Úrokový výnos 2020 = 192 958, 4 mil. × 3,5 % = 6 753,554 mil. Kč

Úrokový výnos 2021 = 192 958, 4 mil. × 3,5 % = 6 753,554 mil. Kč

Nyní odvodíme čistý úrokový výnos:

Čistý úrokový výnos 2018 = 6 139,777 mil. – 6 139,777 mil. × 0,25 = **4 605 mil. Kč**

Čistý úrokový výnos 2019 = 6 446,661 mil. – 6 446,661 mil. × 0,25 = **4 835 mil. Kč**

¹²³ HDP 2017, vývoj HDP v ČR [online]. In: [cit. 2017-03-03]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/makroekonomika/hdp/>.

¹²⁴ Makroekonomická predikce – leden 2016. Ministerstvo financí České republiky [online]. [cit. 2017-04-21]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejnysektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2016/makroekonomicka-predikce-leden-2016-23826>.

Čistý úrokový výnos 2020 = 6 753,554 mil. – 6 753,554 mil. × 0,25 = **5 065 mil. Kč**

Čistý úrokový výnos 2021 = 6 753,554 mil. – 6 753,554 mil. × 0,25 = **5 065 mil. Kč**

Výnosy z poplatků a provizí budou identifikovány následovně:

Výnosy z poplatků a provizí 2018 = 58 001,2 mil. × 0,055 = 3 190 mil. Kč

Výnosy z poplatků a provizí 2019 = 59 356,2 mil. × 0,055 = 3 265 mil. Kč

Výnosy z poplatků a provizí 2020 = 60 802,7 mil. × 0,055 = 3 344 mil. Kč

Výnosy z poplatků a provizí 2021 = 62 345,6 mil. × 0,055 = 3 429 mil. Kč

Nyní odvodíme čistý výnos z poplatků a provizí:

Čisté výnosy z poplatků a provizí 2018 = 3 190 mil. – 3 190 mil. × 0,33 = **2 137 mil. Kč**

Čisté výnosy z poplatků a provizí 2019 = 3 265 mil. – 3 264 mil. × 0,33 = **2 188 mil. Kč**

Čisté výnosy z poplatků a provizí 2020 = 3 344 mil. – 3 344 mil. × 0,33 = **2 240 mil. Kč**

Čisté výnosy z poplatků a provizí 2021 = 3 429 mil. – 3 429 mil. × 0,33 = **2 297 mil. Kč**

Pro určení dividendového potenciálu musíme ještě určit všeobecné provozní náklady a daň v jednotlivých letech.

Změna všeobecných provozních nákladů bude vždy o stejné procento, jako se změnily celkové výnosy. Totéž platí i o rezervách a opravných položkách, jejich tvorbě i jejich zúčtování. Z toho důvodu je třeba nyní identifikovat procentní změny celkových výnosů, které budou v jednotlivých letech součtem čistých úrokových výnosů, výnosů z cenných papírů, čistých výnosů z poplatků a provizí, zisku z finanční činnosti a ostatních výnosů z běžné činnosti. Situace vypadá následovně:

Celkové výnosy 2017 = 4 400 + 110 + 1 936 + 1 100 + 66 = 7 612 mil. Kč

Celkové výnosy 2018 = 4 605 + 110 + 2 137 + 1 100 + 66 = 8 018 mil. Kč

Celkové výnosy 2019 = 4 835 + 110 + 2 188 + 1 100 + 66 = 8 299 mil. Kč

Celkové výnosy 2020 = 5 065 + 110 + 2 240 + 1 100 + 66 = 8 581 mil. Kč

Celkové výnosy 2021 = 5 065 + 110 + 2 297 + 1 100 + 66 = 8 638 mil. Kč

Meziroční změna bude vypadat následujícím způsobem:

2017–2018: zvýšení o $\frac{(8\,018 - 7\,612)}{7\,612} \times 100 = \mathbf{5,33\%}$

2018–2019: zvýšení o $\frac{(8\,299 - 8\,018)}{8\,018} \times 100 = \mathbf{3,50\%}$

2019–2020: zvýšení o $\frac{(8\,581 - 8\,298)}{8\,298} \times 100 = \mathbf{3,41\%}$

2021–2020: zvýšení o $\frac{(8\,638 - 8\,581)}{8\,581} \times 100 = \mathbf{0,66\%}$

Tabulka 4: Plán výkazu čistého odnímatelného zisku 2018–2021 (mil. Kč)

Rok	2017	2018	2019	2020	2021
Čistý úrokový výnos (+)	4 400	4 605	4 835	5 065	5 065
Výnosy z CP (+)	110	110	110	110	110
Čistý výnos z PP (+)	1 936	2 137	2 188	2 240	2 297
Zisk z fin. operací (+)	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100
OV z běžné činnosti (+)	66	66	66	66	66
Všeobecné prov. náklady (-)	5 016	5 283	5 468	5 654	5 691
Tvorba rezerv (-)	132	139	144	149	150
Tvorba OP (-)	484	510	528	546	550
Použití rezerv a OP (+)	308	324	335	346	348
Daň z příjmů (-)	418	440	455	471	474
Kapitálové požadavky KP (-)	0	0	0	0	0
Nutné investice (-)	440	440	440	440	440
Zákonné a stat. příděly (-)	0	0	0	0	0
Omezující podmínky (-)	0	0	0	0	0
Dividendový potenciál	1 430	1 530	1 599	1 667	1 681

Poznámka: CP – cenné papíry, PP – poplatky a provize, OV – ostatní výnosy, OP – opravné položky, KP – kapitálové požadavky.

Nyní musíme identifikovat diskontní úrokovou míru na základě nákladů vlastního kapitálu. Výpočet provedeme na bázi linie kapitálového trhu.

$$i = N_{VK} = V_b + \beta \times RP = 2,27 + 5,63 \times 1 = \mathbf{7,90 \%},$$

- kde V_b – bezriziková výnosnost;
 RP – tržní riziková přírážka;
 B – koeficient beta.

Nyní můžeme spočítat hodnotu první fáze:

$$TH \text{ 1. fáze} = \frac{1\,530}{(1 + 0,079)} + \frac{1\,599}{(1 + 0,079)^2} + \frac{1\,667}{(1 + 0,079)^3} + \frac{1\,681}{(1 + 0,079)^4} = \mathbf{5\,358,58}$$

Hodnota 2. fáze bude vypadat následovně:

$$TH \text{ 2. fáze} = \frac{1\,681 \times (1 + 0,025)}{(0,079 - 0,025)} \times \frac{1}{(1 + 0,079)^4} = \mathbf{23\,540,3}$$

Výnosové ocenění banky = 5 358,58 mil. + 23 540,3 mil. = **28 898,88 mil. Kč**

Výsledná tržní hodnota banky = (21 875 mil. + 28 898,88 mil.) / 2 = **25 386,94 mil. Kč**

Výsledné ocenění banky vychází ve druhém případě, pomocí přesnějšího výpočtu vyšší, a to především díky vyšší výši pokračující hodnoty v případě výnosového oceňování, zatímco hodnota první fáze je nižší než v případě prosté extrapolace. Jako určité doporučení, které by mohlo z těchto výsledků vycházet, je identifikovat určitý alespoň mírný růst pro druhou fázi, který by mohl vyplývat z průměrných růstů pro první fázi. Na druhé straně se nepotvrdila obvyklá skutečnost z předcházejících výzkumů¹²⁵, které odhalily poměrně nereálný nárůst v prvním roce plánu oproti roku předcházejícímu v případě použití regresní analýzy s nutností korekce tohoto vývoje. Pro zajímavost můžeme identifikovat velikost výnosového ocenění v případě prosté extrapolace při připsání mírného růstu pro druhou fázi na úrovni průměru první fáze. Situace bude vypadat následovně:

Meziroční změna bude vypadat následujícím způsobem:

$$2018\text{--}2017: \text{ zvýšení o } \frac{(1\,716,65 - 1\,430)}{1\,430} \times 100 = \mathbf{20,05 \%}$$

$$2018\text{--}2019: \text{ zvýšení o } \frac{(1\,735,20 - 1\,716,65)}{1\,716,65} \times 100 = \mathbf{1,08 \%}$$

$$2019\text{--}2020: \text{ zvýšení o } \frac{(1\,753,79 - 1\,735,20)}{1\,735,20} \times 100 = \mathbf{1,07 \%}$$

$$2021\text{--}2020: \text{ zvýšení o } \frac{(1\,772,36 - 1\,753,79)}{1\,753,79} \times 100 = \mathbf{1,06 \%}$$

Výše uvedené výpočty ukazují, že nárůst pro první rok plánu je v podstatě nereálný, nicméně v dalších letech je stabilní růst 1 %, takže minimálně tento nárůst je možné predikovat i pro druhou fázi. Hodnota druhé fáze by pak vypadala následovně:

$$PH = \frac{1\,772,36 \times (1 + 0,01)}{0,08 - 0,01} \times \frac{1}{(1 + 0,08)^4} = 18\,796,64 \text{ mil. Kč}$$

TH = 5 772,02 + 18 796,64 = 24 568,66 mil. Kč

¹²⁵ Např. v rámci diplomových prací Horáková, K. *Ocenění RaiffeisenBank, a.s.* Praha, 2017. Diplomová práce. VŠE Praha; Filip M. *Ocenění ČSOB, a.s.* Praha, 2017. Diplomová práce. VŠE Praha; nebo Menzlová, P. *Ocenění ČSOB, a.s.* Praha, 2016. Diplomová práce. VŠE Praha, s. 59; Procházková, M. *Ocenění Komerční banky, a.s.* Praha, 2016. Diplomová práce. VŠE Praha.

Výnosové ocenění na základě prosté extrapolace se tím výrazněji přibližuje výnosovému ocenění provedenému na základě regresní analýzy.

V rámci příkladu bylo použito výsledné ocenění na bázi průměru výnosového ocenění a ocenění na základě obligačního cenového modelu. Tento přístup na bázi průměru sice není finanční teorií doporučován, avšak v tomto případě má svůj smysl, neboť výnosové ocenění bere do úvahy příslušný tržní potenciál, zatímco obligační cenový model spíše dává jistotu určité pevné dolní meze hodnoty oceňované banky. Průměr pak má vyšší „odolnost“ proti případným výkyvům ve vývoji na příslušných trzích.

3. Oceňování komerčních pojišťoven

3.1 Výnosové oceňování komerčních pojišťoven

3.1.1 Základní přístup k výnosovému oceňování banky

Oceňování pojišťovny výnosovou metodou představuje klíčový a nezbytně nutný způsob stanovení hodnoty pojišťovny jakožto podnikatelského subjektu. Bez tohoto způsobu ocenění není možné považovat stanovení hodnoty pojišťovny za věrohodné. Bohužel je tento způsob ocenění nejnáročnější, protože vyžaduje poměrně důkladnou finanční a strategickou analýzu pojišťovny a návazné stanovení finančního plánu vycházejícího z této finanční a strategické analýzy. Úkolem finanční analýzy příslušné pojišťovny bude podobně jako v případě podniku či dalších finančních institucí jednak posoudit její finanční zdraví a společně se strategickou analýzou pak dále identifikovat potenciál pojišťovny do budoucnosti zejména v souladu s principem going-concern.

Po provedené finanční analýze přichází vlastní ocenění, pro které je nezbytně nutné vymezit pojem čistý odnímatelný příjem pro majitele. V případě oceňování pojišťoven se výsledný efekt blíží spíše odnímatelnému čistému zisku, podobně jako je tomu při oceňování bank, kdy za tento efekt je považována velikost dividend, které by mohly být v jednotlivých letech vyplaceny majitelům, tj. v podstatě dividendový potenciál pojišťovny. V případě oceňování bank je v oceňovací teorii tento dividendový potenciál ztotožněn s odnímatelným čistým ziskem pro majitele. Naopak Hejduková (2010) rozlišuje mezi metodou DCF equity na základě identifikace volného peněžního toku pro vlastníky FCFE, který definuje s pomocí Damodarana (2009)¹²⁶ jako rozdíl mezi čistým ziskem po dani a regulačním kapitálem a mezi dividendovým diskontním modelem. Z hlediska teoretického je možné považovat oba přístupy za shodné, neboť dividendy by v zásadě měly být vypláceny ve výši FCFE, což dle Hejdukové (2010)¹²⁷ v praxi velmi často nenastává.

Při identifikaci ročního odnímatelného čistého zisku pro majitele budeme vycházet z podobného pojetí jako při oceňování bank, tj. základem pro toto pojetí v českých podmínkách bude zisk pojišťovny z výkazu zisků a ztrát příslušně upravený pro účely oceňování, kdy některé položky mohou být přeceněny či úplně vynechány, např. mimořádný zisk, neboť cílem ocenění je vycházet z budoucího reálného potenciálu, a proto je nutné nebrat do úvahy výkyvy, ke kterým může v průběhu hospodaření docházet. Specifika hospodaření pojišťovny se promítají do specifik účetnictví pojišťoven, tedy i do podoby výkazu zisků a ztrát, který respektuje rozdílnost v rámci životního a neživotního pojištění. Ze zisku stanovíme

¹²⁶ Damodaran, A. (2009). *Valuing Financial Service Firms*. New York, Damodaran, c2009, WWW dostupné z <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>.

¹²⁷ Hejduková, M. (2010). *Majetkové metody oceňování komerčních pojišťoven*. In: *Sborník příspěvků III. mezinárodní vědecké konference doktorandů a mladých vědeckých pracovníků [CD-ROM]*. Opava: Slezská univerzita, 2010, s. 1196–1204.

odnímatelný čistý zisk pro majitele neboli dividendový potenciál na základě následujícího postupu:

$$OČZ = ČZ - ZP - OFP - KP,$$

- kde
- OČZ* – odnímatelný čistý zisk pro majitele nebo dividendový potenciál;
 - ČZ* – čistý zisk po zdanění bez mimořádných činností;
 - ZP* – zákonné příděly do zákonného rezervního fondu nebo dalších fondů;
 - OFP* – omezující finanční podmínky dle zákona o obchodních korporacích;
 - KP* – případné příděly na základě ukazatele kapitálové přiměřenosti.

Předem je třeba zdůraznit, že ziskovou položku je možné v případě finančních institucí ztotožnit s tokem peněžních prostředků. Náklady, které nejsou výdaji, se přesto neupravují, neboť jejich zadržení v důsledku např. odpisů či tvorby rezerv je na místě. Zisk za účetní období po zdanění by neměl zahrnovat položku mimořádných výnosů a nákladů a měl by vycházet ze struktury zisků a ztrát identifikovaných na základě postupů účtování pro pojišťovny. Zjednodušená struktura by vypadala následujícím způsobem:

$$ČZ = V\acute{y}TN + V\acute{y}T\acute{Z} + V\acute{y}FI - NFI + (-) P\acute{ř}\acute{U} + OV\acute{y} - ON - DP,$$

- kde
- ČZ* – zisk po zdanění bez mimořádných činností za účetní období;
 - V^ýTN* – výsledek technického účtu k neživotnímu pojištění;
 - V^ýTŽ* – výsledek technického účtu k životnímu pojištění;
 - V^ýFI* – výnosy z finančních investic;
 - NFI* – náklady z finančních investic;
 - P^řÚ* – převodové účty z finančních investic k technickému účtu u životního i neživotního pojištění;
 - OV^ý* – ostatní výnosy;
 - ON* – ostatní náklady;
 - DP* – daň z příjmů.

Odhad budoucího dividendového potenciálu, tj. postup odvozený z finančního plánu pojišťovny, je nejpřesnější, ale pochopitelně také nejnáročnější. Znalec musí být schopen identifikovat budoucí vývoj finanční situace pojišťovny, což je velmi komplikované nejen tím, že zisk pojišťovny se skládá z několika klíčových položek, z nichž každá se plánuje specifickým způsobem, ale také tím, že pojišťovny obvykle fungují prostřednictvím množství relativně samostatných jednotek, poboček, a při sestavování finančního plánu je nutné vycházet z plánu na centrální úrovni i z plánu jednotlivých poboček a vzájemně je koordinovat. Cílem by pak mělo být stanovení plánované výsledovky a rozvahy na období obvykle pěti let. Z těchto údajů se pak odvodí čistý zisk, příděly do fondů, příděl na základě kapitálové přiměřenosti, případně rozvojové investice a samozřejmě pak velikost dividend, které mohou být vyplaceny majitelům. Rozhodující pro plánování zisku jsou **generátory zisku, tzv. drivers**, na základě jejichž vývoje se pak odhadují jednotlivé ziskové položky. Klíčovým generátorem zisku jsou objem předepsaného pojistného, struktura pojistných smluv, velikost a struktura technických rezerv,

investiční portfolio a jejich budoucí vývoj. Ne nezanedbatelnou položku „drivers“ tvoří struktura a vývoj poskytovaných pojišťovacích služeb.

Důležitou roli bude hrát také predikce nákladů oceňované pojišťovny, a to zejména v případě vyplacených plnění. Cutler (2005)¹²⁸ ve své práci potvrdil, že škodní poměr (*poměr* vyplacených plnění k předepsanému pojistnému) pro neživotní pojišťovny je funkcí reálného HDP, výnosů amerických pětiletých dluhopisů a rozdílu mezi aktivy a závazky pojišťovny, čistými příjmy z investic a ziskem či ztrátou pojišťovny. Náklady na pojistná plnění lze predikovat podobným způsobem jako HDP, přičemž záleží, zda se u oceňované pojišťovny nalezne dostatečně dlouhá časová řada, která by ospravedlňovala použití ekonometrického modelu. Podle názoru autorů je predikce velikosti budoucích pojistných plnění (částečně i předepsaného pojistného) a z toho vyplývající hodnoty škodního poměru složitější. Velikost pojistných plnění vyplývá z toho, jakou měrou jsou pojistnými produkty kryty vzniklé škody (jak vypadá konstrukce pojistných produktů) a jak v příslušném období vypadá škodní průběh v rámci neživotního pojištění. Poslední zkušenosti ukazují na to, že škodní poměr je velkou měrou ovlivněn výskytem pojistných událostí. V letech, kdy došlo k velkým pojistným událostem (katastrofám) se hodnota ukazatele škodního poměru v neživotním pojištění významně zvýšila. Ne nevýznamným faktorem je konkurence na trhu, která ovlivňuje ceny pojištění a dopadá do ukazatele předepsané pojistné. Vývoj v pojistných plněních v rámci životního pojištění je ovlivněn výskytem událostí významně menší měrou, jak vyplývá z charakteru sjednávaných pojistných smluv životního pojištění zejména v minulých obdobích.

Celý systém plánování komerčních pojišťoven bude založen na podobných principech a postupech, jako je tomu v případě komerčních bank. Bude nezbytné analyzovat vývoj pojistného trhu v příslušných oblastech, vývoj tržního potenciálu dané oceňované pojišťovny a také provést analýzu vnitřních a vnějších faktorů, podobně jako v případě komerčních bank.

Analýza vnějších faktorů bude zahrnovat podobně jako v případě komerčních bank:

1. Demografickou analýzu.
2. Ekonomickou analýzu.
3. Analýzu konkurence.

Demografická analýza bude řešit především počet obyvatel daného regionu, dále pak jeho věkovou strukturu, jeho vzdělání, příjmy, jeho průměrný věk apod. Na rozdíl od komerčních bank bude hrát velmi významnou roli také vývoj natality a úmrtnosti a také případně rizikovost chování obyvatel analyzované oblasti. To všechno bude mít pochopitelně vliv na vývoj poptávky po příslušných produktech ať již životního nebo neživotního pojištění.

Ekonomická analýza bude řešit ekonomickou situaci v daném regionu, jeho ekonomický potenciál, počet a velikost klíčových zaměstnavatelů, vývoj nezaměstnanosti, vývoj HDP apod. V ekonomicky silnějších regionech bude logicky větší pojišťovací potenciál, a to jednak díky

¹²⁸ Cutler, D. Richard. *A Simple Model to Predict Loss Ratios in the Domestic Stock Property-Liability Insurance Industry*. Quarterly Journal of Business and Economics, 2005.

rozsáhlejšími aktivitami a nutností jejich pojišťování, ale také i díky vyšším příjmům obyvatel regionu a jejich následné poptávce po jednotlivých pojišťovacích produktech.

Analýza konkurence bude hrát významnou roli především pro určení vývoje tržního podílu oceňované pojišťovny. Důležitou roli bude hrát především analýza pojistných produktů konkurenčních pojišťoven a jejich srovnání s oceňovanou pojišťovnou. Na základě této analýzy pak bude možné posoudit, zda existuje zdůvodněný předpoklad pro to, aby oceňovaná pojišťovna mohla zvýšit svůj tržní podíl, či naopak, že hrozí pokles tohoto tržního podílu.

Vnitřní faktory pak budou obdobné, jako je tomu v případě komerčních bank. Rozhodující budou především:

1. Vnitřní řídicí systémy pojišťovny.
2. Zaměstnanci.
3. Marketing a jeho fungování.
4. Technické zabezpečení.
5. Inovační potenciál.
6. Vlastnická struktura.
7. Systém a kvalita plánování.

Klíčovou roli budou hrát pochopitelně **zaměstnanci**. Bude se jednat nejen o kvalitu managementu a jeho schopnosti kvalitně řídit oceňovanou pojišťovnu včetně řízení investičního portfolia a kvalitního nastavení technických rezerv, ale také o výkonné pracovníky, a to zejména v oblasti analýzy pojistných rizik včetně specialistů na pojistnou matematiku a také v oblasti likvidace pojistných událostí. Právě poslední dvě zmíněné oblasti vyžadují kromě odborných znalostí i jistou praxi a zkušenost právě v oblasti pojišťovnictví.

Kvalitní marketing bude založen na schopnosti realizovat aktivní nabídku pojistných produktů, a to prostřednictvím různých distribučních kanálů. Významným faktorem bude rovněž schopnost správně vyhodnotit zpětnou vazbu od zákazníků a promítnout ji do zdokonalování a úpravy nabízených pojistných produktů.

Plánování bude opět založeno na podobných principech, jako je tomu v případě komerčních bank. Do finančního plánu budou nejprve promítnuty stávající aktivity, pak bude proveden plán nových aktivit a finálně bude rozhodnuto o umístění volných peněžních prostředků. Plán bude vycházet podobně jako u komerčních bank z kombinace segment – produkt. Při plánování budoucího vývoje jednotlivých klíčových produktů životního a neživotního pojištění, zejména pak při plánování výše předepsaného pojistného a výše technických rezerv k životnímu i neživotnímu pojištění bude možné rovněž využít regresní analýzy a závislosti těchto položek především na vývoji HDP, ale také na vývoji zaměstnanosti, inflace, úrokových měr apod. Svůj význam může také hrát i mezinárodní srovnání, kde se pracuje především s ukazatelem **propojištěnosti**, který se vypočítá jako podíl předepsaného pojistného a HDP. Tržní podíl dané oceňované banky se pak určí jako podíl hrubého předepsaného pojištění oceňované pojišťovny a celkového hrubého předepsaného pojištění na daném trhu. Významným nástrojem finančního plánování pro účely oceňování komerční pojišťovny bude také plánování jednotlivých generátorů hodnoty převedených do relativní podoby, a to zejména v poměru k čistému

předepsanému pojištění. Pokud máme toto relativní vyjádření k dispozici, můžeme provést vlastní plánování a pak zpětně převést relativní vyjádření do podoby absolutní. Jedná se především o následující generátory hodnoty:

1. Pojistné.
2. Náklady na pojistná plnění.
3. Vlastní kapitál.
4. Finanční umístění (výnosy z finančního umístění).
5. Technické rezervy.
6. Pohledávky a závazky z pojištění.

Relativní ukazatele pak mohou být např. tempo růstu pojistného, podíl pohledávek a závazků z pojištění na pojistném, ale také i výnosnost aktiv či rezervní poměr.

Hodnota pojišťovny výnosovou metodou = současná hodnota odnímatelného čistého zisku pro majitele neboli dividendového potenciálu pro období zhruba pěti let + současná hodnota pokračující hodnoty pojišťovny. Výsledný vzorec pak vypadá následovně:

$$THP = \sum_{n=1}^N \frac{DP_n}{(1+i)^n} + \frac{DP_n \times (1+g)}{i-g} \times \frac{1}{(1+i)^N},$$

- kde THP – tržní hodnota pojišťovny;
 DP_n – dividendový potenciál v n-tém roce;
 N – počet let, po která je stanovován finanční plán;
 N – jednotlivá léta finančního plánu;
 I – diskontní úroková míra;
 g – požadovaný roční nárůst dividend.

Pokračující hodnota může být ve finanční teorii oceňování pojišťoven identifikována také na základě znalosti ROE z nového vloženého kapitálu. Vzorec by pak vypadal následujícím způsobem:

$$PSHP = \frac{DP_{n+1} \times (1 - \frac{g}{ROE})}{i - g} \times \frac{1}{(1+i)^N},$$

- kde $PSHP$ – pokračující současná hodnota pojišťovny;
 DP_{n+1} – dividendový potenciál v prvním roce 2. fáze;
 N – počet let, po která je stanovován finanční plán;
 N – jednotlivá léta finančního plánu;
 I – diskontní úroková míra;
 g – požadovaný roční nárůst dividend;
 ROE – rentabilita nového vlastního kapitálu.

Vedle tohoto základního přístupu k výnosovému oceňování je možné rovněž použít metodu DCF ekvity s identifikací FCFE (volný peněžní tok pro majitele) podobně, jako je tomu

v případě komerčních bank. Rozdíly mezi metodou odnímatelného čistého zisku neboli dividendového potenciálu a metodou DCF ekvity již byly analyzovány v rámci části věnované oceňování komerčních bank. Naopak, podobně jako je tomu v případě oceňování komerčních bank, se jako naprosto nevhodná jeví metoda DCF entity, a to především z důvodu relativně vysokého podílu cizího kapitálu.

V oblasti finanční teorie se objevuje rovněž další metoda výnosového oceňování, a to tzv. DDM neboli Discounted Dividend Model¹²⁹. Tento model je založen na principu plánovaných vyplácených dividend a je vyjádřen následujícím způsobem:

$$THP = \sum_{n=1}^N \frac{Div_n}{(1+i)^n} + \frac{Div_{N+1}}{(i-g)} \times \frac{1}{(1+i)^N},$$

- kde
- THP – tržní hodnota pojišťovny;
 - Div_n – plánované vyplácené dividendy v prvním roce druhé fáze;
 - Div_{N+1} – plánovaná dividendy v prvním roce druhé fáze;
 - N – jednotlivá léta první fáze;
 - I – diskontní úroková míra;
 - g – požadovaný roční nárůst dividend.

Dividendový diskontní model (DDM) je založen na dvoufázové metodě, kdy se předpokládá, že jsme schopni plánovat dividendy pouze po určitou dobu, podobně jako je tomu v případě plánování volných peněžních toků. Na rozdíl od metody odnímatelného čistého zisku neboli dividendového potenciálu se jedná o plánované skutečně vyplácené dividendy, nikoliv dividendový potenciál, což může tržní hodnotu pojišťovny poněkud podceňovat, takže její hodnota bude záviset také na zvolené dividendové politice.

¹²⁹ Např. Massari, M., Gianfrate, G., Zanetti, L. *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.

3.1.2 Další vhodné metody oceňování pro kombinaci či alternaci s výnosovým oceňováním metodou dividendového potenciálu

Podobně jako je tomu v případě oceňování komerčních bank, i v případě komerčních pojišťoven je vhodné použití obligačního cenového modelu. Vzhledem k tomu, že tento přístup pracuje s návratností vlastního vloženého kapitálu, s náklady vlastního kapitálu a s upravenou čistou hodnotou aktiv, nemělo by v zásadě nic bránit tomu, aby mohl být tento přístup využit i v případě oceňování pojišťoven. Nic by nemělo bránit analogickému použití této metody v případě oceňování pojišťoven, neboť tyto uvedené hodnoty je možné celkem bez větších problémů identifikovat. Můžeme vycházet z následující rovnice:

$$TH = \frac{ROE}{COE} \times NAV,$$

- kde *TH* – tržní hodnota pojišťovny;
ROE – return on equity – návratnost vlastního kapitálu pojišťovny;
COE – cost of equity - náklady vlastního kapitálu pojišťovny;
NAV – net assets value – čistá hodnota aktiv.

Princip této metody je založen na tom, že tržní hodnota oceňované finanční instituce bude ve stejném poměru k upravené čisté hodnotě aktiv jako návratnost vlastního kapitálu oceňované pojišťovny a nákladů vlastního kapitálu pojišťovny, neboli kolikrát převyšuje návratnost vlastního kapitálu jeho náklady, tolikrát bude vyšší tržní hodnota pojišťovny než její upravená hodnota účetní. Klíčová je tedy schopnost zhodnocení aktiv pojišťovny na úkor nákladů vynaložených na získání kapitálu. Určitou nevýhodou této metody je skutečnost, že nezohledňuje budoucí potenciál a eventuální růst oceňované pojišťovny, takže má tendenci hodnotu pojišťovny podceňovat. Na straně druhé je výhodou, že minulé hodnoty a údaje jsou daleko lépe kvantifikovatelné, než nepřesné budoucí odhady. Další výhodou je skutečnost, že většina, a to zejména finančních aktiv pojišťovny, je již v účetnictví uvedena v tržní hodnotě a je možné je bez větších problémů pro účely ocenění rovnou převzít.

3.2 Oceňování komerčních pojišťoven metodou tržního srovnání

Pokud se týká oceňování metodou tržního srovnání, jedná se v zásadě o obdobný postup, jako je tomu v případě oceňování klasických podniků, kdy ať již v případě oceňování na bázi srovnatelných transakcí či na bázi srovnatelných podniků, bude nezbytně nutné nalézt srovnatelnou již provedenou transakci či pojišťovnu, jejíž hodnota je známa, což vyžaduje poměrně rozvinutý trh s pojišťovnami a dostatek věrohodných informací týkajících se těchto obchodů. Určitou možnost pro získání těchto informací mohou skýtat např. databáze Reuthers, Bloomberg, Capital Q, Mergers apod. Na rozdíl od výnosových metod pracujících především s budoucím potenciálem příslušné pojišťovny vychází metoda tržního srovnání především z ocenění obdobných aktiv či z ceny, za kterou byl obdobná aktiva někdo ochoten v minulosti koupit. Ocenění metodou tržního srovnání je tedy méně pracné, než je tomu v případě ocenění výnosového, nicméně vyžaduje nalezení právě již zmíněné pojišťovny a dále pak předpokládá relativně přesné ocenění této pojišťovny či transakce, se kterou je srovnáváno.

Na rozdíl od klasických podniků by však nalezení srovnatelné pojišťovny a srovnatelné transakce mělo být přece jen jednodušší, a to díky vyšší míře srovnatelnosti jednotlivých pojišťoven z důvodu jednotné regulace a podobnosti předmětu podnikání, dále pak z důvodu užší vazby pojišťoven na kapitálový trh a také z poměrně rozsáhlého vzorku obchodovaných pojišťoven. Postup oceňování komerční pojišťovny na základě metody tržního srovnání bude probíhat v následujících fázích:

1. Výběr vhodné srovnatelné pojišťovny či pojišťoven.
2. Volba vhodných multiplikátorů.
3. Volba výše multiplikátorů.
4. Vlastní ocenění.

Výběr vhodné pojišťovny či pojišťoven je sice jednodušší, než je tomu v případě klasických podniků, avšak i tady je prakticky nereálné nalezení srovnatelné pojišťovny, a i z toho důvodu je výhodnější nalezení více srovnatelných pojišťoven, pokud je to pochopitelně možné. Určitým problémem se může jevit poměrně široký rozsah různých pojistných produktů, které může pojišťovna poskytovat. Není příliš reálné počítat multiplikátory pro jednotlivé klíčové činnosti, avšak minimálně rozdělení na životní a neživotní pojistné produkty je jisté na místě. Právě podíl životního a neživotního pojištění na celkových výnosech komerční pojišťovny bude hrát ve srovnávací analýze velmi významnou roli. Při analýze srovnatelnosti bychom měli vycházet také z porovnání finančních ukazatelů srovnatelných pojišťoven, z fáze jejich vývoje, ze složení jejich portfolia, ale také např. z příslušných investičních strategií, které srovnatelné pojišťovny realizují při umísťování volných peněžních prostředků na finančních trzích. Významná bude také velikost srovnatelné pojišťovny, její růst, zisk, rozsah tržního potenciálu, investiční portfolio a tvorba technických rezerv. Vlastní srovnávací analýza může vycházet z analýzy kvalitativních i kvantitativních faktorů. V rámci kvalitativních faktorů bude provedena také finanční analýza a výpočet příslušných ukazatelů srovnatelných pojišťoven.

Hejduková (2014)¹³⁰ doporučuje rozdělení finančních ukazatelů do čtyř základních skupin, které by měly zahrnovat analýzu výnosnosti, analýzu růstu, analýzu rizika a analýzu velikosti. Rovněž se doporučuje zaměřit srovnávací analýzu nejen na minulost, ale pokud je to možné, tak i na alespoň budoucí odhad srovnávaných pojišťoven například i ve vazbě na budoucí makroekonomický vývoj. Mnohé evropské pojišťovny sestavují Embedded Value Reporty, a z toho důvodu některé teoretické přístupy k oceňování pojišťoven¹³¹ doporučují zařadit i tento ukazatel do srovnávací analýzy.

Volba vhodných multiplikátorů (násobitelů) je významnou součástí metody tržního porovnání, přičemž pro pojišťovnu se jako nejlépe využitelné jeví v případě srovnatelné pojišťovny ukazatel P/E či M/B (Market/Book Value) a v případě srovnatelných transakcí již zmíněný poměr M/B či poměr ročních zisků po zdanění bez uvažování zisků mimořádných. Další možností je použití ukazatele M/TBV (Market/Tangible Book Value) či poměru dividendových výnosů. Pokud jsou známy příslušné hodnoty, je možné doporučit průměrné hodnoty P/E či M/B srovnatelné pojišťovny za určité období. Dalšími využitelnými multiplikátory jsou také P/S (Price/Sales) nebo M/S (Market Value/Sales), které představují poměr tržní ceny akcie, respektive vlastního kapitálu, vůči tržbám. V případě komerční pojišťovny však může nastat problém s identifikací tržeb, a proto se v tomto případě používá místo tržeb pojistné na akcii¹³². Tento ukazatel doporučují také Daňhel a Sosík (2004)¹³³, kteří za výhodu tohoto multiplikátoru považují především skutečnost, že výše pojistného není tolik účetně ovlivnitelná, jako je tomu v případě např. účetního zisku či vlastního kapitálu.

Volba výše multiplikátorů (násobitelů) bude odvozená ze srovnatelných pojišťoven, a sice podobně jako je tomu i v případě klasických podniků na bázi průměrných hodnot srovnatelných pojišťoven či dokonce i z průměrných odvětvových hodnot. Ve finanční teorii probíhají diskuse, zda je v případě průměrných hodnot výhodnější použít průměr nebo medián, avšak přece jen za vhodnější můžeme považovat medián, který eliminuje extrémní hodnoty, jež se do problematiky oceňování příliš nehodí. V případě, že jsou srovnatelné pojišťovny známy, použijeme pochopitelně průměr jednotlivých hodnot. Vzhledem k tomu, že ne všechny srovnatelné pojišťovny budou mít stejné postavení z hlediska prosperity a úspěšnosti a pokud máme k dispozici kvalitní srovnávací analýzu, můžeme zvolit nejvyšší hodnotu ze srovnávaných pojišťoven v případě, že oceňovaná pojišťovna je silně nadprůměrná, a naopak. Tato metoda je v teorii oceňování podniků nazývána metodou expertního odhadu, který se opírá o srovnávací analýzu¹³⁴. Další možností použití by bylo použití odvětvových regresních rovnic. Problém je, že tyto odvětvové rovnice nejsou dostupné a pro konkrétního oceňovatele

¹³⁰ Hejduková, M. *Oceňování komerčních pojišťoven se zaměřením na metody tržního srovnání*. Praha, 2014. Doktorská disertační práce. VŠE Praha, s. 100.

¹³¹ Hejduková, M. *Oceňování komerčních pojišťoven se zaměřením na metody tržního srovnání*. Praha, 2014. Doktorská disertační práce. VŠE Praha, s. 100.

¹³² Hejduková, M. *Oceňování komerčních pojišťoven se zaměřením na metody tržního srovnání*. Praha 2014. Doktorská disertační práce. VŠE Praha, s. 100.

¹³³ Daňhel, P., Sosík, P. *Acquisition Valuation of P/C Insurance Companies*. In Kenefick, T. (ed.). *The 2004 Discussing Paper Program Applying and Evaluating Generalized Valuing Models*. Colorado Springs, Casualty Actuarial Society, 2004, pp. 539–623.

¹³⁴ V oblasti oceňování podniků je tato teorie charakterizována např. v Mařík, M. aj. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*. 3. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2011, 494 s.

by byly příliš náročné. Je možné použít obecné rovnice pro podniky, avšak je otázkou, zda tyto odvětvové regresní rovnice poskytnou dostatečnou přesnost pro potřeby metody tržního srovnání. Tyto regresní rovnice jsou stanoveny pro vybrané ukazatele (např. P/E, P/BV) a to především pro USA a pro Evropu.

Vlastní ocenění pak probíhá obdobným způsobem, jako je tomu v případě klasických podniků. Klíčová je identifikace tržní hodnoty akcie s následnou identifikací tržní kapitalizace, která se vypočítá známým způsobem jako součin tržní hodnoty akcie a počtem akcií. Tržní hodnota akcie se pak vypočítá následujícím způsobem:

Tržní hodnota akcie = hodnota příslušného multiplikátoru × vztahová veličina na akcii

Hodnotu akcie je možné upravovat podobně, jako je tomu v případě klasických podniků, a to např. o diskont, prémii za neobchodovatelnost apod.

Například pokud bude hodnota multiplikátoru P/E rovna 8 a zisk na akcii srovnávané pojišťovny bude činit 200 Kč, pak tržní hodnota akcie bude $8 \times 200 = 1\,600$ Kč.

Při použití této metody oceňování se nevyhneme určitým aplikačním problémům, které se týkají zejména tržního zaměření srovnávaných pojišťoven, skladby jejich klientů, cílů, vlastníků a při mezinárodním srovnání i odlišné úrovně základní podnikatelské legislativy. Přesto je tato metoda při praktickém oceňování pojišťoven dosti oblíbená, neboť stanovení hodnoty pojišťovny na základě srovnání s jinou pojišťovnou, která byla prodána, je jednodušší než složitý výnosový princip, který vyžaduje co nejpřesnější plánování a určení potenciálu dané pojišťovny. Na druhé straně bude ale metoda tržního srovnání méně přesná než výnosová, neboť nezohledňuje potenciál dané banky a její perspektivu do budoucnosti. V EU je nejrozvinutější pojišťovací trh na světě, kde dochází k mnoha prodejům, k fúzím a akvizicím finančních institucí. Metoda tržního srovnání se zde nejvíce používá a skýtá i relativně dobré výsledky. Dle Hejdukové (2010)¹³⁵ „*k dobré porovnatelnosti také přispívá jednotná úprava a regulace pojišťovnictví v komunitárním právu Evropských Společenství (jednotný evropský pojistný trh), která se do jisté míry inspirovala regulací v USA*“. Dalším důvodem, proč pro ocenění komerčních pojišťoven jsou metody tržního porovnání vhodnější než pro ocenění klasických podniků, je dle Hejdukové (2010)¹³⁶ „*o něco lepší situace co do rozvinutosti kapitálového trhu*“.

¹³⁵ Hejduková, M. (2010). *Majetkové metody oceňování komerčních pojišťoven*. In: *Sborník příspěvků III. mezinárodní vědecké konference doktorandů a mladých vědeckých pracovníků [CD-ROM]*. Opava: Slezská univerzita, 2010, s. 1196–1204.

¹³⁶ Hejduková, M. (2010). *Majetkové metody oceňování komerčních pojišťoven*. In: *Sborník příspěvků III. mezinárodní vědecké konference doktorandů a mladých vědeckých pracovníků [CD-ROM]*. Opava: Slezská univerzita, 2010, s. 1196–1204.

3.3 Majetkové oceňování komerčních pojišťoven

Relativně nejméně využitelnou, avšak nejlépe zpracovatelnou metodou ocenění, bude metoda ocenění majetkového, neboť v případě finančních institucí a pojišťovny v to nevyjímaje, jsou podstatně více propracovány metody oceňování jednotlivých druhů aktiv a většina z nich je již na rozdíl od klasických podniků přímo na základě postupů účtování pro banky a další finanční instituce přeceněna na reálnou tržní hodnotu, která je při tomto způsobu oceňování považována za klíčovou. Čím reálněji jsou oceněny jednotlivé složky majetku oceňovaného subjektu, tím je výsledné ocenění logicky reálnější a odráží nároky na tržní hodnotu podniku.

Mezi základní metody majetkového ocenění patří účetní hodnota vlastního kapitálu a substanční hodnota.

Ocenění účetní hodnotou vlastního kapitálu je nejjednodušší, ale také nejméně přesný způsob, i když v případě pojišťoven díky výše zmíněným postupům účtování přesnější než u klasického podniku. Vychází se z účetních hodnot bankovního majetku snížených o hodnotu cizích zdrojů. V praxi je možné použít tuto metodu na principu tržních cen s tím, že položky oceněné na reálnou hodnotu, popřípadě ošetřené opravnou položkou, ponecháme v hodnotě vyplývající z účetnictví pojišťovny a ostatní položky na reálnou hodnotu převedeme pomocí postupů známých pro klasické podniky. Výhodou je skutečnost, že v ČR pojišťovny vykazují finanční umístění a technické rezervy již v reálných hodnotách. Je však třeba prověřit přiměřenost výše všech technických rezerv, obzvláště rezervy na pojistná plnění. Specifikem majetkového ocenění na principu tržních cen je možnost ocenění pojistného kmene včetně závazků, který se kromě hodnoty, za niž by mohl být prodán jiné pojišťovně, může dle Dammodarana (2002)¹³⁷ „ocenit také na základě očekávaných peněžních toků, které budou plynout z pojistného kmene“. Připomíná to např. oceňování jadrových depozit u komerčních bank, která je možné také kromě reprodukčního nákladového a úsporového nákladového způsobu ocenit také výnosovou metodou (Hrdý, 2005)¹³⁸.

Majetkové ocenění pojišťovny na bázi substanční hodnoty je možné provést nepřímou metodou, kdy se počítá s reprodukční hodnotou jednotlivých aktiv sníženou o příslušné opotřebení, přičemž po odečtení reálného ocenění závazků získáme substanční hodnotu netto. Pro výpočet substanční hodnoty netto je možné využít následující vzorec (Hejduková, 2010)¹³⁹:

$$SH_{netto} = A_{RH} - (CZ_{RH} - (R_T + NTR + VR) \times (1 - d)) - PZ ,$$

kde SH_{netto} – substanční hodnota netto;
 A_{RH} – aktiva v reprodukční hodnotě;
 CZ_{RH} – cizí zdroje v reprodukční hodnotě;

¹³⁷ Damodaran, A. *Investment Valuation*. New York, John Wiley & Sons, 2002.

¹³⁸ Hrdý, M. *Oceňování finančních institucí*. Praha: Grada Publishing, 2005, 216 s.

¹³⁹ Hejduková, M. (2010). *Majetkové metody oceňování komerčních pojišťoven*. In: *Sborník příspěvků III. mezinárodní vědecké konference doktorandů a mladých vědeckých pracovníků [CD-ROM]*. Opava: Slezská univerzita, 2010, s. 1196–1204.

<i>NTR</i>	– nadměrné technické rezervy;
<i>VR</i>	– vyrovnávací rezerva;
<i>D</i>	– daňová sazba;
<i>PZ</i>	– podmíněné závazky.

Vedle poměrně známého nepřímého výpočtu substanční hodnoty netto existuje ještě tzv. přímý výpočet substanční hodnoty netto, který je dle Hartunga (2000)¹⁴⁰ nejvhodnější metodou pro majetkové ocenění, neboť pak není nutné se zabývat přeceněním aktiv a cizích zdrojů na reprodukční hodnotu. Hartung (2000)¹⁴¹ dále doporučuje k výsledné sumě připočítat také tzv. tiché rezervy vznikající podhodnocením aktiv či nadhodnocením závazků. Důležitou součástí tohoto způsobu oceňování je také prověření přiměřenosti technických rezerv, zejména na pojistná plnění. Pro výpočet substanční hodnoty přímou metodou je možné použít následující vzorec (Hejduková, 2010)¹⁴²:

$$SH_{netto} = VK + (R_T + NTR + VR) \times (1 - d) - PZ,$$

kde <i>SH_{netto}</i>	– substanční hodnota netto;
<i>VK</i>	– vlastní kapitál v účetní hodnotě;
<i>R_T</i>	– tiché rezervy;
<i>NTR</i>	– nadměrné technické rezervy;
<i>VR</i>	– vyrovnávací rezerva;
<i>D</i>	– daňová sazba;
<i>PZ</i>	– podmíněné závazky.

Pro úplnou přesnost je však třeba uvést, že vyrovnávací rezervy ve výše uvedených dvou vzorcích se budou týkat pouze neživotního pojištění. Podobně jako v případě oceňování komerčních bank bude jistě velmi zajímavé alespoň v obecné rovině analyzovat **otázku nehmotných aktiv** a jejich tržní hodnoty. V případě komerčních bank se jako klíčová nehmotná aktiva ukazují jádroví komitenti neboli jádroví úvěroví zákazníci a také jádrová depozita, jejichž význam, jak již bylo dříve uvedeno, se postupně snižuje. V případě komerční pojišťovny můžeme za klíčová nehmotná aktiva považovat jednotlivé pojistné kmeny. Pojistným kmenem se rozumí soubor uzavřených pojistných smluv¹⁴³. Vzhledem k tomu, že pojistné smlouvy se uzavírají na jednotlivých pobočkách pojišťovny nebo prostřednictvím příslušných zprostředkovatelů, máme pod pojmem pojistný kmen na mysli pro účely oceňování soubor uzavřených smluv příslušným zprostředkovatelem či na příslušné pobočce, u kterých je předpoklad, že budou opětovně uzavírány a prodlužovány, popřípadě, že v rámci příslušného pojistného kmene může dojít k rozšíření pojistných smluv o další pojistné produkty. Význam

¹⁴⁰ Hartung, J. *Unternehmensbewertung von Versicherungsgesellschaften*. Wiesbaden, 2000.

¹⁴¹ Hartung, J. *Unternehmensbewertung von Versicherungsgesellschaften*. Wiesbaden, 2000.

¹⁴² Hejduková, M. (2010). *Majetkové metody oceňování komerčních pojišťoven*. In: *Sborník příspěvků III. mezinárodní vědecké konference doktorandů a mladých vědeckých pracovníků [CD-ROM]*. Opava: Slezská univerzita, 2010, s. 1196–1204.

¹⁴³ § 3 odst. 2g zákona č. 277/2009 Sb., o pojišťovnictví.

tedy budou mít opět jádroví zákazníci, kteří budou opětovně uzavírat pojistné smlouvy, a to nejen na stávající, ale i další pojistné produkty. Ocenění těchto nehmotných aktiv bude nejvhodnější metodou výnosovou, kdy bude nutné identifikovat čisté odnímatelné zisky, které tito jádroví klienti pojišťovně přinášejí.

Majetkové ocenění je vhodné využít jako ocenění doplňkové zejména pro ocenění jednotlivých složek majetku pojišťovny pro účely účetní nebo daňové, ale může být vhodné pro ocenění pojišťovny tzv. metodou obligačního cenového modelu či v případě nesplnění podmínky going-concern či v případě např. likvidace pojišťovny, ke které však dochází jen velmi ojediněle, kdy použijeme **likvidační ocenění**. Stejně tak je možné použít majetkové ocenění v případě využití metody Embedded Value, která je kombinací výnosového a majetkového ocenění, i když jak již bylo uvedeno, vymezuje spíše výkonnost pojišťovny než její hodnotu.

3.4 Výsledné ocenění komerční pojišťovny

Výsledné ocenění pojišťovny bude identifikováno obvykle na základě použití alespoň dvou oceňovacích metod, jako je tomu v případě jiných podnikatelských subjektů. Jako vhodná kombinace se jeví, podobně jako je tomu u bank, použití výnosového ocenění na bázi dividendového potenciálu a metoda obligačního cenového modelu. Za vhodnou je možné rovněž považovat kombinaci ocenění na bázi metody tržního porovnání a metody výnosové, neboť tržní porovnání je poměrně používanou a oblíbenou metodou při oceňování pojišťoven.

Hrdý a Ducháčková (2017)¹⁴⁴ představili dokonce model na bázi tří různých přístupů k oceňování komerční pojišťovny, a to sice na bázi výnosového oceňování, oceňování na základě metody tržního porovnání a oceňování na bázi metody obligačního cenového modelu. Tento model je založen na tom, že znalec či znalecká společnost, která bude ocenění provádět, si sama zvolí příslušný podíl jednotlivých přístupů oceňování, přičemž je možné, že některý z přístupů může vynechat tím, že mu přisoudí koeficient nula. Model vypadá následujícím způsobem¹⁴⁵:

$$FV = a \times \left(\sum_{t=1}^T \frac{DCFS_t}{(1 + (i_b + (1,2 \times ZP + 0,95 \times NP) \times RP + (-)R_z))^t} + \frac{OV}{(1 + (i_b + (1,2 \times ZP + 0,95 \times NP) \times RP + (-)R_z))^T} \right) + b \times \frac{ROE}{i} \times NAV + c \times \frac{MVC}{BVC} \times BV,$$

- kde
- FV – finální hodnota komerční pojišťovny;
 - $DCFS_t$ – odnímatelný čistý výnos pro majitele;
 - ROE – návratnost aktiv;
 - NAV – čistá hodnota aktiv;
 - MVC – tržní hodnota srovnatelné pojišťovny;
 - BVC – účetní hodnota srovnatelné pojišťovny;
 - BV – účetní hodnota oceňované pojišťovny;
 - i_b – bezriziková úroková míra;
 - ZP – zastoupení životního pojištění;
 - NP – zastoupení neživotního pojištění;
 - RP – riziková přírážka pojišťovny;
 - R_z – riziková přírážka země;
 - i – diskontní úroková míra;
 - t – jednotlivá léta plánu;
 - T – doba první fáze;
 - a, b, c – jednotlivé koeficienty vyjadřující zastoupení jednotlivých přístupů.

¹⁴⁴ Hrdý, M., Ducháčková, E. Valuation Standards for Insurance Companies in the Financial Theory. *Prague Economic Papers*, 2017, 26(2), pp. 227–239, <http://doi.org/10.18267/j.pep.606>.

¹⁴⁵ Hrdý, M., Ducháčková, E. Valuation Standards for Insurance Companies in the Financial Theory. *Prague Economic Papers*, 2017, 26(2), pp. 227–239, <http://doi.org/10.18267/j.pep.606>.

Zkratky ve výše uvedeném modelu vycházejí z anglických názvů jednotlivých položek modelu. V čitateli prvních dvou sčítanců je vyjádřena úroková míra k diskontování, která vychází z podrobnější analýzy těchto přístupů, jež jsou obsaženy v rámci samostatné kapitoly o diskontní úrokové míře pro účely výnosového oceňování finančních institucí. Koeficienty a , b , c mohou nabývat hodnot mezi nulou a jedničkou s tím, že hodnota nula bude použita v případě, že příslušný přístup k ocenění nebude znalec či znalecká společnost brát do úvahy. Každopádně součet koeficientů $a + b + c = 1$.

Vedle klasických přístupů i tohoto modelu existují ještě další přístupy publikované především v zahraniční literatuře. Jedná se mimo jiné o model tzv. Appraisal Value¹⁴⁶.

Appraisal Value = Value of In-Force Business + Adjusted Net Assets Value + Value of Future New Business

Tato v překladu oceňovací hodnota má tři základní části, které jsou vyjádřeny jako jednotlivé sčítance výše uvedeného vzorce. Jedná se o **vnitřní hodnotu stávajících obchodů, o upravenou čistou hodnotu aktiv a o hodnotu nových budoucích obchodů.**

Vnitřní hodnota stávajících obchodů a upravená čistá hodnota aktiv tvoří tzv. Embedded Value, neboli jakousi vnitřní pevnou hodnotu, která spíše ukazuje na vnitřní výkonost pojišťovny a nevyjadřuje hodnotu z pohledu externího uživatele. Přístup na základě Embedded Value je proto kritizován některými teoretiky¹⁴⁷, kteří považují tento přístup za spíše vhodný pro identifikaci výkonnosti a vnitřní hodnoty pojišťovny. Naopak složka hodnoty nových obchodů se přibližuje výnosovému ocenění, neboť ukazuje na budoucí potenciál oceňované komerční pojišťovny.

Upravená čistá hodnota aktiv je vyjádřena podobně jako v případě obligačního cenového modelu jako rozdíl mezi upravenou tržní hodnotou aktiv a hodnotou závazků.

Hodnota budoucích obchodů je identifikována na základě plánu těchto obchodů a jejich diskontování příslušnou úrokovou mírou. Nejsložitější je identifikace vnitřní hodnoty stávajících obchodů, která je identifikována jako rozdíl mezi současnou hodnotou zisků plynoucích ze stávajících obchodů a současnou hodnotou nákladů na zdroje, které tyto obchody financují.

¹⁴⁶ Massari, M., Gianfrate, G., Zanetti, L. *The Valuation of Financial Companies. Tools and Techniques to Value Banks, Insurance Companies, and Other Financial Institutions*. 1ed Edition, Wiley & Sons Ltd., Printed by TJ International Ltd in Great Britain, pp. 246, s. 209.

¹⁴⁷ Např. Hrdý, M., Ducháčková, E. Úvod do oceňovacích standardů pro pojišťovny. *Oceňování: čtvrtletník*. 2011. sv. 4, č. 4.

Tyto náklady lze identifikovat na základě následujícího vzorce¹⁴⁸:

$$COTS_t = \sum_{i=t+1}^n \frac{M_{i-1} \times (K_e - i)}{(1 + K_e)^i},$$

- kde
- $COTS$ — náklady cílové struktury kapitálu vzhledem k požadavkům na solventnost,
 - i — úroková míra na bázi požadované výnosnosti;
 - M — alokovaný kapitál v existujícím obchodním portfoliu při dodržení kapitálových požadavků na solventnost;
 - K_e — očekávaná riziková prémie;
 - t — čas;
 - n — nejdelší lhůta vypršení stávajících kontraktů.

¹⁴⁸ Massari, M., Gianfrate, G., Zanetti, L. *The Valuation of Financial Companies. Tools and Techniques to Value Banks, Insurance Companies, and Other Financial Institutions*. 1ed Edition, Wiley & Sons Ltd., Printed by TJ International Ltd in Great Britain, pp. 246, s. 211.

4. Oceňování investičních fondů a investičních společností

4.1 Oceňování investičních fondů

Oceňování investičních fondů a investičních společností bude relativně komplikovanou záležitostí, neboť jak již bylo uvedeno v rámci kapitoly o oceňování bank, investiční činnost je velmi komplikovanou záležitostí, obtížně plánovatelnou. Při identifikaci postupů oceňování těchto subjektů je třeba pochopit jejich specifika a jejich úlohu. Zvláště bude posouzeno oceňování investičních fondů a zvláště investičních společností. Investiční fond je produktem tzv. kolektivního investování, které je charakteristické tím, že shromažďuje peněžní prostředky od drobných střadatelů a pak je hromadně investuje. Očekává se profesionální řízení těchto fondů, diverzifikace rizika a pochopitelně také podíl investičního fondu na příslušném zhodnocení investic drobných střadatelů. Klíčová pro účely oceňování tedy bude především hodnota majetku investičního fondu, respektive změna majetku investičního fondu, a také hodnota dividendových a úrokových výnosů tohoto fondu. Investiční fond může existovat jako samostatná akciová společnost, kde vkladatelé kapitálu se stávají akcionáři a spolujemiteli tohoto fondu, přičemž není zajištěn zpětný odkup¹⁴⁹, nebo se může jednat o fond podílový, který nemá samostatnou existenci a funguje jako součást investiční společnosti, přičemž investoři mají v případě otevřeného podílového fondu nárok na zpětný odkup svého podílu za tržní cenu. Jedná se o jeden z možných důvodů ocenění tohoto fondu. Pokud bychom chtěli investiční fond poněkud podrobněji charakterizovat, můžeme se nejprve zmínit o již neúčinném zákonu č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování¹⁵⁰, který vymezil investiční fond jako „*právní osobu, jejímž předmětem podnikání je kolektivní investování a která má příslušné povolení ČNB k činnosti investičního fondu*“. Měla formu akciové společnosti, která vznikala na bázi neveřejné nabídky akcií, tedy jako uzavřený investiční fond.

Současná právní úprava¹⁵¹ člení investiční fondy na fondy kolektivního investování a na fondy kvalifikovaných investorů. Pod pojmem fondů kolektivního investování zákon¹⁵² rozumí „*právní osobu se sídlem v České republice, která je oprávněna shromažďovat peněžní prostředky od veřejnosti vydáváním akcií a provádět společné investování shromážděných peněžních prostředků*“, nebo „*podílový fond, jehož účelem je shromažďování peněžních prostředků od veřejnosti vydáváním podílových listů a společné investování shromážděných peněžních prostředků*“, a také nově „*podílový fond nebo akciová společnost s proměnným základním kapitálem, jehož nebo jejímž účelem je shromažďovat peněžní prostředky alespoň od dvou fondů kolektivního investování nebo srovnatelných zahraničních investičních fondů anebo podfondů fondu kolektivního investování nebo srovnatelných zahraničních zařízení*“. Tyto fondy kolektivního investování, které splňují požadavky práva EU a jsou zapsány v příslušném seznamu vedeném ČNB, jsou nazývány fondy standardními. Fondy tyto

¹⁴⁹ S výjimkou investičního fondu s proměnlivým základním kapitálem, který bude analyzován později.

¹⁵⁰ § 4 zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování.

¹⁵¹ Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

¹⁵² § 93 odst. 1 a 2 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

požadavky nesplňující jsou nazývány fondy speciálními. Skutečnost, že se v případě standardních fondů jedná o fondy pod přísnější kontrolou legislativy EU, bude mít opět na proces jejich oceňování relativně pozitivní vliv, neboť se u těchto fondů dá předpokládat větší stabilita a také lepší finanční zdraví.

Vedle fondů kolektivního investování byly nově zavedeny pojmy kvalifikovaných investorů, které jsou definovány¹⁵³ jako „a) právnická osoba se sídlem v České republice, která je oprávněna shromažďovat peněžní prostředky nebo penězi ocenitelné věci od více kvalifikovaných investorů vydáváním účastnických cenných papírů nebo tak, že se kvalifikovaní investoři stávají jejími společníky, a provádět společné investování shromážděných peněžních prostředků nebo penězi ocenitelných věcí na základě určené investiční strategie ve prospěch těchto kvalifikovaných investorů a dále spravovat tento majetek“, nebo jako „b) podílový fond, jehož účelem je shromažďování peněžních prostředků nebo penězi ocenitelných věcí od více kvalifikovaných investorů vydáváním podílových listů a společné investování shromážděných peněžních prostředků na základě určené investiční strategie ve prospěch vlastníků těchto podílových listů a další správa tohoto majetku“, a dále pak „c) svěřenecký fond, 1. jehož statut určuje více kvalifikovaných investorů jako obmyšlených, kterými jsou zakladatel tohoto svěřeneckého fondu nebo ten, kdo zvýšil majetek tohoto svěřeneckého fondu smlouvou, a 2. který je zřízený za účelem investování na základě určené investiční strategie ve prospěch jeho obmyšlených“. Specifickými druhy těchto fondů jsou kvalifikovaný fond rizikového kapitálu, kvalifikovaný fond sociálního podnikání a zahraniční investiční fond.

Při stanovení metodiky oceňování investičního fondu musí být brána do úvahy již dříve zmíněná hodnota majetku investičního fondu a její očekávaný vývoj a také výnosy z tohoto majetku. Nabízí se tedy obecný přístup k ocenění na bázi součtu obou položek, tj. v aktuální tržní hodnotě jednotlivých složek majetku investičního fondu a současné hodnotě očekávaných výnosů z těchto jednotlivých složek majetku. Aby nedošlo k dublování, bude se vycházet z hodnoty majetku investičního fondu ke dni ocenění a případné změny majetku do budoucna se projeví v rámci plánu výkazu zisků a ztráty, kde budou tyto kladné nebo záporné změny zohledněny. Pro účely oceňování bude tedy nezbytně nutné vycházet z následujících položek¹⁵⁴:

1. Tržní hodnota jednotlivých složek majetku investičního fondu.
2. Očekávané čisté budoucí úrokové výnosy z jednotlivých složek majetku.
3. Očekávané čisté budoucí dividendové výnosy z jednotlivých složek majetku.
4. Ostatní čisté finanční výnosy.
5. Provozní a jiné náklady.
6. Změny v ocenění jednotlivých investičních nástrojů (opravné položky).

¹⁵³ § 95 odst. 1 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

¹⁵⁴ Hrdý, M. Úvod do oceňování standardů pro investiční společnosti, investiční fondy a penzijní společnosti. *Oceňování: čtvrtletník*. 2013. sv. 6, č. 2, s. 14–26. a Hrdý, M. Oceňování investičních fondů a investičních společností v kontextu nové zákonné úpravy. *Oceňování: čtvrtletník*. 2015. sv. 8, č. 2, s. 47–57.

Obecné vzorce, které mohou být modifikovány pro účely některých specifických fondů kolektivního investování či fondů kvalifikovaných investorů, vypadají následujícím způsobem:

$$THFKI = THMFKI + \sum_{n=1}^N \frac{OCUZ_n}{(1+i)^n} + \frac{OCZU_n \times (1+g)}{i-g} \times \frac{1}{(1+i)^N},$$

- kde $THFKI$ – tržní hodnota fondu kolektivního investování;
 $THMFKI$ – tržní hodnota majetku fondu kolektivního investování;
 $OCZU_n$ – odnímatelný čistý zisk upravený neboli dividendový potenciál;
 n – jednotlivá léta finančního plánu;
 i – diskontní úroková míra;
 g – očekávaný roční nárůst OCZU.

$$THFKvI = THMFKvI + \sum_{n=1}^N \frac{OCUZ_n}{(1+i)^n} + \frac{OCZU_n \times (1+g)}{i-g} \times \frac{1}{(1+i)^N},$$

- kde $THFKvI$ – tržní hodnota fondu kvalifikovaných investorů;
 $THMFKvI$ – tržní hodnota majetku fondu kvalifikovaných investování;
 $OCZU_n$ – odnímatelný čistý zisk upravený neboli dividendový potenciál;
 n – jednotlivá léta finančního plánu;
 i – diskontní úroková míra;
 g – očekávaný roční nárůst OCZU.

Odnímatelný čistý zisk upravený neboli dividendový potenciál můžeme pro oba výše uvedené vzorce identifikovat následujícím způsobem:

$$OCZU_n = CUV + CDV + OFV + ZOP - OP - VPN - D - PPF,$$

- kde $OCZU_n$ – disponibilní peněžní příjem;
 CUV – čisté úrokové výnosy;
 CDV – čisté dividendové výnosy;
 OFV – ostatní finanční výnosy;
 ZOP – zúčtování opravných položek;
 OP – opravné položky;
 VPN – všeobecné provozní náklady;
 D – daň z příjmů;
 PPF – povinné přiděly do fondů.

Vedle obecných oceňovacích vzorců je třeba vzít do úvahy i specifika některých typů fondů. Např. již dříve zmíněné podílové fondy budou oceňovány na bázi pouze majetkového ocenění,

neboť případné výnosy z těchto fondů se promítnou do zhodnocení příslušného podílu, který bude zpětně odkoupen.

Akciová společnost s proměnným základním kapitálem¹⁵⁵ je nový typ investičního fondu, který vykazuje, kromě kmenového základního kapitálu, ještě tzv. kapitál proměnlivý, který bude odkupován přímo touto akciovou společností, podobně jako jsou odkupovány podíly u jednotlivých podílových fondů investiční společností. Oceňování zde bude probíhat podobně jako v případě již dříve zmíněného podílového fondu, kdy bude rozhodující tržní hodnota akcie k datu odkupu. Tržní hodnota akcie může vycházet z tržní kapitalizace, avšak teoreticky správně by mělo být provedeno ocenění na bázi fondu kolektivního investování a tato hodnota pak rozpočítána na jednotlivé akcie, což by ale byla záležitost pochopitelně velmi komplikovaná. Předpokládá se tedy, že výkonnost této společnosti se promítne do tržní hodnoty akcie, za kterou bude možné podíl odkoupit.

Standardní i speciální fondy by měly být oceňovány podle stejné procedury, avšak pro znalce bude jednodušší provést finanční analýzu i prokázat princip going-concern u fondu standardního, který podléhá již dříve zmíněným přísnějším podmínkám EU, což zaručuje jeho větší věrohodnost týkající se způsobu jeho obhospodařování i způsobu řízení, než je tomu v případě fondu speciálního podléhajícího pouze národní legislativě.

Fondy kvalifikovaných investorů budou oceňovány především podle toho, jakou budou mít příslušnou právní formu. Může se jednat o právnickou osobu nebo o podílový fond nebo o svěřenský fond¹⁵⁶. Pokud se bude jednat o právnickou osobu, bude probíhat oceňování podle dříve uvedeného vzorce pro *THFKvI*. To se týká nejen akciové společnosti, ale i společnosti s ručením omezeným, komanditní společnosti, evropské společnosti, kde pouze nebudeme používat název dividendový potenciál, ale pouze odnímatelný čistý zisk upravený, nebo též ziskový potenciál. Jiné to bude v případě podílového fondu, který musí být i v případě, že se jedná o fond kvalifikovaných investorů, oceněn na bázi majetkového ocenění aktuální tržní hodnotou majetku přepočítanou na jeden podíl. Otázkou zůstává ocenění svěřenského fondu, který je založen pro speciální účely a má být využit nejčastěji ve prospěch obmyšleného podle vůle zakladatele¹⁵⁷. Tento fond nemá ani právní osobnost. Existuje však určitý časový horizont mezi založením tohoto fondu a mezi jeho vypořádáním ve prospěch obmyšleného. Ocenění by tedy mohlo být provedeno na bázi aktuální tržní hodnoty majetku v tomto fondu. Ocenění by se poté provedlo na základě příslušného druhu tohoto majetku. Pokud by se jednalo o movitý či nemovitý majetek, přicházelo by do úvahy ocenění na bázi příslušného soudního znalce, v případě cenných papírů by se mohla využít tržní hodnota, nebo by mohla být stanovena v případě akcie či obligace vnitřní hodnota tohoto cenného papíru apod. Do úvahy by měly být

¹⁵⁵ § 154 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, říká, že: „Akciová společnost s proměnným základním kapitálem je akciová společnost, která vydává akcie, s nimiž je spojeno právo akcionáře na jejich odkoupení na účet společnosti, a jejíž systém vnitřní struktury je monistický a obchodní firma obsahuje označení ‚investiční fond s proměnným základním kapitálem‘.“

¹⁵⁶ § 95 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

¹⁵⁷ Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, v rámci § 1448 hovoří o tom, že: „Svěřenský fond se vytváří vyčleněním majetku z vlastnictví zakladatele tak, že ten svěří správci majetek k určitému účelu smlouvou nebo poručením pro případ smrti a svěřenský správce se zaváže tento majetek držet a spravovat.“

brány také poplatky za správu tohoto majetku, které by snižovaly jeho hodnotu, avšak zanedbatelným způsobem.

Formu kvalifikovaného fondu mají rovněž také kvalifikovaný fond rizikového kapitálu a kvalifikovaný fond sociálního podnikání. Jejich ocenění by mělo proběhnout stejným způsobem, jak je tomu v případě ostatních kvalifikovaných fondů, tj. na základě vzorce pro *THFKvI*. Při ocenění však bude nutné respektovat specifika a zásadní rozdílnost těchto fondů. Zatímco fond rizikového kapitálu se vyznačuje investicemi především do vysoce rizikových projektů, z čehož vyplývá, že bude u něho hrát klíčovou roli především výnosová složka *THFKvI*, kvalifikovaný fond sociálního podnikání se bude na druhou stranu zaměřovat spíše na sociální projekty s minimální nebo nulovou výnosností, čímž dojde naopak k výraznému oslabení výnosové složky *THFKvI* a rozhodující roli bude hrát majetková složka.

4.2 Oceňování investičních společností

Vedle investičního fondu existuje také pojem investiční společnost. Investiční společnost byla definována¹⁵⁸ jako „*právnícká osoba, jejímž předmětem podnikání je kolektivní investování spočívající a) ve vytváření a obhospodařování podílových fondů a b) v obhospodařování investičních fondů na základě smlouvy o obhospodařování*“. Investiční společnost¹⁵⁹ mohla též „*obhospodařovat majetek v podílovém fondu jiné investiční společnosti nebo majetek investičního fondu, který nemá uzavřenu smlouvu o obhospodařování*“. Kromě těchto hlavních činností mohla investiční společnost vykonávat i činnosti další, mezi které patřilo např. vedení účetnictví, vyřizování právních služeb, vedení evidence podílových listů, vytváření a zabezpečení obchodní strategie fondu kolektivního investování, rozdělování a vyplácení výnosů z fondů kolektivního investování apod. pro jiné investiční společnosti či investiční fondy¹⁶⁰. Podle současné právní úpravy se zabývá otázkou investiční společnosti část zákona zabývající se obhospodařováním a obhospodařovatelem. Za obhospodařování investičního nebo zahraničního investičního fondu se považuje¹⁶¹ „*správa majetku tohoto fondu, včetně investování na účet tohoto fondu, a řízení rizik spojených s tímto investováním*“ a obhospodařovatelem je ten¹⁶², kdo „*obhospodařuje investiční nebo zahraniční investiční fond*“. Investiční společnost je definována¹⁶³ jako „*právnícká osoba se sídlem v České republice, která je na základě povolení uděleného Českou národní bankou oprávněna obhospodařovat investiční fond nebo zahraniční investiční fond, popřípadě provádět administraci investičního fondu nebo zahraničního investičního fondu nebo vykonávat činnosti uvedené v § 11 odst. 1 písm. c) až f)*“. Oproti dřívější právní úpravě nedošlo ve vymezení investiční společnosti k žádným zásadním změnám a investiční společnost bude plnit roli obhospodařovatele, který bude generovat příjmy z obhospodařování a z administrace podílových fondů, investičních fondů, penzijních společností apod.

Za administraci a obhospodařování jednotlivých fondů bude investiční společnost inkasovat příslušnou provizi, která bude rozhodujícím příjmem investiční společnosti. Hodnota obhospodařovaného majetku bude hrát roli pouze zprostředkovaně, a to díky již zmíněným poplatkům a provizím, které budou z obhospodařování tohoto majetku plynout.

¹⁵⁸ § 14 zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování.

¹⁵⁹ § 15 zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování.

¹⁶⁰ Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, a Hrdý, M. Úvod do oceňování standardů pro investiční společnosti, investiční fondy a penzijní společnosti. *Oceňování: čtvrtletník*. 2013. sv. 6, č. 2, s. 14–26.

¹⁶¹ § 5 odst. 1 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

¹⁶² § 6 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

¹⁶³ § 7 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

Ocenění investiční společnosti bude tedy založeno pouze na výnosovém ocenění, na bázi upraveného odnímatelného čistého zisku, který budeme identifikovat následujícím způsobem:

$$OCZU = UV + ZPP - VPN - D_p,$$

- kde $OCZU$ – odnímatelný čistý zisk upravený;
 UV – čistý úrokový zisk;
 ZPP – zisk z poplatků a provizí;
 VPN – všeobecné provozní náklady;
 D_p – daň z příjmů.

Klíčovým příjmem bude bezesporu příjem z poplatků a provizí za obhospodařování podílových fondů, investičních fondů či jiných investičních společností. Obhospodařování za příslušné poplatky a provize bude bezesporu hlavní činností investiční společnosti. Proto bude nutné jeho plánování věnovat mimořádnou pozornost a analyzovat především pevnost a dlouhodobost smluv týkajících se právě tohoto obhospodařování (Hrdý, 2013). „*Obhospodařováním investičního fondu nebo zahraničního investičního fondu je správa majetku tohoto fondu, včetně investování na účet tohoto fondu, a řízení rizik spojených s tímto investováním*“¹⁶⁴.

V rámci analýzy klíčového generátoru hodnoty investičního fondu, tj. výši příjmů z poplatků a provizí, je nutné identifikovat dvě položky, a to především okruh a stabilitu obhospodařovaných podílových fondů a investičních fondů a dále pak také velikost majetku těchto fondů, které budou představovat danou základu pro výpočet příslušných poplatků a provizí.

Výsledné ocenění bude vypočítáno výnosovou metodou na principu odnímatelného čistého výnosu neboli dividendového potenciálu následujícím způsobem:

$$THIvS = \sum_{n=1}^N \frac{DP_n}{(1+i)^n} + \frac{DP_n \times (1+g)}{i-g} \times \frac{1}{(1+i)^N},$$

- kde $THIvS$ – tržní hodnota investiční společnosti;
 DP_n – dividendový potenciál neboli odnímatelný čistý výnos;
 N – jednotlivá léta finančního plánu;
 I – diskontní úroková míra;
 g – očekávaný roční nárůst dividend, respektive podílů na zisku.

Nová zákonná úprava definuje kromě obhospodařování rovněž i pojem obhospodařovatele. Klíčovým obhospodařovatelem je investiční společnost, nicméně nebude od věci vymezit obecné ocenění obhospodařovatele, jehož klíčovými příjmy budou opět poplatky za obhospodařování příslušného fondu či podíly na zhodnocení majetku těchto fondů, přičemž

¹⁶⁴ § 7 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a fondech.

se může jednat o fondy s právní osobností, což jsou fondy investiční, nebo bez právní osobnosti, což jsou fondy podílové.

Obhospodařovatel bude oceněn na obdobné bázi jako investiční společnost, a to dvoufázovou výnosovou metodou následujícím způsobem:

$$THOb = \sum_{n=1}^N \frac{DP_n}{(1+i)^n} + \frac{DP_n \times (1+g)}{i-g} \times \frac{1}{(1+i)^N},$$

- kde $THOb$ – tržní hodnota obhospodařovatele;
 DP_n – dividendový potenciál neboli odnímatelný čistý výnos;
 n – jednotlivá léta finančního plánu;
 i – diskontní úroková míra;
 g – očekávaný roční nárůst dividend, respektive podílů na zisku.

V souvislosti s obhospodařováním zavedla nová zákonná úprava¹⁶⁵ pojem samosprávný investiční fond. „*Samosprávným investičním fondem je investiční fond s právní osobností, který je na základě povolení k činnosti samosprávného investičního fondu uděleného Českou národní bankou oprávněn se obhospodařovat, popřípadě provádět svou administraci. Samosprávným investičním fondem není investiční fond s právní osobností, který má individuální statutární orgán, jímž je právnická osoba oprávněná obhospodařovat tento investiční fond*“¹⁶⁶. Samosprávný investiční fond se sám obhospodařuje a zároveň nesmí obhospodařovat jiné investiční fondy¹⁶⁷.

Otázka nyní zní, jakým způsobem se bude tento samosprávný investiční fond oceňovat. Zda se oceňování bude blížit spíše k oceňování investičního fondu, nebo k oceňování obhospodařovatele. Samosprávný investiční fond bude i nadále investičním fondem, který ale nebude nucen využívat pro své obhospodařování např. investiční společnost, ale který se bude obhospodařovat sám. Z toho vyplývá, že ocenění samosprávného investičního fondu bude spíše na bázi ocenění klasického investičního fondu s tím, že v rámci všeobecných provozních nákladů se objeví vícenáklady na správu investičního fondu, na druhé straně investiční fond uspoří náklady za správu, kterou by vykonávala investiční společnost nebo jiný obhospodařovatel.

Odnímatelný čistý zisk upravený neboli dividendový potenciál můžeme pro oba výše uvedené vzorce identifikovat následujícím způsobem:

$$OCUZ_n = CUV + CDV + OFV + ZOP - OP - VPN - DVPN + \dot{U}N - D - PPF,$$

- kde $OCZU_n$ – odnímatelný upravený čistý zisk;
 CUV – čisté úrokové výnosy;

¹⁶⁵ Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

¹⁶⁶ § 8 odst. 1 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

¹⁶⁷ § 8 odst. 2 a 3 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

<i>CDV</i>	–	čisté dividendové výnosy;
<i>OFV</i>	–	ostatní finanční výnosy;
<i>ZOP</i>	–	zúčtování opravných položek;
<i>OP</i>	–	opravné položky;
<i>VPN</i>	–	všeobecné provozní náklady;
<i>DVPN</i>	–	dodatečné všeobecné provozní náklady;
<i>ÚN</i>	–	úspora nákladů za cizí neobhospodařování;
<i>D</i>	–	daň z příjmů;
<i>PPF</i>	–	povinné příděly do fondů.

Závěrem je možné konstatovat, že i přes určité zákonné změny platí, a i do budoucna patrně platit bude, že základní rozlišení mezi investičními fondy, které shromažďují majetek, ať již ve formě vkladů vlastníků nebo vkladů podílníků a institucí, a mezi investičními společnostmi, které řídí a obhospodařují tyto fondy, zůstane zachováno. Na obdobné bázi jako investiční společnost budou oceňováni také obhospodařovatelé. Ani další připuštěné právní formy podnikání investičních fondů nebudou mít žádný zásadní vliv na oceňování investičních fondů, neboť místo dividendového potenciálu se bude jednoduše jednat o čistý upravený odnímatelný zisk, který můžeme identifikovat u všech právních forem podnikání.



EVROPSKÁ UNIE
Evropské strukturální a investiční fondy
Operační program Výzkum, vývoj a vzdělávání



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY