

# Workshop 4.10.2022

## Stanovení obvyklé ceny u finančních transakcí náhledem principu tržního odstupu

Reg. číslo: TL05000328



# Workshop 4.10.2022

Program **Éta**

## Přístupy ke stanovení převodní ceny u finančních transakcí – s důrazem na úvěry

**Brychta Karel, Veronika Solilová,  
Michal Ištok**

**T A**

**Č R**

Tento projekt je spolufinancován se státní podporou Technologické agentury ČR v rámci Programu ÉTA.

[www.tacr.cz](http://www.tacr.cz)

Výzkum užitečný pro společnost.

# Doporučené metody

- Doporučené metody ke stanovení TP ceny u finančních transakcí jsou:
  - metoda CUP,
  - ekonomické modelování
  - metoda založená na nákladech
  - Swapové úvěrové selhání či výnosový přístup
  - Přístupy ratingových agentur
- Významným indikátorem je úvěruschopnost a riziko selhání dlužníka, resp. stanovení rizikové prémie
- Stanoviska bank nejsou již akceptovány.

# CUP

Srovnávací analýza – kritéria ke zvážení:

- Trh, odvětví dlužníka
- Typ dluhového závazku a jeho vznik
- Účel úvěru
- Kreditní rating dlužníka
- Splatnost
- Fixní nebo pohyblivé úrokové sazby
- Měnu
- Opci
- Senioritu a podřízenost
- Zajištěnost a záruky

# CUP

- Ke srovnání vhodné → podnikové dluhopisy/bankovní úvěry, obchodovatelné CP
- Doporučený postup:
  - zjištění výnosu do doby splatnosti vybraných emisí dluhopisů (yield to maturity on the bond);
  - výpočet průměrného výnosu do doby splatnosti (average yield to maturity)
  - výpočet rizikové přírážky (interest spread, credit spread, default spread) pro vybranou skupinu srovnatelných emisí, tj. riziková přírážka = průměrný výnos do doby splatnosti – bezriziková výnosová míra;
  - výpočet úrokové sazby (TP cenu)

# CUP

- Výpočet úrokové sazby:
  - úroková sazba  
*bezriziková výnosová míra + riziková přírážka +/- korekce*
  - Bezriziková výnosová míra = výnosová míra státních dluhopisů (se stejnou dobou splatnosti, zemí sídla poskytovatele, měnou)
  - V případě krátkodobé doby splatnosti.... Jiná referenční hodnota???
  - Vypočtenou hodnotu je potřebné upravit, ano či ne? např.
    - o dodatečné náklady spojené s financováním
    - s ohledem na nižší riziko poskytovatele atd.

# Náklady na financování

- Aplikace pokud neexistují srovnatelné nezávislé transakce
- Vychází z teorie investičního rozhodování tj. uhrazení ceny zdrojů financování
- Nákladová báze má odrážet:
  - výpůjční náklady,
  - výdaje související s poskytnutím úvěru
  - rizikovou prémii a
  - dostatečný výnos
- Přístup je zaměřený na věřitele (nákladové báze mezi věřiteli se může významně lišit)
- Podnik používá k financování různé zdroje → je nutné vycházet z průměrné ceny používaných zdrojů (WACC)
- Nejnáročnější je určení nákladů vlastního kapitálu
- Kombinace s CAPM – s modelem oceňování kapitálových aktiv

# Swapové úvěrové selhání

- Odrážejí úvěrové riziko spojené s podkladovým fin. aktivem
- Jde o základní typ kreditního derivátu
- Při neexistenci o podkladovém fin. aktivu → rozpětí swapů úvěrového selhání
- Nutné pečlivé zvážení – vysoká míra volatility, odráží vícero rizik ...
- Může sloužit i k odvození cen záruk



# Přístupy ratingových agentur

- Vycházejí z ratingu – zohledňuje úvěruschopnost a pravděpodobnost selhání investice v případě selhání dlužníka
- Spekulativní stupeň zpravidla od BB+ níže
- Zpravidla hodnocena jen matka
- Velmi nákladné stanovit pro každou entitu ve skupině
- Vliv implicitní podpory matky na dceř. společnost
- Stand-alone přístup x group rating
- Alternativa – scoringové modely

# Scoringové modely

Historicky se vyvinuly zejména tyto přístupy:

- **Beaverova analýza profilu** - největší význam byl přisuzován poměru cash flow (zisk po dani + odpisy) a celkových dluhů.
- **Modely Altmanova typu** (Altmanův model, IN05, Tafflerův model) – vycházejí z vícerozměrných metod hodnocení rizik podniku
- **Modely Zmijewského typu** – kombinace několika poměrových ukazatelů
- **Modely Mertonova typu** - vychází z aplikace Black-Scholesova modelu oceňování opcí a odvozují pravděpodobnost úpadku na základě volatility hodnoty akcií.

# Scoringové modely

- První dva modely lze použít k výpočtu skóre – ALE čísla se mohou výrazně lišit a tím může být zkreslen i průměr za skupinu → To má dopad i do odhadovaného ratingového stupně a předpokládané rizikové přírážky.
- U modelu druhého typu (autorů Zmijewski, Merton) je výstup ve formě pravděpodobnosti, tím je i možnost výsledku ve formě odlehlé hodnoty velmi omezená.

# Damodaran

- Často v praxi využíván
- Vychází „interest coverage ratio“ – úrokového krytí a k němu stanovenému ratingu a rizikové přírážky
- Rozlišení zejména:
  - pro velké výrobní podniky,
  - pro malé a rizikové podniky,
- Pravidelná aktualizace, ALE data z podniků USA

# Diskuse

- Který přístup je vhodný a použitelný pro české prostředí?
- Jak často aktualizovat zjištěné hodnoty úrokových sazeb?
- Jaké jsou hlavní složky při stanovení úrokové sazby?
- Přístup Damadaran – vhodnost pro české prostředí?
- Stanovení ratingu pro dceřiné společnosti – automatické převzetí ratingu matky z důvodu „strategického postavení“?

**Děkujeme Vám  
za pozornost**

**[www.fbm.vutbr.cz](http://www.fbm.vutbr.cz)**