

## Problems of Valuation of Banks and Other Financial Institutions

### Problémy oceňování bank a dalších finančních institucí

Milan Hrdý<sup>1</sup>

#### Abstract

The aim of this contribution is to analyze the valuation problems concerning banks and other financial institutions such as for example investment funds and pension funds. The methodology is prepared by respecting the basic principles of the valuation of enterprises with the projection of the specifics of single financial institutions. In case of banks the income approach based on dividend potential and obligation prices model are the most suitable approaches. The income approach is based on two phase method supposing the ability to identify the future plan of single income activities and the ability to manage the risk management of banks. The discounted rate is derived from the CAPM model where coefficient  $\beta$  equals 1. Also in case of pension funds the income approach based on dividend potential is used whereas in case of investments funds the property approach is the best.

#### Key words

Valuation; Financial Institutions; Methods;

**JEL Classification:** G30

## 1. Základní identifikace problému, cíle příspěvku a použitých metod

Oceňování bank a dalších finančních institucí, jako např. spořitelních a úvěrových družstev, investičních společností, investičních fondů a penzijních fondů, je velmi zajímavou a lákavou oblastí problematiky oceňování. Na finanční instituce je nutné pohlížet jako na specifické podnikatelské subjekty, které pracují oproti klasickým podnikům v podstatně širší míře s peněžními prostředky, poskytují finanční služby, investují peníze své i svých klientů a některé z nich rovněž poskytují úvěry. Neméně důležitým faktem je skutečnost, že tyto instituce využívají ke svému podnikání v hojné míře cizí prostředky, které mají svěřeny od svých klientů, přičemž v případě jejich úspěšného zhodnocení se o podílu na výnosech se svými klienty dělí. Vzhledem k tomu, že v případě praktického oceňování zodpovídá znalecký ústav či znalec v plné šíři za provedené ocenění a za výpočet konkrétní hodnoty oceňovaného subjektu, je celkem zřejmé, že by měly být k dispozici určité oceňovací standardy, postupy, které dosud chybí, a kterých by se měli znalci držet, což pochopitelně nevylučuje i jejich subjektivní přístup zejména pokud se týká odhadů budoucího tržního potenciálu, ohodnocení

---

<sup>1</sup> Doc. Ing. Milan Hrdý, Ph.D., vedoucí Katedry financí a účetnictví SVŠE Znojmo; samostatný vědecký pracovník Fakulty financí a účetnictví VŠE Praha, mail: [hrdy@svse.cz](mailto:hrdy@svse.cz). Příspěvek byl zpracován v rámci výzkumného záměru Fakulty financí a účetnictví VŠE Praha s názvem „*Rozvoj účetní a finanční teorie a její aplikace z interdisciplinárního hlediska*“, registrovaného u MŠMT České republiky pod evidenčním číslem MSM/613843990.

rizika apod. Cílem tohoto příspěvku bude tedy stručné vymezení těchto standardů a postupů pro finanční instituce, kterých by se měli znalci a znalecké ústavy držet. Pokud máme stanoven cíl, je nezbytné identifikovat i metody, kterými se ke splnění cíle můžeme dopracovat. Jak již bylo v úvodu naznačeno, jsou finanční instituce podnikatelskými subjekty, jejichž cílem je podobně jako u klasických podniků dosahování zisku či maximalizace jejich tržní hodnoty, z čehož vyplývá, že i při oceňování finančních institucí bude možné vycházet z oceňovacích standardů poměrně již propracovaných pro klasické podniky. Na straně druhé straně však bude nezbytně nutné respektovat již dříve zmíněná specifika těchto institucí a jejich promítnutí do praktických oceňovacích postupů. Postup při oceňování finančních institucí bude tedy podobně jako v případě klasických podniků vycházet z podrobné finanční analýzy příslušné finanční instituce s cílem jednak souhrnného posouzení jejího finančního zdraví a jednak vytvoření výchozí pozice pro sestavení finančního plánu a posouzení schopnosti nepřetržitého trvání na going-concern principu. Výhodou prováděné finanční analýzy zejména u bank bude především skutečnost, že bude možno v relativně širší míře využít metodu komparativní neboli srovnávací, kdy jsou národními bankami obvykle publikovány dosahované hodnoty za celé odvětví a znalec pak má možnost porovnat situaci v oceňované bance s tímto údajem a na základě tohoto pak identifikovat možné oslabení banky do budoucnosti či naopak její skrytý potenciál, který bude možné využít především v posílení budoucího postavení banky na příslušném trhu.

## **2. Stručná analýza využitelnosti základních metod oceňování při jejich aplikaci na finanční instituce**

Jak známo ze základní teorie oceňování, existují tři základní přístupy k oceňování podnikatelských subjektů a to sice metoda výnosová, majetková a tržního srovnání.

Relativně nejméně využitelnou, avšak nejlépe zpracovatelnou metodou ocenění, bude metoda ocenění majetkového, neboť v případě finančních institucí 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. Na straně druhé je však nutné podotknout, že využitelnost majetkového ocenění je velmi omezené, neboť se dá využít pro cenění jednotlivých složek majetku pro účely účetní nebo daňové a nikoliv pro ocenění finanční instituce jakožto podnikatelského subjektu.

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 finanční instituci, jejíž hodnota je známa, což jistě není jednoduchá záležitost zejména i z toho důvodu, že identifikované hodnoty jsou úzkostlivě tajeny, či se v některých případech známých z praxe mohou výrazným způsobem od sebe lišit. Pokud se týká použití příslušných násobitelů lze využít ukazatelů známých z oblasti oceňování podniku, ať již majetkových či výnosových, přičemž pro banky se jako nejlépe využitelné jeví v případě srovnatelné banky ukazatel P/E či M/B (Martet/Book Value) (Hrdý, 2005, s. 98) a v případě srovnatelných transakcí již zmíněný poměr M/B či poměr ročního zisku po zdanění bez uvažování zisku mimořádného (Hrdý, 2005, s. 99). Zásadním problémem při použití metody tržního srovnání však může být odlišný přístup k řízení rizik námi oceňované 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 zpříšňování a sjednocování některých otázek týkajících se rizika na mezinárodní úrovni, např. v rámci systému BASLE 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.

Výnosové oceňování finančních institucí bude metodou klíčovou, neboť podobně jako u klasických podniků nám právě tato metoda bude nejlépe vystihovat budoucí potenciál dané oceňované instituce na principu vycházejícím z principu obecné ekonomické teorie, tj. že hodnota ekonomického aktiva pro vlastníka je dána současnou hodnotou budoucích finančních toků, které budou vlastníkově aktiva plynout. Vzhledem k již dříve zmíněnému vysokému podílu cizích zdrojů ve formě vkladů klientů finančních institucí se bude jevit jako nejvhodnější metoda nikoliv klasických volných peněžních toků FCF, ale volných peněžních toků pro majitele FCFE (Free Cash Flow Equity). Základem výnosového oceňování proto bude odnímatelný čistý výnos, který v případě finanční instituce akciové společnosti bude představován dividendovým potenciálem, který by mohl být akcionářům vyplacen. Dále je třeba se zamyslet nad tím, z jakého výkazu bude tento odnímatelný čistý výnos identifikován. Rozhodně není vhodné doporučit výkaz cash flow, který je nutné u finančních institucí chápat na rozdíl od podniků spíše jako doplňkový (Hrdý, 2005, s. 32), neboť na rozdíl od klasického podniku je většina transakcí finančních institucí s pohybem peněžních prostředků spojena. Dále je nutné si uvědomit, že pokud hovoříme o odnímatelném čistém výnosu a dividendovém potenciálu je jasné, že tento musí být odvozen právě ze zisku účetního. Tento účetní zisk by měl být obvykle u finančních institucí ztotožněn s reálnými peněžními prostředky, což umožňuje poněkud nepřesné odvození disponibilního peněžního příjmu pro majitele právě z upraveného výkazu zisku a ztrát. Ziskový přístup je stále více také podpořen skutečností, že se neustále prohlubuje komplexnost nabízených služeb finančních institucí (Hrdý, 2004, s. 85), přičemž tento trend pokračuje i v současnosti. Nezbytně nutná a klíčová pro co nejpresnější postup ocenění tak bude schopnost plánovat zisk právě z jednotlivých dílčích činností finančních institucí. V případě bank bude klíčový především zisk úrokový, zisk z poplatků a služeb a zisk z investiční činnosti. Je celkem zřejmé, že zisk z jednotlivých činností bude plánovatelný s různou mírou obtížnosti, přičemž nejobtížněji plánovatelný bude zisk z již zmíněné investiční činnosti. Při plánování zisku jednotlivých činností u finančních institucí bude nezbytná důsledná segmentace trhu a schopnost odhadnout budoucí tržní vývoj v daném segmentu i schopnost příslušné finanční instituce tento vývoj zachytit a s přihlédnutím k vnitřnímu potenciálu také využít. Vzhledem k omezené schopnosti plánovat jen na určité omezené období, bude i u většiny finančních institucí zapotřebí provést výnosové ocenění dvoufázovou metodou, přičemž období první fáze bude obdobím schopnosti sestavení reálného plánu a druhé období pak klasickou pokračující hodnotou. S výnosovým oceňováním je také spojena identifikace úrokové míry k diskontování, což bude záležitost pro samostatnou kapitolu.

### **3. Identifikace úrokové míry k diskontování u výnosového oceňování finančních institucí**

Pro stanovení úrokové míry k diskontování se u podnikatelských subjektů používají různé přístupy. V první řadě jednotlivé postupy závisí na tom, zda potřebujeme identifikovat tuto úrokovou míru pro účely stanovení investiční hodnoty nebo pro účely hodnoty objektivizované. Náročnější pochopitelně bude stanovení diskontní úrokové míry pro objektivizované hodnocení, neboť je nutné vycházet z obecně uznávaných dat či z dat

akceptovaných trhem (Hrdý, 2005, s. 4). V případě investiční hodnoty je možné použít úrokovou míru, která odpovídá výnosnosti alternativní investice, kterou má investor k dispozici nebo jednoduše požadované výnosnosti investorem. Tento postup je pochopitelně dobře využitelný i v případě oceňování finančních institucí. V případě stanovení diskontní úrokové míry pro účely stanovení objektivizované hodnoty se užívají nejčastěji dva následující přístupy a to sice stanovení vážených (průměrných) nákladů kapitálu podniku nebo postupná identifikace úrokové míry jako součet bezrizikové úrokové míry a rizikové přírážky, přičemž tato může být stanovena tzv. stavebnicovou metodou.

Stavebnicová metoda spočívá v postupném postižení úplného rizika a to nejen systematického, ale i specifického. Nejprve dochází k vymezení faktorů rizika a dále pak k jejich ohodnocení. V rámci ohodnocení stupně rizika je třeba stanovit stupnici pro hodnocení, přičemž tuto stupnici je pak nutné převést na velikost rizikové přírážky (Mařík, 2007, s. 236). Aplikace stavebnicové metody na oblast bank je zpracována v odborné literatuře (Hrdý, 2003). Je však třeba zdůraznit, že stavebnicová metoda se může pro účely oceňování finančních institucí jevit jako diskutabilní, neboť specifika podnikání příslušných finančních institucí včetně rizika trhu, oboru, managementu, konkurence apod. jsou již zahrnuta právě do identifikace disponibilního peněžního příjmu pro majitele a to zejména ve formě opravných položek či ve formě kapitálových přidělů na základě požadavku ukazatele kapitálové přiměřenosti, které tento disponibilní peněžní příjem snižují, což již je v podstatě vyjádřením příslušného rizika (Hrdý, 2005, s. 4).

Metoda vážených nákladů kapitálu není pro účely oceňování finančních institucí příliš vhodná, neboť finanční instituce se vyznačují jedním výrazným specifikem, které spočívá v již dříve zmíněné vysoké zadluženosti, přičemž z tohoto důvodu se stanovuje disponibilní peněžní tok pro majitele, tzv. dividendový potenciál či při oceňování podniků používaný princip Free Cash Flow Equity (FCFE). Proto bude nutné v případě finančních institucí stanovit náklady vlastního kapitálu. Pro tento účel jsou ve finanční teorii známy zejména tři základní přístupy a to sice dividendový růstový model, model oceňování kapitálových aktiv – linie kapitálového trhu a odvození na základě požadované či očekávané výnosnosti.

V případě dividendového růstového modelu vyvstává problém, zda použít očekávanou či současnou dividendu. V případě očekávané dividendy by se jednalo o problematiku dividendového potenciálu, která by pak byla obsažena jak v disponibilním peněžním příjmu pro majitele, tak v úrokové míře k diskontování. Z tohoto důvodu by bylo vhodnější přiklonit se k dosavadním vypláceným dividendám, neboť tyto odrážejí dosavadní výnosnost vloženého kapitálu, která by měla být požadována i v budoucnosti.

U linie kapitálového trhu je nutné posoudit především identifikaci koeficientu  $\beta$ , případně bezrizikové úrokové míry, kde se objevuje občas polemika o tom, zda používat úrokovou míru z pokladničních poukázek, které jsou skutečně téměř bezrizikové, ale krátkodobé, nebo pak úrokovou míru z dlouhodobých státních dluhopisů. Vzhledem k tomu, že se jedná o skutečně dlouhodobý časový horizont, je třeba se přiklonit spíše k dlouhodobým státním dluhopisům. Pokud se týká koeficientu  $\beta$ , je jeho identifikace nepoměrně složitější a existuje celá škála různých doporučených postupů (např. Mařík, 2007).

Pokud se týká bank, používá se povětšinou úroková míra vypočítaná na základě linie kapitálového trhu s tím, že koeficient beta se udává roven jedné, neboť se předpokládá, že vývoj hodnoty akcií banky kopíruje vývoj tržního portfolia. Tato koncepce se dá akceptovat, neboť namáhavé zjišťování koeficientu beta se zcela nevyplácí vzhledem k tomu, že vliv na výsledné ocenění je podstatně redukován. Započítání rizikové přírážky v rámci linie kapitálového trhu však může narazit na problém již dříve zmíněného tzv. dvojího započítání rizika do procesu oceňování neboť i disponibilní peněžní příjem pro majitele obsahuje promítnutí rizika a to jak v podobě opravných položek u očekávaných ztrát, tak v podobě ukazatele kapitálové přiměřenosti

pro účely neočekávaných ztrát. Je však třeba si uvědomit, že tato rizika se liší od rizika promítnutého do diskontní úrokové míry, kde se promítá především riziková přírážka odpovídající změně výnosnosti oceňované banky v závislosti na tržním portfoliu, jak je tomu i u klasických podniků. Rizika obsažená v peněžním příjmu odrážejí rizika vyplývající ze specifík bankovního podnikání, tj. z poskytování úvěrů a z citlivosti bankovních výnosů na změny tržních podmínek.

Pokud se týká spořitelních a úvěrových družstev je použití linie kapitálového trhu i dividendového modelu vyloučena, neboť nejsou akciovými společnostmi a tudíž nejsou známy tržní ceny akcií ani vyplácené dividendy. Rovněž diskutabilní je identifikovat náklady vlastního kapitálu na základě rentability podnikání. I když podle zákona o spořitelních a úvěrových družstev je již možné rozdělovat zisk mezi majitele, je primárním posláním družstevní záložny uspokojovat potřeby svých členů. Efekt je tedy nejen v podobě vytvořeného zisku, ale také např. v čerpání výhodných úvěrů a ve vyšším zhodnocování vložených vkladů. I z tohoto důvodu by úroková míra mohla být volena na úrovni dlouhodobých státních dluhopisů, tj. bezrizikové úrokové míry, neboť stačí dosažení i nižšího zisku při uspokojení dalších potřeb.

U investičních společností a investičních fondů, které je nutné je chápat jako podnikatelské subjekty, by se jistě dobře uplatnil přístup na základě požadované výnosnosti majiteli. Je pochopitelně velmi obtížné identifikovat zejména pro účely objektivizovaného ocenění jakousi průměrnou výnosnost akceptovanou trhem. Možná by stálo za úvahu použít průměrnou výnosnost vloženého kapitálu investičních společností a fondů v dané zemi, což by mohl být odrazový můstek pro objektivizované ocenění.

Penzijní fondy jsou akciovými společnostmi, akcie ovšem nebývají obchodovatelné na burze a z tohoto důvodu je opět nevyužitelný model linie kapitálového trhu. Využitelný by mohl být model dividendový, neboť 10 % z dosaženého zisku může být rozděleno dle rozhodnutí valné hromady a rovněž by bylo možné za vyplácené dividendy dosadit možné vyplácené dividendy, tzv. dividendový potenciál. Uplatnit by se dala rovněž požadovaná výnosnost majiteli či pro případ objektivizovaného ocenění obvyklá výnosnost penzijních fondů.

Pro účely objektivizovaného hodnocení u všech finančních institucí by bylo možné využít výnosnosti jednotlivých finančních institucí za několik uplynulých let ve vybraných zemích, čímž by bylo možné získat objektivizovanou hodnotu nabízenou trhem.

#### **4. Specifika a postupy oceňování komerčních bank**

I když je velmi obtížné stanovit jednoznačný postup, který by vedl ke stanovení hodnoty známé z oblasti oceňování podniků jako tzv. hodnoty objektivizované, tj. hodnoty, kde budou dodrženy jakési objektivní postupy, je třeba se o to alespoň pokusit. Tento objektivní postup by pak měl eliminovat výraznější rozdíly při oceňování bank, i když je třeba zdůraznit, že ani sebelépe propracovanější standardy pro oceňování bank neodstraní rozdíly v posouzení budoucího vývoje bankovního trhu a postavení dané banky na tomto trhu a dále pak v posouzení rizika a to zejména rizika úvěrového, které spočívá i v analýze jednotlivých dlužníků v rozsahu známém z oceňování podniku. Odhad těchto výše uvedených skutečností pak musí znalec velmi precizně zdůvodnit a svá tvrzení náležitě podložit. Na základě teoretických i praktických přístupů k oceňování bank (např. Rezaee, 2001 nebo Hrdý, 2005) je možné doporučit dva základní přístupy k ocenění banky a to sice metodou výnosovou na základě dividendového potenciálu dané banky a dále pak metodou obligačního cenového modelu, tzv. Bond Pricing Model. Použity by měly být obě metody, přičemž metoda obligačního cenového modelu by měla být metodou tzv. opatrnější bez bezprostředního promítnutí budoucího potenciálu banky. Obě metody stanoví pro znalce určité rozpětí, pro případné vyjednávání o prodejní nebo kupní ceně, nebo se může znalec přiklonit k vyšší nebo nižší hodnotě na základě analýzy tzv. vnitřních a vnějších faktorů, které mají na hodnotu

banky vliv. Jedná se např. o otázku pracovního prostředí, technického zázemí, procesů u vnitřních faktorů, či demografickou, ekonomickou nebo konkurenční analýzu v případě faktorů vnějších.

Výnosová metoda bude založena na identifikaci odnímatelného čistého výnosu ve formě dividendového potenciálu, který 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 (více viz Hrdý, 2005, s. 33-34). Tento disponibilní peněžní příjem pro akcionáře ve formě odnímatelného čistého výnosu bude identifikován pro přibližně pět let plánu a dále bude způsobem známým z oceňování podniků stanovena pokračující hodnota banky. Úroková míra k diskontování bude stanovena postupem uvedeným v předchozí kapitole. V souvislosti s identifikací hodnot obsažených ve finančním plánu je třeba zmínit, že např. plán úrokových příjmů či výdajů, stejně tak jako příjmů z provizí se bude plánovat v rámci jednotlivých poboček banky a plán investiční činnosti až v rámci banky jako celku. Bude tedy nutné sestavit dílčí plány na jednotlivých pobočkách s následnou centrální koordinací a syntézou. Stanovení finančního plánu předchází již dříve zmíněná podrobná finanční analýza a také analýza vnitřních i vnějších podmínek banky. Důležitou roli bude hrát též analýza jednotlivých generátorů zisku a také důsledná segmentace trhu.

Metoda obligačního cenového modelu spočívá v tom, že poměr tržní hodnoty a upravené čisté hodnoty aktiv bude stejný, jako je poměr výnosnosti a nákladu vlastního kapitálu podniku (Hrdý, 2005, s. 96), přičemž za čistou hodnotu aktiv se považuje rozdíl mezi tržní hodnotou majetku a závazky. Vzhledem k tomu, že právě čistou hodnotu aktiv i hodnoty ROE (Return on Equity) i COE (Cost of Equity) jsou známě či celkem bez problémů identifikovatelné, vychází jako neznámá hodnota právě znalecům hledaná hodnota tržní.

Obě výše uvedené metody umožňují různou míru přesnosti ocenění banky. Hodnotu lze výnosovým oceněním stanovit na základě hrubého nepřesného odhadu, pokud vycházíme z minulého vývoje a jeho promítnutí bez podstatnějších úprav do budoucnosti, nebo na základě akceptování věrohodných a realitě odpovídajících údajů z účetních výkazů banky i údajů managementu banky včetně jím provedené marketingové studie a finančního plánu banky. Nejpresnější, ale také nejpracnější však bude využití těchto výše uvedených údajů avšak s jejich přehodnocením na základě vlastních znalcových zkušeností z oblasti bankovníctví i z hlediska odhadu vývoje celé ekonomiky. Je zřejmé, že především v takovém případě by měl ocenění banky zpracovat zkušený znalecký tým, přičemž každý člen se pak soustředí na oblast, ve které má největší zkušenosti.

## 5. Specifika a postupy oceňování dalších finančních institucí

Oceňování úvěrových a spořitelních družstev (dále jen družstevní záložna) musí vycházet ze specifík, které tyto instituce představují. Především se jedná o typ družstva, které na podporu hospodaření svých členů provozuje finanční činnosti. Převod a přechod členských práv a povinností člena družstevní záložny je přípustný za předpokladu schválení představenstvem družstevní záložny, případně i se souhlasem ČNB v případě nabytí kvalifikované účasti na družstevní záložně, a může být důvodem k ocenění. Dalším důvodem pro ocenění družstevních záložen je především vyčíslení ztráty, která družstevní záložně vznikla z důvodu neoprávněného odnětí licence Úřadem pro dohled nad družstevními záložnami či při rozhodování o výhodnosti či nevýhodnosti splnutí či sloučení. Metodou pro ocenění by měla být výnosová metoda odnímatelného čistého výnosu jako v případě ocenění komerční banky. Místo dividendového potenciálu by se však pracovalo se ziskem k rozdělení

družstevní záložny. Nesmí se zapomenout na povinné přídělky do fondu pojištění vkladů a dále pak na opatření o kapitálové přiměřenosti. Klíčovou roli hraje poměr kapitálu a rezerv družstevní záložny k rizikově váženým aktivům. Čím jsou tato aktiva rizikovější, tím více kapitálu bude zapotřebí ponechat a snižuje se tím možnost výplaty zisku k rozdělení. Disponibilní peněžní příjem by pak vycházel z čistého zisku po zdanění po odečtení přídělů do rizikového fondu a rezervního fondu ze zisku a přídelu eventuelně z důvodu posílení ukazatele kapitálové přiměřenosti. Vzhledem k tomu, že případné odnětí licence by bylo na základě jistě pádných a náležitě podložených důvodů, bylo by úkolem znalce před vlastním oceněním prokázat životaschopnost družstevní záložny při zachování licence na principu going-concern. V případě provádění ocenění za účelem fúze by bylo možné využít obecné poznatky, které se týkají oceňování fúzí, tj. ocenění obou fúzovaných družstevních záložen před fúzí a poté ocenění nově vzniklé družstevní záložny. Rozhodujícím by mohl být např. synergický efekt vzniklý na základě ukazatele kapitálové přiměřenosti, kde by mohlo dojít k určité úspoře kapitálu družstevní záložny na základě snížení rizikovosti aktiv.

Oceňování investičních společností a investičních fondů bude záležitost velmi komplikovaná a jen obtížně realizovatelná, neboť jak již bylo naznačeno při oceňování bank, je budoucí odhad a plánování výnosů z investiční činnosti velmi komplikovanou, ne-li nemožnou záležitostí. Z toho důvodu se může u investičního fondu jevit jako nejvýhodnější majetkové ocenění (Hrdý, 2004, s. 93), neboť akcionáři nemají nárok na zpětný odkup svých podílů a jakožto spolumajitelé společnosti budou považovat čistou hodnotu svých aktiv za velmi důležitou. Případného nového majitele bude totiž zajímat, jaký majetek při koupi získá. Poněkud komplikovanější bude situace u investiční společnosti, která obhospodařuje samostatné podílové fondy, či fondy investiční, nebo penzijní. Hodnota vlastního jmění podílových fondů však bude mít podstatný vliv na hodnotu investiční společnosti. Bude však velmi obtížné stanovit velikost tohoto majetku do budoucnosti. Z tohoto důvodu se může jevit jako vhodnější metoda čistého odnímatelného výnosu, ale stanovená na základě historických dat minulého vývoje. Takovéto ocenění je však možné pouze u relativně stabilních investičních společností se stabilizovaným podílem na trhu. Vycházet při oceňování by se mělo z upraveného čistého zisku (Hrdý, 2004, s. 93), který je tvořen čistým úrokovým ziskem, ziskem z poplatků a provizí snížený o všeobecné provozní náklady a daň.

Penzijní fondy jsou finanční instituce akciového typu, které podléhají poměrně důsledné kontrole a relativně omezeným možnostem investování. Z toho vyplývá i menší rizikovitost jejich portfolia. Vzhledem k formě akciových společností a vzhledem k výrazně lepším možnostem plánování predikce vývoje na trhu, i když je otázkou, co způsobí případné schválení druhého pilíře v rámci důchodové reformy, je možné považovat za vhodnou metodu čistého odnímatelného výnosu, který může být identifikován jako součet plánovaného čistého úrokového výnosu, výnosu z poplatků a provizí, výnosů z akcií a podílů po odečtení všeobecných provozních nákladů a daně z příjmů. Potenciál k rozdělení je však na základě usnesení valné hromady nejvíce 10 % z vytvořeného zisku. Vzhledem k omezené možnosti plánování je možné uvažovat opět dvoufázové metodě.

## References

- [1] HAZEL, J.,J. 1996. *The Bank Valuation Handbook*. Irwin Publications, USA, 329 pp
- [2] HRDÝ, M., 2005. *Oceňování finančních institucí*. Praha: Grada Publishing, pp. 216
- [3] HRDÝ, M., 2005. Problematika diskontní úrokové míry při výnosovém oceňování finančních institucí. *Sborník z mezinárodní konference Finance a účetnictví ve vědě, výuce a praxi*. Zlín, pp. 62-63

- [4] HRDÝ, M., 2005. Oceňovací standardy pro oceňování finančních institucí v ČR a SR. *Sborník z mezinárodní konference Standardy pro oceňování podniku*. Praha, pp. 74-81
- [5] HRDÝ, M., 2004. Oceňování nebankovních finančních institucí. *Sborník z mezinárodní konference Metodické problémy oceňování podniku*. Praha, pp. 85-99
- [6] HRDÝ, M., 2003. Analýza rizika při oceňování bank. *Sborník z mezinárodní konference Současné problémy oceňování podniku s důrazem na fúze a akvizice*. Praha Oeconomia, pp. 7-23
- [7] HRDÝ, M. 2002. Oceňování bank. Praha: Oeconomica. pp. 141
- [8] HRDÝ, M., 2002. Metody oceňování bank a jejich aplikace v ČR. *Sborník z mezinárodní konference Oceňování podniku v podmínkách transformujících se ekonomik*. Praha, pp. 33-44
- [9] JÍLEK, J., SVOBODOVÁ, J. 2003. Účetnictví bank a finančních institucí. Praha: Grada Publishing, pp. 496
- [10] MILLER, W.D. 1995. *Commercial Banks Valuation*. John and Sons, Inc., USA, 263 p.
- [11] MAŘÍK, M. et al., 2007: *Metody oceňování podniku. Proces ocenění, základní metody a postupy*. 2. vydání, Praha: Ekopress, s.r.o.
- [12] REZAEI, Z., 2001. *Financial Institutions, Valuations, Mergers and Acquisition*. Wiley John and Sons, USA, pp. 434
- [13] Zákon č. 189/2004 Sb. o kolektivním investování ve znění pozdějších předpisů
- [14] Zákon č. 87/1995 o spořitelních a úvěrových družstev ve znění pozdějších předpisů
- [15] Zákon č. 42/1994 o penzijním připojištění se státním příspěvkem ve znění pozdějších předpisů