

ROSZIK GÁBOR

A HITELINTÉZETEK EGYESÜLÉSÉNEK JOGI, SZÁMVITELI ÉS VÁLLALATÉRTÉKELÉSI VONATKOZÁSAI

A tanulmány a hitelintézetek egyesülését a tranzakció és annak lebonyolítása oldaláról közelíti meg. Döntően tehát nem arról szól, hogy milyen stratégiai megfontolásokból hajtanak végre egyesüléseket, hanem az egyesülések folyamatát taglalja – kitérve a társasági és bankjogi aspektusokra, illetve a számviteli feladatokra –, valamint a tranzakcióval kapcsolatos üzleti értékelést mutatja be.

A magyar hitelintézeti szektort – hasonlóan a nemzetközi trendhez – az éles verseny által kikényszerített hatékonyságjavítás miatt fellépő koncentráció jellemzi. Mind a bankok, mind a szövetkezeti hitelintézetek száma csökkent az elmúlt években, és a szakemberek további fogyatkozást vetítenek előre. Példaként említhető, hogy 2000-ben jelentős tranzakciók követték egymást: a Citibank megvásárolta az ING lakossági banki részlegét, döntés született a Bank Austria – Creditanstalt és a Hypovereinsbank hazai leányvállalatainak összeolvasztásáról, illetve novemberben elhatározták a K&H és ABN Amro Bank egyesülését, amelyre illusztrációként számos esetben fogok a későbbiekben hivatkozni.

A tanulmány első részében a hitelintézetek egyesülésének jogi szabályozásával és számvitelével foglalkozom, majd rátérek a hitelintézet-specifikus üzleti értékelésre, amelyet egy erre kidolgozott példa követ befejezésként.

HITELINTÉZETEK EGYESÜLÉSÉNEK JOGI SZABÁLYOZÁSA ÉS SZÁMVITELI

A gazdasági társaságokról szóló 1997. évi CXLIV. törvény (továbbiakban Gt.) szerint az egyesülés a gazdasági társaságok átalakulásának egyik fajtája. Az egyesülésnek két formája létezik: a beolvadás és az összeolvadás [Gt. 59. § (2)]. A beolva-

dásnál a beolvadó társaság megszűnik, és az átvevő társaság változatlan formában működik tovább. Összeolvadás esetén pedig az egyesülésben résztvevő valamennyi társaság megszűnik, és jogutódként egy új társaság jön létre.

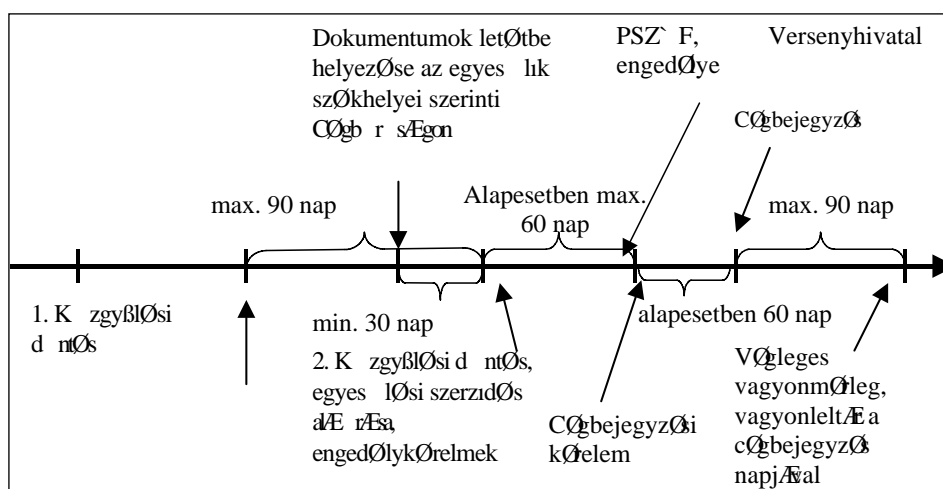
Ebben a részben kifejtem a hitelintézetek egyesülésének folyamatát, és erre gyakorlati példaként a Kereskedelmi és Hitelbank és az ABN Amro Magyar Bank Rt. egyesülését (az ABN Amro beolvadt a K&H-ba) fogom felhozni. Ennek során

tekintettel arra, hogy a hitelintézetek csak részvénytársasági formában működhetnek [Hitelintézetekről és pénzügyi vállalkozásokról szóló törvény, a továbbiakban Hpt. 8. § (2)], az alábbiakban a gazdasági törvény útmutatásait csak részvénytársaságokra értelmezve fogom bemutatni.

⇒ Hitelintézetek egyesülésének folyamata.

Az 1. ábra bemutatja a hitelintézetek egyesülésének folyamatát:

1. ábra



A következőkben ezeket a pontokat és a vonatkozó feladatokat fogom részletezni.

1. Első közgyűlési döntés

Az egyesülésről szóló javaslatot az operatív irányítást végző vezető tisztségviselők, illetve a felügyelőbizottság tagjai terjesztik a közgyűlés elé. Az első

közgyűlés alkalmával felméri, hogy a részvényesek egyetértenek-e az egyesülés szándékával (3-es szavazat), és hogy mely részvényesek kívánnak a jogutód társaság tagjaivá válni [Gt. 62. § (2)]. Meg kell jegyezni, hogy ezt a döntést az egyesülésben résztvevő valamennyi részvénytársaság részvényesei meghozzák, tehát külön-külön közgyűléseket tartanak.

Ha mindegyik társaság esetében az egyesülés mellett foglaltak állást, akkor a vezető tisztségviselők a közgyűlés által meghatározott időpontra a következő dokumentumokat készítik el:

- Az átalakuló (összeolvadó, beolvadó, átvevő) társaság vagyonszerzés-, vagyonszerzés-tervezetét (a Hpt. vagyonszerzés helyett kötelezettségek és követelések állományáról beszél [22. § (3) 2.]);
- Az átalakulással létrejövő társaság vagyonszerzés-, vagyonszerzés-tervezetét;
- A társaság kiváló tagjaival szembeni elszámolás tervezetét [Gt. 62. § (3)];
- Az egyesülési szerződés tervezetét, amely – többek között – a következőket tartalmazza (Gt. 75. §):
 - az egyesülés módját, a jogutód gazdasági társaság társasági szerződése megkötésének (alapító okirata, alapszabálya elfogadásának) napját, amely célszerűen a vagyonszerzés tervezeteket elfogadó második közgyűlés napja;
 - beolvadás esetében az átvevő gazdasági társaság társasági szerződésében (alapító okiratában) szükséges módosításokat;
 - összeolvadás esetében az új gazdasági társaság társasági szerződésének (alapító okiratának) tervezetét.
- Mivel részvénytársaságok egyesüléséről van szó, az egyesülési szerződésnek még a következőket is tartalmaznia kell [76. § (2)]:
 - az egyesülő részvénytársaságok részvényeinek cserearányát (ennek pontos számítását lásd a következő részben);
 - az átvevő társaság részvényei átruházásának részletes szabályait;

- azt az időpontot, amelytől fogva a részvények az adózott eredményből való részesedésre jogosítanak;
- azokat a jogokat, amelyeket a jogutód társaság a különleges jogokkal felruházott részvényeseknek (így az alapítókat megillető előnyökkel, az elsőbbségi, dolgozói vagy kamatozó részvényfajta-hoz fűződő jogokkal összefüggésben) vagy más értékpapír tulajdonosoknak biztosít, illetve az ezekkel kapcsolatos intézkedési javaslatokat.

Mindezen felül a vezető tisztségviselők egy írásbeli beszámolót is kötelesek készíteni, amely megindokolja az egyesülés szükségességét (amely meglehetősen formális követelmény) és a részvények cserearányát.

- A könyvvizsgálónak nyilatkoznia kell, hogy a részvénytársaság a részvények cserearányát milyen módszerrel állapította meg, és azt megfelelőnek találta-e.
- A könyvvizsgálónak, vagy más független szakértőnek írásos formában nyilatkoznia kell a vezető tisztségviselők által elkészített egyesülési szerződés és írásbeli beszámoló megalapozottságáról. Ebben külön ki kell térni arra a kérdésre, hogy az egyesülés veszélyezteti-e a hitelezői követelések teljesülését.

A következő pontban az elkészítendő vagyonszerzés-tervezetokről esik szó.

2. Vagyonszerzés-tervezetek

Az egyesülésben résztvevők legfőbb szerepe csak megfelelő információk birtokában tud dönteni az átalakulásról, így a vagyonszerzés-tervezeteket az átalakulásról

döntő második közgyűlés előtt mind az átalakulóra, mind az átalakulással létrejöttre el kell készíteni. A Gt. megállapítja, hogy azonos szerkezetben kell őket elkészíteni, mint az éves beszámoló mérlegét, illetve – költségtagarékossági okból – az éves beszámoló mérlege alapján is lehet döntést hozni az egyesülésről, amennyiben a mérleg fordulónapja nem több mint hat hónappal előzte meg az átalakulásról szóló második döntést. A vagyonszerkezet részleteiről ugyanakkor a számviteli törvény rendelkezik.

A bemutatást az átalakuló vagyonszerkezetével kezdem, majd ezt követi az átalakulással létrejövő szerkezete.

⇒ **Az átalakuló vagyonszerkezet.**

A számviteli törvény (továbbiakban Sztv. 137. § (1)–(2) bekezdése alapján az

egyesülés során az átalakulással közvetlenül érintett, tehát a beolvadó és az összeolvadó (és nem beolvadás esetén a változatlan formában továbbműködő átvevő) az eszközeit és a kötelezettségeit átértékelheti. Az átértékelés csak egy lehetőség a vállalkozó számára és nem kötelezettség. Az Sztv. 136. § (4) alapján a vagyonszerkezet tervezet háromszlopos formában készül, ahol is az első a könyv szerinti értéket, a második – ha alkalmazzák – az átértékelési különbözetet, míg a harmadik a vagyonszerkezet szerinti értéket tartalmazza. Ha a vállalkozás nem él az átértékelés lehetőségével, akkor az első és harmadik oszlopban található adatok megegyeznek egymással [Sztv. 138. § (5)].

Az 1. táblázat illusztrálja a továbbiakban feltételezve a vagyonszerkezet tényleg ott ahol erre lehetőség van.

1. táblázat

Megnevezés	Átalakuló vagyona könyv szerinti értéken	Átértékelési különbözet	Átalakuló vagyona piaci értéken
Üzleti vagy cégérték (Good-will)		+	
Eszközök összesen			
Jegyzett tőke	+	nincs változás	+
Tőketartalék	+	+ / –	+
Általános tartalék	+	nincs változás	+
Eredménytartalék	+ / –	–	+ / –
Lekötött tartalék	+	nincs változás	+
Saját tőke			
Passzív időbeli elhatárolás (Bad-will)		+	
Források összesen			

Az 1. táblázathoz, illetve elkészítéséhez számos magyarázatot fűzendő, így részletesebben kitérek az első, második és harmadik oszlop tartalmára.

- **Első oszlop**

A vagyommérleg-tervezetet az éves beszámoló mérlegével azonos szerkezetben kell elkészíteni, tehát pénzügyi intézmények esetén a 250/2000. kormányrendeletben meghatározott mérlegséma alkalmazandó. Az első oszlopba – a vagyonelemtérvezet adataiból kiindulva – a vagyommérleg tervezet napjára vonatkozóan kerül be az eszközök és források könyv szerinti értéke. A saját tőke elemei között azonban nem szerepelhet jegyzett, de be nem fizetett tőke, mert akkor a vállalkozó nem is dönthetne az egyesülésről [Gt. 60. § (2)].

- **Második oszlop**

Tekintettel arra, hogy a vállalkozó az átértékelés mellett döntött, ennek hatását be kell mutatni. Ennek a megjelenítésére szolgál a vagyommérleg-tervezet második oszlopa, amelyben két fontos tételre hívom fel a figyelmet. Ezek: egyedi eszközök és kötelezettségek átértékelési különbözete; üzleti vagy cégérték.

Az értékelés során megállapítják az egyedi eszközök és kötelezettségek piaci értékét. Ennek az értéknek az eltérését a nyilvántartási, könyv szerinti értéktől nevezzük **átértékelési különbözethez**. Ezen különbözethez elszámolása főként a tőketartalékot, illetve egyes esetekben az eredménytartalékot érinti az alábbiak tükrében. Egyedi eszközönként, amennyiben a piaci érték meghaladja a nyilvántartási értéket, a különbözettel a tőketartalékot kell növelni, ellenkező esetben a különbözetet a tőketartalék pozitív összegéig a tő-

ketartalékot, majd a fennmaradó összegben az eredménytartalékot terheli. A források között a kötelezettségek a könyvekben elfogadott, míg a céltartalékok várható értéken szerepelnek. Amennyiben ettől az értéktől a piaci érték pozitívan tér el, azaz magasabb kötelezettséget, céltartalékot kellene kimutatni, akkor a különbözetet a tőketartalék pozitív összegéig a tőketartalékot, majd a fennmaradó összegben az eredménytartalékot terheli. Ellenkező esetben tőketartalék-növekedést számolunk el [Sztv. 138. § (4)]. Fontos észrevenni, hogy az eszközök pozitív, a kötelezettségek negatív különbözete, azaz öszszességében a vállalkozó vagyónának felértékelődését amiatt kell tőketartalék-hatékonyan elszámolni, hogy ez többlet oszlop fizetésére ne adhasson lehetőséget.

Ezen **átértékelés hatása** a pénzügyi intézményeknél a reálszféra vállalkozásaitól némileg eltérő módon alakul. Ugyanis a hitelintézetek és pénzügyi vállalkozások könyvvezetéséről szóló kormányrendelet és a Pénzügyminisztérium 14/2001. számú rendelete alapján eszközeiket, kintlevőségeiket negyedévente minősítik, értékvesztést, annak esetleges visszairását, céltartalék-képzést számolnak el. Emiatt általánosságban elmondható, hogy az eszközök, kintlevőségek értéke közel áll a piaci értékhez, így a különbözethez „kisebb” értékmódosításokat tartalmaz csak. Viszont ez lényegesen eltérhet a tárgyi eszközök esetében. Figyelembe véve, hogy a pénzügyi intézmények nagy fiókhálózattal, jó helyen értékes irodaépületekkel rendelkezhetnek, ezen ingatlanok piaci értéke jelentősen megha-

ladhatja a könyv szerinti értéket. Ezen eszközökön tehát nagy különbség keletkezhet. Itt jegyzem meg, hogy mivel az összes átértékelési különbség a második oszlopban jelenik meg, értékhelyesbítés és értékelési tartalék az első oszlopban már nem szerepelhet.

A számviteli törvény alapján átalakulás esetén, ha a vagyonértéket az üzleti értékelés úgynevezett jövedelemtermelő képesség módszere alapján határozzák meg, és az így meghatározott társasági vagyonérték (saját tőke értéke) és a kötelezettségek (ideértve a céltartalékok és passzív időbeli elhatárolásokat is) együttes összege meghaladja az egyes eszközök piaci értékének és az aktív időbeli elhatárolásoknak az együttes összegét, a különbséget a vagyonmérlegben **üzleti vagy cégértékként** (good-will) kell kimutatni [137. § (4)]. Ezen üzleti vagy cégértékkel ismerjük el, hogy a hitelintézet működő entitásként, folyamatos jövedelmet, eredményt generálva többet ér, mint a saját tőkéjének könyv szerinti értéke.

• Harmadik oszlop

A második oszlopnak ezen kívül van még egy funkciója: az esetleges átvezetések elvégzése. A számviteli törvény kimondja, hogy a harmadik oszlopban a saját tőkén belül már csak jegyzett tőke, tőketartalék, eredménytartalék és lekötött tartalék szerepelhet. Hogy ezt az állapotot elérjük a mérleg szerinti eredményt át kell vezetni az eredménytartalékba. A hitelintézeteknél a saját tőke még egy elemmel kiegészül, az adózott eredmény terhére képzett általános tartalékkal (Hpt. 75. §). Tekintettel arra, hogy az átalakulás során fellépő számviteli feladatokat csak a

számviteli törvény szabályozza, és a hitelintézetek és pénzügyi vállalkozások könyvvitelét szabályozó kormányrendelet ezt nem taglalja, gyakorlati kérdésként merül fel, hogy az általános tartalék átvezetésre kerüljön a vagyonmérleg-tervezetben, vagy sem. Ennek egy lehetséges megoldását példázza, hogy amikor tavaly nyáron az ABN Amro Magyar Bank beolvadt a Kereskedelmi és Hitelbankba. Ebben az esetben mind a vagyonmérleg-tervezetében, mind a végleges vagyonmérlegében szerepelt általános tartalék a könyvvizsgáló beleegyező nyilatkozatával.

Az alapvetően az átalakuló vagyonát piaci értéken bemutató harmadik oszlopban az első és második oszlop azonos során található tételek összegét találjuk. A vagyonmérleg-tervezettel kapcsolatban rendezi a számviteli törvény, hogy annak fordulónapjával az átalakuló nem zárja le az analitikus és főkönyvi nyilvántartásait, hanem azt folyamatos könyvelés mellett készíti el, és a könyvekben az átalakulással kapcsolatos tételek nem szerepelhetnek [138. § (7)].

⇒ Az átalakulással létrejövő vagyonmérleg-tervezete.

E vagyonmérleg-tervezet célja a jogutód társaság vagyonának meghatározása, amely alapján már a szóban forgó együttes vagyonból meg lehet határozni az egyes részvényesek részesedését, amelyet majd a második közgyűlési döntés kapcsán tesznek meg.

A 2. táblázattal illusztrálom összeolvadás esetén a vagyonmérleg-tervezet általános felépítését.

2. táblázat

Megnevezés	Öszeolvadó A vagyona piaci értéken	Öszeolvadó B vagyona piaci értéken	Különbözetek	Saját tőke átrendezése	Öszeolvadással létrejött társaság vagyona
Üzleti vagy cégérték (Good-will)					
Eszközök összesen					
Jegyzett tőke					+
Tőketartalék					+
Általános tartalék					+
Eredménytartalék					+
Lekötött tartalék					+
Saját tőke					
Passzív időbeli elhatárolás (Bad-will)					
Források összesen					

Beolvadás esetén az első két oszlopban van különbség, ugyanis az első oszlop az átvevő vagyont könyv szerinti értéken tartalmazza (nem értékelhet át), míg a második a beolvadó vagyont piaci értéken (amennyiben az ártértelek mellett döntött). Az összefüggés az átalakuló és az átalakulással

létrejövő vagyommérleg-tervezete között az, hogy ez előbbi az utóbbi inputjául szolgál, az első két oszlop az átalakuló tervezetének utolsó oszlopaként adódik.

- **Különbözetek oszlop**

A különbségeket pedig az alábbi oszlopokra oszthatjuk szét.

Különbözetek				
Új belépők vagyoni hozzájárulása	Meglévő tagok pótbefizetése	Kilépő tagok vagyonyáradának kifizetése	Kölcsönös, saját részesedések kiszűrése	Kölcsönös követelések, kötelezettségek kiszűrése

Az átalakulás során lehetőség van arra, hogy **új tagok lépjenek be** a társaságba. Ez esetben az általuk a társasági szerződés tervezetében vállalt pénzeszköz befizetéssel szemben jegyzett tőkét és névérték feletti részvényjegyzés esetén tőketartalék-növekedést kell elszámolni. A kizárólagos pénzbeli hozzájárulást azért kell hangsúlyozni, mert a Gt. 59. § (1) bekezdése szerint – eltérő utasítás hiányában – az átalakulásra az alapításra érvényes szabályokat kell alkalmazni, és a Hpt. 10. §-a értelmében pénzügyi intézmény alapításához a jegyzett tőkét készpénzben kell befizetni.

A **meglévő tagok** (a jogelődök részvényesei) az egyesülési szerződésben **a jegyzett tőke felemelését határozhatják el**, illetve bizonyos körülmények között mindenképp a tőkeemelés mellett kell dönteniük, különben az átalakulás sikertelenné válhat. Ilyen eset lehet az, amikor a kilépő tagoknak kifizetett vagyoni hozzájárulások [Gt. 64. § (4)], illetve a kölcsönös és saját részesedések kiszűrése után a jegyzett tőke a jogszabályban előírt minimális érték alá csökken, amely például bank esetében két milliárd forint [Hpt. 9. § (2)]. Másrészt a Hpt. 74. § (2) bekezdése előírja, hogy a hitelintézetek egyesülése esetén az általános jogutód, illetve az átvevő hitelintézet szavatolótőkéje nem lehet kevesebb, mint az egyesülő hitelintézetek egyesülés előtti szavatolótőkéjének az összege. Amennyiben a fent említett okok miatt az egyesülés során e limit alá csúszna a jogutód, úgy a tulajdonosoknak tőkefeltöltési kötelezettségük van.

Az első közgyűlési döntés során előzetesen felmérésre került, hogy a jogutód

részvénytársaságnak, hitelintézetnek ki kíván a tagja maradni. A tagok alapvető joga, hogy amennyiben nem értenek egyet az átalakulással, **kiválásuk mellett dönthetnek**. Az ezen tagokat megillető vagyonyhányadot ki kell számolni és a vagyommérleg-tervezetben el kell különíteni. A számviteli törvény ezzel kapcsolatban úgy szól, hogy „a különbözetek oszlop tartalmazza az átalakulással létrejövő gazdasági társaságban részt venni nem kívánó tagok (részvényesek) részére kiadásra kerülő eszközöknek és kötelezettségeknek a vagyommérleg-tervezet szerinti értékét és ezek különbözetével azonos értékben a saját tőke (jegyzett tőke, tőketartalék, eredménytartalék) létesítő okirat szerinti csökkenését.”. Hitelintézeteknél ez azonban nem úgy működik, mint a reálszféra vállalkozásainál, hogy a kiváló tag valóban eszközt (például egy munkagépet) vihet magával a vagyonyhányadának fejében. Emiatt ilyen esetben a kisebbségi tulajdonosokkal a pénzbeni elszámolást szokták alkalmazni. A vagyonyhányad kiadásával kapcsolatban a Gt. 64. § (5) bekezdése azt mondja ki, hogy a kiválókvaló eltérő megállapodás hiányában, ezt a vagyonyhányadot legkésőbb a jogutód gazdasági társaság cégbejegyzését követő 30 napon belül kell teljesíteni.

A különbözeten belül a következő két oszlop speciálisan az egyesületekre vonatkozik és azok közül is legfőképpen arra az esetre, ahol az egyesülők a tranzakció előtt üzleti kapcsolatban álltak egymással. Ennek a kapcsolatnak két fajtája lehet: részesedtek egymás jegyzett tőkéjéből, kapcsolatuk miatt kölcsönös követeléseik-kötelezettségeik vannak egymással szemben.

A **kölcsönös részesedésekkel** kapcsolatban a Gt. 73, 74-ik passzusa azt mondja ki, hogy az átalakulással létrejövő gazdasági társaság jegyzett tőkéjében az átvevőnek a beolvadóban, a beolvadónak az átvevőben, illetve az összeolvadóknak a partnerben lévő részesedését nem lehet figyelembe venni. Továbbá a Gt. azt is elrendeli, hogy a jogutód jegyzett tőkéjében nem lehet számításba venni beolvadás esetén a beolvadó, illetve összeolvadás esetén az összeolvadók saját részvényeit. A jegyzett tőke valódiságának érdekében és így a hitelezők védelmében mindezen részesedéseket a tranzakció során ki kell szűrni. Ennek érdekében a jogelőd vagyongmérleg-tervezetében szereplő részesedés értékének csökkenésével szemben kell a névértékben a jegyzett tőkét, a névértéktől való különbözettel pedig az eredménytartalékot módosítani [Sztv. 139. § (4)]. A saját részesedések kiszűrésénél – amennyiben arra a tranzakció során és nem azelőtt kerül sor – hasonlóképpen kell eljárni.

A **kölcsönös követeléseket és kötelezettségeket** szintén ki kell szűrni. Itt a hitelintézetek esetében gondolhatunk egymásnak nyújtott bankközi hitelekre, allízingból származó követelésre vagy egyéb nyújtott szolgáltatásból származó követelésre. Elszámolástechnika tekintetében a jogelődök egymással szemben fennálló követeléseit – kötelezettségeit kell a vagyongmérleg-tervezeteikben szereplő értékben egymással szemben kivezetni. Amennyiben a két hitelintézetnél szereplő összeg eltér egymástól, például a követelésre értékvesztést számoltak el, akkor a különbözet eredménytartalékot érint. Ha a

kötelezettség meghaladta követelést, akkor eredménytartalék-növekedést számolunk el, amennyiben ennek az ellenkezője állna fenn valamilyen okból, akkor az eredménytartalék csökken.

Hitelintézetek kapcsán a követelés kiszűrésnél nem csak mérlegtételekre kell gondolnunk. Előfordult például, hogy a K&H egy felvett hitelét az ABN Amro garanciavállalásával garantálták mérlegen kívüli tételként. Ezt, ha nem szűrnék ki, az abszurd módon azt jelentené, hogy az egyesülés után a bank a felvett hitelét saját maga garantálja. Következésképpen elmondható, hogy az egymással szembeni, mérlegen kívüli követeléseket, kötelezettségeket is át kell fésülni.

- **Oszlop a saját tőke átrendezésére**

Az átalakulással létrejövő társaság vagyongrát bemutató oszlopban a saját tőkén belül már csak jegyzett tőke, tőketartalék, eredménytartalék és lekötött tartalék szerepelhet, és csak pozitív összegben a számviteli törvény alapján. A hitelintézeteknél – ahogy már azt az átalakuló vagyongmérleg-tervezetének harmadik oszlopánál megjegyeztem – szerepelhet általános tartalék is. Annak érdekében, hogy csak ezen tételek és **előjelhelyesen** is jól szerepeljenek, a saját tőke átrendezésére szükség lehet.

Ezek mellett alapvetően két okból kerülhet sor a saját tőke átrendezésére a vagyongmérleg tervezetében:

- A tagok a saját tőke belső szerkezetét az egyesülési szerződésben lefektetett formában meg kívánják változtatni (vagy az előzőek miatt szükségszerűen meg kell változtatniuk).
- Az átértékelés társasági adó hatására és az átalakulás napjáig várható vesztesé-

gekre a lekötött tartalékban tartalékot kell képezni.

A tagok tehát az egyesülési szerződésben kötött megállapodásuk alapján a **jogutód saját tőkéjének szerkezetét átalakíthatják**. Például a jegyzett tőkét más tőkeelem terhére felemelhetik, ha az a törvényi minimumot nem érné el. A számviteli törvény ezen átrendezés korlátjaként azt nevezi meg, hogy az átrendezés után a jegyzett tőke nem lehet magasabb, mint a lekötött tartalékkal csökkentett saját tőke. Illetve még a 140. § (7) bekezdésében szabályozza, hogy az eredménytartalék milyen jogcímenen térhet el az átalakuló vagyonszerkezetében szereplő összestől, de ez a szabályozás olyan tag, hogy alapjában véve nem csökkenti a vállalkozó mozgásterét.

A második esetre rátérve a törvényalkotónak fontos célja, hogy a végleges vagyonszerkezetben szereplő jegyzett tőke ne csökkenjen a vagyonszerkezetben megjelenő értékhez képest. Ennek érdekében az eredménytartalékból le kell kötni az **átalakulás napjáig várható vagyonszerkezet**, illetve a **társasági vagyonszerkezet** **átértékeléséből adódó társasági adó fizetési kötelezettséget**. Ugyanis a társasági vagyonszerkezet, azaz a saját tőke felértékelése adófizetési kötelezettséget keletkeztet, amelynek társasági adóról és osztalékadóról szóló 1996. évi LXXXI. törvény értelmében az átalakulást követő három adóévben, egyenlő részletekben kell eleget tenni. Emellett a vagyonszerkezet átértékelés adóhatásának kettősségét az adja, hogy a kimutatott üzleti, vagy cégérték az eredmény terhére (így a fizetendő társasági adót csökkentve) folyamatos leírással öt

év, vagy annál hosszabb idő alatt számolható el. A két hatás ütemezés szempontjából a fent bemutatottakkal összhangban eltér egymástól, illetve mértékük sem szükségszerűen egyezik meg.

Miután így a különbségeket kezeltük, a saját tőke átrendezését megtettük a vagyonszerkezet-tervezet utolsó oszlopában adódik az átalakulással létrejövő társaság vagyonszerkezetének az értéke. A vagyonszerkezet-tervezetek részletes bemutatása után rátérnek a második közgyűlési döntésre.

3. Második közgyűlési döntés

Az átalakulással kapcsolatban az egyesülésben résztvevő társaságok legfőbb szervei végleges, második döntésüket a vagyonszerkezet-tervezetek és az egyéb elkészített dokumentumok alapján hozzák meg. Annak érdekében hogy ezen iratokat a részvényeseknek legyen idejük megismerni a Gt. kimondja, hogy:

„Az egyesüléssel érintett részvénytársaságok harminc nappal az egyesülési szerződés elfogadásáról döntő közgyűlés napja előtt kötelesek az egyesülési szerződés tervezetét, az egyesülő részvénytársaságok vezető tisztségviselői által készített írásbeli beszámolót, valamint a könyvvizsgálónak, illetve a független szakértőnek az egyesülési szerződés tervezetére és az írásbeli beszámolóra vonatkozó álláspontját tartalmazó jelentést benyújtani az egyesülő részvénytársaságok cégjegyzékét vezető cégbírósághoz.

Az egyesülésről döntő második közgyűlést megelőző harminc nappal az egyesüléssel érintett gazdasági társaságok minden

részvényesének jogában áll, hogy megismerje a közgyűlési döntéshez készített iratokon kívül az egyesülő társaságok utolsó háromévi, a számviteli törvény szerinti beszámolóinak tartalmát is.” [77. § (1)–(2)].

Emellett a vagyonomérleg-tervezetek fordulónapja és a második közgyűlés között maximum három hónap telhet el. Ennek indoka hogy, ezen felül már nem biztosítható a megállapított adatok helyessége, helytállósága. Erre az időpontra kell véglegesen eldönteni, hogy ki kíván a jogutód társaság tagja maradni, illetve kiválni a társaságból. Ekkor véglegesítik a kiválókkal szembeni elszámolás módját és határidejét is. Azon részvényesek esetében, akik pedig a jogutód gazdasági társaság tagjaivá kívánnak válni, meg kell határozni a tervezett jegyzett tőkéből az őket megillető hányadot. A megfelelő előkészítés után ezen részvényesek jogosultak az egyesülési szerződés, illetve beolvadás esetén az átvevő alapító okiratának, összeolvadás esetén pedig a jogutód társaság alapító okiratának az aláírására, amely legalább a Gt. 207. §-ban részletezett elemeket tartalmazza.

Az egyesülésről hozott közgyűlési döntés közzétételét a Céglétszabályzatban az azt követő nyolc napon belül kezdeményezni kell, és két egymást követő lapszámában kell megjeleníteni.

Miután az egyesülés szándéka a tulajdonosok döntésével világossá vált, pénzügyi intézmények esetében a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletének engedélyért kell folyamodni, illetve bizonyos nagyságrendű vállalkozások és tranzakciók felett a Gazdasági Versenyhivatal hozzájárulását is szükséges kérvényezni.

A fentebb említett egyesülési szerződés visszamenőleges hatállyal a szóban forgó engedélyek odaítélése után lép életbe. Az engedély odaítéléséig a Ptk. 215. §-ának értelmében a szerződés még nem érvényes, de a felek a jognyilatkozatukhoz kötve vannak. Az engedélyeztetés kérdését fejtem ki a következő fejezetben.

4. Engedélyeztetés

Először a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletének benyújtandó engedélykérelem jogalapját, kellékeit és az engedélyezési folyamatot tekintem át, majd pedig áttérek a Gazdasági Versenyhivatal engedélyére.

⇒ Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletének engedélye.

A Felügyelet az 1999. évi CXXIV. törvény rendelkezései szerint működik és hatásköre többek között kiterjed a hitelintézetekről és a pénzügyi vállalkozásokról szóló 1996. évi CXII. törvény (Hpt.) hatálya alá tartozó szervezetek, személyek és tevékenységek felügyeletére.

A Hpt. 14. § (1) bekezdés kimondja, hogy számos egyéb ok mellett a hitelintézetek egyesüléséhez, szétválásához, a 15. § (1) bekezdés pedig deklarálja, hogy a pénzügyi vállalkozások átalakulásához, egyesüléséhez és szétválásához a felügyelet engedélyére van szükség.

Ezután a Hpt. a 21. passzusban megismétli a Gt.-ből már ismerős szabályt, miszerint a hitelintézet más típusú hitelintézetté, pénzügyi vállalkozássá, továbbá

pénzügyi vállalkozás hitelintézetté történő átalakítása esetén az alapításra vonatkozó szabályokat kell alkalmazni. Ezután a 22. § (1) bekezdésben tisztázza, hogy a pénzügyi intézmények milyen vállalkozásokkal egyesülhetnek, miszerint pénzügyi vállalkozás kizárólag más pénzügyi vállalkozással egyesülhet, illetve beolvadhat hitelintézetbe. Hitelintézetbe más hitelintézet, pénzügyi vállalkozás és befektetési vállalkozás olvadhat be, illetve hitelintézet más hitelintézettel olvadhat össze. Ezután tér rá a (3) bekezdésben az engedélykérelem tartalmára, amelyet a PSZÁF ajánlásának megfelelő szerkezetben fogok áttekinteni.

Tehát hitelintézet egyesülése esetén az engedélyezésre irányuló kérelemhez a következő iratokat kell benyújtani.

Az ügyvédi ellenjegyzéssel ellátott egyesülési szerződés. Az egyesülési szerződés minimális tartalma már korábban bemutatásra került az első közgyűlési döntés részben. Az e mellé csatolandó engedélykérelem mellékletei a következők: alapítói határozatok / jegyzőkönyvek, hitelintézet szervezeti felépítése, a módosított alapszabály (alapító okirat), három éves üzleti terv, a szabályzatok felsorolása, az egyesülés folytán módosuló szabályzatok, adatszolgáltatásra való felkészültségről nyilatkozat (az egyesülő társaságok informatikai rendszerével kapcsolatban, könyvvizsgálói igazolással), az egyesülést követően a tevékenység megkezdésének tervezett időpontjáról nyilatkozat, befektetési társaság hitelintézetbe való beolvadása esetén, ha a beolvadásával a hitelintézet univerzális hitelintézetté válna, úgy arra vonatkozó engedélykére-

lem a szükséges dokumentumokkal, kiegészítve a kínai fal szabályzattal.

A könyvvizsgáló által hitelesített vagyonszámvizsgáló-tervezet, valamint a kötelezettségek és a követelések állományát tartalmazó kimutatás.

A Hpt. 18. §-ában meghatározott mindazon iratot, amely a végezni kívánt tevékenységi kör engedélyezéséhez szükséges. Amennyiben a jogutód hitelintézet tevékenységi köre megegyezik a jogelőd hitelintézetek vagy azok egyikének tevékenységi körével, az említett iratok benyújtása nem szükséges.

Olyan adatokat, amelyekből a Hpt. 74. § (2) bekezdésében foglalt feltétel fennállása megállapítható. A Hpt. kimondja, hogy a hitelintézetek egyesülése esetén az általános jogutód, illetőleg az átvevő hitelintézet szavatoló tőkéje nem lehet kevesebb, mint az egyesülő hitelintézetek egyesülés előtti szavatoló tőkéjének összege. Ezzel az intézkedéssel a jogalkotó azt kívánja megakadályozni, hogy az egyesülés esetleges tőkekivonással játszódhasson le, amelynek eredménye a hitelintézet kockázatoságának növekedése, hiszen a lehetséges veszteségek esetére a helytállásra felhasználható tőke mennyisége csökkenne. Így a szavatoló tőkéről alakulásáról kimutatást kell készíteni, amely tartalmazza mind a jogelőd, mind a jogutód pénzügyi intézmények szavatoló tőkéjének összetevőit, azaz az alapvető és járulékos tőkeelemeket.

Az engedélyeztetési eljárást némileg egyszerűsíti az a rendelkezés, hogy összeolvadás esetén (tehát amikor a jogelődök megszűnnek és egy új társaság alakul) a Felügyelet az alapítás és a működés megkezdésének engedélyezésével kapcsolatos

határozatot egy eljárásban is meghozhatja. (Hpt. 24. §).

Az összes szabályzat elkészülte után a felügyelet vizsgálni fogja ezeknek az egyesülési szerződéssel, illetve az alapító okirattal való összhangját, és minden tényező figyelembe vételével dönt az engedély odaítéléséről. Mivel azonban a Hpt. alapján a Felügyeletnek a pénzügyi intézmények egyesüléséhez adott engedélye nem pótolja a Gazdasági Versenyhivatal engedélyét (23. §) ezt a kérdést a következő pontban fogom górcső alá venni.

⇒ A Gazdasági Versenyhivatal engedélye.

A gazdasági törvény 72. § (5) bekezdése kimondja, hogy az egyesülések során a Verseny törvénynek (1996. LVII. tv.) a vállalkozások összefonódásáról szóló rendelkezéseit is alkalmazni kell. E törvény az összefonódások (koncentráció) címszó alatt említi, ha két vagy több előzőleg egymástól független vállalkozás összeolvad [23. § (1)].

Meghatározott küszöbérték felett az összefonódáshoz a Gazdasági Versenyhivatal engedélyét kell kérni. Ezt a törvény az előző üzleti évben elért nettó árbevétellel méri. Amennyiben az egyesülők összárbevétele elérte a 10 milliárd forintot, és az egyesülésben résztvevő legalább két vállalkozás árbevétele 500 millió forint felett van engedélyre van szükség [24. § (1)]. A törvény gyorsan pontosít is, a pénzügyi intézmények esetében árbevétel alatt a mérlegfőösszeg tíz százalékát kell érteni. Következésképpen a pénzügyi intézményeknek – a PSZÁF engedélyen

felül – akkor kell még a Versenyhivatal engedélyéért is folyamodniuk, ha az előző üzleti évben az együttes mérlegfőösszegük elérte legalább a 100 milliárd forintot, és a tranzakcióban résztvevő legalább két intézet mérlegfőösszege minimum 5 milliárd forint volt.

A törvény közvetlenül résztvevő vállalkozásoknak nevezi azokat, amelyek között az összefonódás létrejön [26. § (1)]. Ez amiatt kerül előtérbe, mert az egyesülési szerződés aláírása után a közvetlenül résztvevőnek kell az engedélykérelmet benyújtania [28. § (1)–(2)], a PSZÁF-nak címzett engedélykérelemmel egy időpontban [28. § (3)].

A Versenyhivatal az engedély kiadásáról a kérelem kézhezvételétől számított 90 napon belül dönt, amely határidő indokolt esetben 60 nappal meghosszabbítható. Az engedély iránti kérelem elbírálásakor mérlegeli az összefonódással járó előnyöket és hátrányokat, és tekintetbe veszi a szakmai Felügyelet (PSZÁF) állásfoglalását. Ennek során vizsgálja különösen az érintett piacok szerkezetét; az érintett piacokon fennálló vagy lehetséges versenyt és az összefonódás végső fogyasztókra gyakorolt hatását [30. § (1)]. Nem tagadhatja meg az engedélyt, ha az összefonódás nem hoz létre vagy nem erősít meg gazdasági erőfölényt, nem akadályozza meg a hatékony verseny kialakulását, fennmaradását vagy fejlődését az érintett piacon vagy annak jelentős részén, illetve ha az összefonódással járó előnyök meghaladják az abból származó hátrányokat [30. § (2)]. Végeredményképpen az ügyben eljáró versenytanács határozatban dönt a kérelem elfogadásáról vagy elutasításáról.

Az engedélyeztetési eljárást cégbejegyzési kérelem követi, amely a következő pontban mutatok be.

5. Cégbejegyzési kérelem

A társaságok cégbejegyzési eljárását a cégtörvény (1997. évi CXLV. tv.) szabályozza. Az egyesületekről e törvény 37. §-a (összeolvadás) és 38. §-a (beolvadás) rendelkezik. Összeolvadás esetén a bejegyzési kérelmet a jogutód, beolvadás esetén pedig az átvevő cég székhelye szerinti Cégbíróságon kell előterjeszteni az egyesülési szerződés aláírásától számított hatvan napon belül, és a kérelemben egyidejűleg kérni kell az összeolvadók, illetve a beolvadó cégnyilvántartásból való törlését is.

A kérelemhez a következő iratokat kell csatolni pénzügyi intézmények esetében:

- az egyesülési szerződést;
- a Gazdasági Versenyhivatal engedélyét, vagy a vállalkozás nyilatkozatát arról, hogy az engedélyre nincsen szükség;
- a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletének engedélyét [23. § (3)].

Az a praktikus kérdés merül fel mindezzel kapcsolatban, hogy a két engedély nem biztos, hogy elkészül az egyesülési szerződés aláírásától számított 60 napon belül, még abban az esetben sem, ha a kérelmeket még aznap beadták, hiszen a fentiekben láttuk, hogy a versenytanács eljárásának időtartama alapesetben 90 nap is lehet. Ebben az esetben az a saját értelmezésem, hogy határidőn belül be kell adni a cégbejegyzési kérelmet jelezve, hogy az engedélykérelmek elbírálása

folyamatban van. Természetesen a Cégbíróság a jogutódot bejegyezni csak akkor fogja, hogyha ezek az engedélyek már a kezében vannak.

6. Végleges vagyommérleg

A cégbejegyzés napját követő legkésőbb 90 nappal az átalakuló és az átalakulással létrejövő társaságnak végleges vagyommérleget kell készítenie. Mindemelllett az átalakulással megszűnő társaságoknak (beolvadónak, összeolvadónak) ugyan ezen a napon (cégbejegyzés) az analitikus és szintetikus nyilvántartásaitak le kell zárni, és a végleges vagyommérleget megelőzően tevékenységet lezáró éves beszámolót kell készíteni, illetve azt auditáltatni kell. Az átalakulással meg nem szűnő társaság (egyesülésnél az átvevő) végleges vagyommérlegét folyamatos könyvelés mellett készíti el, nyilvántartásait nem zárhatja le, az átalakulás során átvett eszközöket és kötelezettségeket és ezek különbözeteként a saját tőkét folyamatos könyvelés mellett számolja el. A jogutód társaság a végleges vagyommérleg szerinti értéken veszi át a beolvadó, összeolvadók eszközeit, és a továbbiakban ez lesz az eszköz bruttó értéke. Ez azt jelenti, hogy ha könyv szerinti értéken történik az egyesülés, akkor a korábbi nettó érték lesz a jogutód bruttó értéke az adott eszközre nézve. Továbbá az átvétel során ki kell szűrni – a már korábban említett – egyes részesedéseket, nevezetesen a beolvadó saját részvényeit, az átvevő beolvadóban, illetve a beolvadónak az átvevőben lévő részesedését. Ezt, illetve a

kölcsönös követelések-kötelezettségek során keletkezett különbözeteket szintén a saját tőkével szemben kell elszámolni.

A végleges vagyommérleget a számviteli törvény 141. § (2) bekezdése alapján a vagyommérleg-tervezetekkel azonos szerkezetben kell elkészíteni, az abban található értékeket kiindulópontnak vevési, és rendezési azon kérdéseket, hogy a saját tőke változását miképpen kell elszámolni, illetve a jegyzett tőke értékét a tervezetekben szereplő és a Cégbíróságon bejegyzett értékhez képest mikor kell leszállítani.

A vagyommérleg-tervezet napjától a cégbejegyzés napjáig akár 210 nap is eltelhet (vagyommérleg-tervezet napja – második közgyűlés időpontja [egyesülési szerződés aláírása] maximum 90 nap, egyesülési szerződés aláírása – cégbejegyzési kérelem maximum 60 nap, kérelem elbírálása – cégbejegyzés 60 nap). Mialatt közben a társaság folyamatosan működik, eredményt termel a legnagyobb valószínűséggel a végleges vagyommérleg szerinti saját tőke értéke el fog térni a tervezet szerinti értéktől. Ezt a különbözetet a tőketartalék javára kell elszámolni, illetve amennyiben negatív a tőketartalék pozitív összegéig a tőketartalékot, majd az eredménytartalékot kell csökkenteni.

A vagyommérleg-tervezetben szereplő jegyzett tőkét két esetben kell leszállítani. Egyrészt a Gt. értelmében amennyiben az átalakulással létrejövő társaság végleges vagyommérlegében szereplő, jegyzett, de be nem fizetett tőkével növelt, lekötött tartalékkal csökkentett saját tőke értéke alacsonyabb, mint a Cégbíróságon bejegyzett jegyzett tőke, akkor a

jegyzett tőkét le kell szállítani. Ezzel kapcsolatban jegyezem meg, hogy a végleges vagyommérlegben már szerepelhet jegyzett, de be nem fizetett tőke, mégpedig a jogelődök részvényesei, illetve az új belépők által elhatározott tőkeemelés Cégbírósági bejegyzésig be nem fizetett mértékében.

Másrészt a jegyzett tőkét abban az esetben is le kell szállítani, ha az átalakulással létrejövő társaság végleges vagyommérlegében szereplő, elkülönített, saját tőke / mérlegfőösszeg arányában a jegyzett tőkét alkotó eszközök értéke nem éri el a vagyommérleg-tervezetben lévő jegyzett tőke értékét. Ez azt jelenti, hogy ebben az esetben ismét meg kell jelölni a jegyzett tőkét alkotó eszközöket, amelyeknek azonban nem kell (nem is lehetnek) szükségszerűen azonosnak lenniük a vagyommérleg-tervezetben megjelölt eszközökkel. Úgy gondolom, hogy ezen okból jegyzett tőke leszállításra akkor kell, hogy sor kerüljön, ha a hitelintézet a végleges vagyommérlegében nem tud annyi – a Cégbíró által elfogadott – eszközt megjelölni, amennyi arányosan a tervezetben meghatározott jegyzett tőkét kitenné.

A számviteli törvény szabályozza azt is, hogy a végleges vagyommérlegben a cégbejegyzés napjáig a kiváló tagoknak még ki nem fizetett vagyonhányadot a kötelezettségek között kell kimutatni. Ezen felül arra az esetre, ha a jogutód cégbejegyzését a Cégbíróság elutasítaná, illetve a jogelődök kérelmüktől elállnának, úgy rendelkezik, hogy ekkor végleges vagyommérleget nem kell készíteni, és a társaság(ok) könyveiben az átalakulással kapcsolatos elszámolások nem jelenhetnek meg.

A fentiekben végigvettük egy pénzügyi intézmény összeolvadásának, beolvadásának társasági jogi, számviteli vonatkozásait. A következő részben egy minden tranzakcióban megjelenő fontos elemmel ismerkedünk meg, nevezetesen a pénzügyi intézmény specifikus üzleti értékeléssel, amelyet módszertanilag nem csak az egyesülések, hanem a felvásárlások (vállalati körbe való bekerülés tulajdon megszerzése után) során és egyéb esetekben is alkalmazhatunk.

HITELINTÉZETEK ÜZLETI ÉRTÉKELÉSE AZ EGYESÜLÉS KAPCSÁN

Ebben a részben a hitelintézetek üzleti értékének megállapítására szolgáló módszereket és alkalmazásukat mutatom be, különös figyelmet szentelve az egyesülések kapcsán folyó értékelésre. A klasszikus beolvadási és egyesülési tranzakciók a legtöbb esetben a részvénytcsere módszerével mennek végbe, emiatt a deduktív módszert követve először megválaszolom a kérdést, hogy az egyesülés kapcsán miként kell megállapítani a részvény cserearányokat, majd áttekintem az ennek inputjául szolgáló értékelési feladatokat. Ezen fontos inputok közé tartozik az egyes, tranzakcióban résztvevő hitelintézetek üzleti értéke egyrészt, illetve másrészt a köztük lévő szinergiahatások értéke. A következőkben ezen kérdéseket fejtem ki.

⇒ **Részvény-cserearányok megállapítása.**

A továbbiakban az egyesülés két típusa esetén való cserearány megállapítására

koncentrálok. Itt jegyzem meg, hogy a cserearányokat, mind a könyv szerinti sajáttőke-érték, mind az üzletértékeléssel megállapított saját tőke érték alapján meg lehet határozni. Maga a számítás a bemenő adatok tekintetében nem mutat eltérést, de az üzletértékelés – főleg a hitelintézetek esetében – több buktatót rejt, emiatt azzal a későbbiekben részletesen foglalkozom.

1. Beolvadás

Beolvadás esetén az átalakulással közvetlenül érintett vállalkozás (beolvadó) megszűnik és az átvevő változatlan társasági formában működik tovább.

Annak érdekében, hogy az átvevő vállalkozás egy részvényre jutó saját tőkéje a beolvadás után továbbra is változatlan maradjon a részvény-cserearány a következőképpen kerül megállapításra:

Részvény cserearány = Beolvadó társaság részvényének értéke / Átvevő társaság részvényének értéke

A beolvadó társaság részvényeseit az átadó társaság részvényeiből a következő mennyiség illeti meg:

Kibocsátandó új részvények száma =
Részvény cserearány \times beolvadó részvé-
nyeinek száma

Így az átvevőnél a következő jegyzett
tőke növekedést kell elkönyveljük:

Jegyzett tőke növekedése = Kibocsá-
tandó új részvények száma \times átvevő rész-
vényeinek névértéke

Amiatt, hogy a névérték és az egy rész-
vényre jutó saját tőke érték eltér egymás-
tól (azaz névérték feletti kibocsátásra ke-
rül sor), ársziót kell elszámolnunk tőketar-
talék növekedésként.

Tőketartalék növekedése = (egy rész-
vényre jutó saját tőke érték – névérték) \times
kibocsátandó új részvények száma

A fentiek szerint kell eljárni abban az
alapesetben, amikor az átvevő és beolva-
dó vállalkozás nincsen előzetes kapcsola-
tban egymással, azaz nem részesednek
egymás jegyzett tőkéjében, illetve ha a
beolvadónak nincsen saját részvény a tu-
lajdonában. Ezt a helyzetet némiképp bo-
nyolítja így a következő négy eset:

1. Az átvevő cégnek részesedése van a
beolvadó cégben.

Itt annyi az eltérés az alapesettől, hogy
az átvevőnek csak a nem általa bir-
tokolt részvények után kell új rész-
vényt kibocsátania, és így ezen része-
sedést a társasági törvénnyel össz-
hangban a jogutód jegyzett tőkéjének
megállapításánál már nem lehet figye-
lembe venni.

2. A beolvadó cég részesedik az átvevőben.
A társasági törvény ebben az esetben
sem engedi, hogy ezt a részesedést fi-
gyelembe lehessen venni az új jegyzett
tőke megállapításánál. Emiatt a beol-
vadó által birtokolt részvények számá-

val csökkentve kell megállapítani a ki-
bocsátandó részvények számát.

3. A két cég kölcsönösen részesedik egy-
más jegyzett tőkéjéből.

Ez az eset a fenti kettő metszete, és a
kezelése is ennek megfelelően alakul.

4. A beolvadó saját részvényt birtokol.

A Gt. alapján ezt szintén nem lehet a
jogutód jegyzett tőkéjének megállapításá-
nál figyelembe venni [73. § (3)], így azt
vagy a tranzakció előtt, vagy annak során
ki kell szűrni.

Az egyesülések motiváló tényezője a
tranzakció kapcsán realizálható szinergia-
hatás, amelynek kezelése a csereará-
nyok megállapításánál specialitásnak
számít. A kalkuláció előtt el kell dönteni,
hogy a számszerűsített szinergiahatást az
átvevőnek, a beolvadónak, vagy részben
az egyiknek, részben a másiknak tulajdo-
nítjuk. Ezután a társaság üzleti értékéhez
hozzáadjuk a szinergia értékét, és ennek
az összegnek a társaság részvényeinek
számával való elosztásával kapjuk meg
az egy részvényre jutó piaci értéket. In-
nentől pedig megegyezik a számítások
menete.

A következő pontban analóg módon az
összeolvadásokkal kapcsolatos részvény
cserearány számítására térek ki.

2. Összeolvadás

Összeolvadás esetén a tranzakcióban
résztvevő valamennyi (minimum két)
vállalkozás a cégbejegyzés időpontjában
jogutódlással megszűnik, és az össze-
olvadás eredményeképpen új társaság
alakul.

A Gt. 74. § (2) bekezdésének értelmében az összeolvadók saját részvényeit, illetve kölcsönös részesedéseit a jogutód gazdasági társaság jegyzett tőkéjének megállapításánál nem lehet figyelembe

venni, tehát ezeket a tranzakció során ki kell szűrni. Az előző részben bemutatott, átalakulással létrejövő társaság vagyonszámvetésének utolsó oszlopában kialakul a jogutód saját tőke és ezen belül jegyzett tőke értéke. Ezen jegyzett tőke értékében való részesedések arányát az összeolvadó társaságok tulajdonosai a GT. 75. § (1) bekezdés d) pontja szerint az egyesülési szerződés keretében elkészítendő társasági szerződésben (zártkörű rt.-nél alapító okiratban) meghatározhatják.

A közös vállalati érték meghatározásának modellje a következő:

A jogutód társaság jegyzett tőkéjéből való részesedés mértékét a szinergiák értékének és a tranzakció költségének társaságokhoz való rendelése után meg lehet határozni. Miután rendelkezünk ezzel az értékkel könnyen kalkulálható az új társaság egy részvényének az értéke. Innen pedig a részvény cserearány számítás, azaz hogy az összeolvadó egy részvénye után hány részvényt szerez a jogutódból már a beolvadásnál bemutatottakkal analóg módon történik. A fenti példákban (beolvadás esetei) és a jelen modellből is látszik, hogy részvény cserearány számítás nélkü-

lözhetetlen bemeneti adata a társaságok üzleti értéke, illetve a szinergiahatások értéke. A következőkben áttekinthető, hogy e két tényezőt hitelintézetekre specifikusan miként lehet kalkulálni.

⇒ Értékelési módszerek.

A következő három pont bemutatja a hitelintézetek értékelésének három leggyakrabban használt módszerét, illetve példákon keresztül illusztrálja az alkalmazásuk során felmerülő gyakorlati problémákat.

1. Mérleg / eszköz alapú megközelítés

Az alapvető filozófiája ennek a módszernek az, hogy a bank értéke megegyezik a nettó eszközeinek (eszközök – kötelezettségek) piaci értékével, amelyet növelhet még az immateriális javak közé tartozó good-will értéke. A hitelintézetek esetében kifejezetten jól használható a módszer, mert ez a piaci érték – az eszközök és kötelezettségek esetében – közel esik a könyv szerinti értékhez, ahogy ez az előző részben már bemutatásra került.

Ezt az értékelési módszert meglehetősen gyakran használják, tekintsünk most két speciálisabb esetet.

Egyrészt a veszteséges bankok értékelésénél, amikor nem lehet számítani arra, hogy a következő egy-két évben ebben az állapotban pozitív változás következik be, azaz nyereségesé válik.

Másrészt, amikor a vevő egy különálló bankfiókot kíván megvásárolni. Ekkor automatikusan felvetődik az a nem triviális kérdés, hogy mit is vesz meg valójában. A tulajdonába nem csak egy ingatlan és berendezési tárgyak, tárgyi eszközök (amelyhez ingatlan és eszközértékelés is elegendő lenne) kerülnek át, hanem a legtöbb esetben ügyfél, betét és kihelyezés-állomány is. De míg egyes bankfiókok elkülönült üzleti egységként működnek, addig másokhoz csak korlátozottan lehet hozzárendelni a tranzakciók (pl. vállalati kihelyezések) egy részét. Mindenesetre – mivel a fiók értékét az ügyfélállomány adja – az ügyfeleket a vevőnek a tranzakció során és után meg kell tartania.

A módszer keretében értékelni kell tehát a hitelintézet követeléseit (pl. hitelek,

pénzügyi lízingek), portfóliójában tartott értékpapírokat, tárgyi eszközeit, továbbá a rövid és hosszú lejáratú kötelezettségeit (pl. betétállományát, kibocsátott értékpapírjait). Az így kialakult értéket növelheti a bank “franchise”-ából adódó good-will, de ennek a koncepciónak az alkalmazásával kapcsolatban a szakirodalom is megosztott.

Mindezek alapján a következő egyszerű levezetésből adódik a hitelintézet (bankfiók) értéke:

1. Nettó eszközérték

Eszközök mérleg szerinti értéke
– Kötelezettségek mérleg szerinti értéke

2. Értéknövelő tényezők

+ Alulértékelt eszközök, túlértékelt források átértékelési különbözete
+ Mérlegen kívüli követelések piaci értéke
+ Good-will érték (lásd fenn)

3. Értékcsökkentő tényezők

– Túlértékelt eszközök és alulértékelt kötelezettségek átértékelési különbözete
– Mérlegen kívüli kötelezettségek piaci értéke

Σ **Hitelintézet (bankfiók) értéke**

Ez a képlet feltételezi tehát, hogy meg tudjuk állapítani **az eszközök, kötelezettségek piaci értékét** (átértékelési különbözet = piaci érték – mérleg szerinti érték), a **mérlegen kívüli tételek**, valamint **a good-will** értékét. Miután a bankok mérleg eszközeinek és mérlegen kívüli tételeinek a (piaci) értékeléséről számos esetben esik szó a szakirodalomban (gondolva a fair value megközelítésre és a

második esetben többek között az opció-árazási-modellekre) a továbbiakban azt kívánom megvilágítani, hogy mit értek a fenti good-will érték alatt.

– **Good-will értéke**

A magyarországi bankértékelési projektekben alapvetően két fő tényezőt szoktak számításba venni a good-will kategóriájában¹: Képzett munkaerő értékét; Állandó betétállomány (core deposits) értékét.

A következőkben a fenti két pontra térek ki.

– **Képzett munkaerő értéke**

Ez alatt például a felvásárlások és egyesülések esetén azt a megtakarítást szokták érteni, amelyet az átvevő azzal realizál, hogy nem kell új munkaerőt felvennie, és arra a felkészültségi szintre kiképeznie, amelyen a jelenlegi alkalmazottak vannak.

– **Állandó betétállomány (core deposits) értéke**

A hitelintézet specialitása a reálszféra vállalkozásaihoz képest, hogy nem csak az eszközeik működtetésével tudnak eredményt realizálni, és így értéket teremteni, hanem forrás oldali értékteremtésre is lehetőségük van. Azáltal, hogy jogosítványa van betétgyűjtésre a piaci költség (alternatív források költsége) alatt tud forrásokhoz jutni. Ezt a költségmegtakarítást szokták a core deposit értékelés alapján good-will-ként elismerni.

A módszer három lépésből épül fel: a **megfelelő (betét)számlák azonosítása, a számlák azon egyenlegének megállapítása**, amelyek múltbeli adatok alapján tartósan rendelkezésre állnak, illetve ezen számlák, **egyenlegek kifutásának az előrejelzése**. Itt a bank átvilágítása során elsősorban a folyó, megtakarítási és betét-számlákat veszik figyelembe. Miután a számlákat és viszonylag állandó egyenlegeket azonosítottuk, e számlák kifutását - azaz azt hogy ezen betéteket a számlákról milyen ütemben fogják kivenni - határozzuk meg. Ugyanis az állandó betétállomány értékelésénél, csak a már meglévő betétekkel számolunk, a később gyűjtendőket nem vesszük számításba. Tekintsük át az elmondottakat egy egyszerű példán.

– **Példa – core deposit értékelés**

X bank betéteinek vizsgálata során úgy találta, hogy 1000 betéte tekinthető állandónak, amelyet minden valószínűség szerint az év végéig a számlákon is fognak tartani. Előrejelzései szerint ezen állományt fokozatosan öt év alatt fogják felvenni. A betétállományból adódó költségmegtakarítás számszerűsítéséhez a múltbeli kamatalakulás elemzése után az infláció csökkenésének figyelembevételével extrapolálta a betéti és bankközi kamatoikat. Mindezen információkat a 3. táblázat foglalja össze.

¹ Interjú Fülöp András és Mért Balázs bankértékelési szakértőkkel, Deloitte & Touche, Financial Advisory Services, 2002. április 12.

3. táblázat

	1. év	2. év	3. év	4. év	5. év	6. év
Állomány	1000	750	600	400	200	0
Bankközi kamat	8%	7,5%	7,2%	6,5%	5%	
Betéti kamat	4%	3,5%	3,4%	3%	2,5%	
Megtakarítás*	40	30	22,8	14	5	

* Az első évre a megtakarítás kalkulációja: $1000 * (0,08 - 0,04) = 40$. Megtakarítás alatt azt értem, hogy az eszközöket a bankközi források költségénél alacsonyabb költséggel betétgyűjtés által tudja finanszírozni. Ezen megtakarításokat ezután a forrás alternatíva költségével (amely a jelen esetben az első év bankközi kamatának költsége, azaz 8%) lediszkontálva 94,5-es értéket kapunk, amely tehát az állandó betétek good-will értéke.²

Így a good-will érték meghatározásával és a fenti képlet összegzésével megkapjuk a hitelintézet értékét, amely egy minimum értéknek tekinthető, hiszen a good-will érték számításnál nem kalkulálunk a betétállomány esetleges jövőbeni növekedésével, valamint a betétállomány által generált egyéb bevételekkel.

A módszer bemutatása után folytatásként rátérek a hitelintézetek értékelésének piaci megközelítésére.

2. Piaci megközelítés

A piaci megközelítés sarokköve, hogy a piacon megfigyelhető, hasonló felvásárlási, összeolvadási tranzakciók során kialakult vállalati értékek felhasználhatóak bizonyos módosításokkal egy adott ügylet értékeléséhez. Korrekciókra amiatt van szükség, mert két vállalat a valóságban sosem teljesen hasonló egymással, egyes jellemzőkben mindenképp eltérnek.

A módszer alkalmazásának lépései a következők:

- Értékelendő hitelintézet elemzése;
- Összehasonlítható tranzakciók azonosítása;
- Szükséges korrekciók elvégzése.

A következőkben e pontokról lesz szó.

Értékelendő hitelintézet elemzése.

Annak érdekében, hogy megfelelő összehasonlítható hitelintézetet találjunk tisztában kell lennünk az értékelendő tulajdonságaival. A külső tényezőkre tekintettel ismerni kell az adott piaci környezetet, az azt befolyásoló adó és jogszabályokat, a piacon kialakult versenyhelyzetet. A legfontosabb belső tényezők a hitelintézet mérete (mérlegfőösszege), növekedése, eszközeinek és forrásainak összetétele, hitelportfóliójának minősége és múltbeli

² A számításnál az egyszerűsítés kedvéért nem veszem figyelembe az egyes betét- illetve folyószámlák adminisztrációs költségeit, illetve a betétek utáni kötelező tartalék hatását.

jövedelmezősége (eszközarányos megtérülés, saját tőke arányos megtérülés).

Összehasonlítható tranzakciók azonosítása. Itt az a cél, hogy olyan minél inkább hasonló felvásárlási, összeolvadási tranzakciót találjunk, amely során az árazás teljes mértékben piaci körülményeket, feltételeket tükröz. Számunkra releváns információt az elmúlt pár évben lezajlott tranzakciók hordoznak, mert feltételezhető hogy a piaci környezetben azóta lényeges változás nem állt be.

Ennél a feladatnál több akadályba, problémába ütközhetünk:

- **Információ rendelkezésre állása**, hiszen zártkörűen működő vállalatok esetén ritkán kerül a napvilágra az értékelés eredménye.
- **Összehasonlítható tranzakciók alacsony száma** a magyar bankpiacon.

A második problémát megoldandó és tekintettel arra, hogy egy megalapozott értékbecsléshez legalább 5-6 ügylet adataira van szükség egyrészt alkalmazhatjuk a közép-kelet európai régió bankpiaci tranzakciói során kialakult értékeket, másrészt tekinthetjük, hogy ugyanezen régió tőzsdéi miként értékelik a hitelintézeti részvényeket.

Az első megoldással és általában a más tranzakciók során alkalmazott vételárakkal, illetve piaci érték / könyv szerinti érték (P/BV), piaci érték / eredmény (P/E) szorzószámokkal az a legjelentősebb elméleti probléma, hogy nemcsak a célvállalat, mint különálló entitás értékét (fair piaci érték), hanem a felvásárló által fizetett prémiumot is tükrözik.

A második, azaz a tőzsdei megközelítéssel kapcsolatban kezelendő, hogy a

tőzsde a kisebbségi részesedések értékét árazza. Márpedig a tranzakciók során a GT. terminológiájával élve többségi (50%+), illetve közvetlen irányítást biztosító (75%+) részesedések cserélnek általában gazdát, emiatt a témával foglalkozó tanulmányok alapján egy +30-40%-os kontrollprémium alkalmazása indokolt, tehát ha az összehasonlítható hitelintézetek tőzsdeiek, és a részvényárfolyamaikat használjuk, azt ezen prémiummal kell növelni.

Tekintsük át azokat – az értékelendő hitelintézet elemzésénél már említett – kulcstényezőket, amelyeket figyelembe kell venni az összehasonlítható ügyletek kiválasztásánál:

- Piac típusa – hasonló piacon és környezetben működő hitelintézetet választunk.
- Mérlegfőösszeg – nem tanácsos olyan összehasonlítást alkalmazni, ahol az eszközállomány kevesebb, mint az értékelendő eszközeinek fele, vagy több mint a duplája.
- Növekedés – az eszközállomány növekedési sebessége az egyik értékteremtő tényező, ezért célszerű hasonlóan gyorsan növekedő bankot választani.
- Jövedelmezőség – ez a tényező van leginkább hatással az értékre.
- Fizetés módja (a vételár eltérhet pl. készpénzes vagy részvényekkel finanszírozott felvásárlás esetén).

Szükséges korrekciók elvégzése. A fentiekkel összhangban módosítások elvégzése szükséges, ugyanis két hitelintézet tranzakció valamely tekintetben mindig eltér egymástól. Tekintsük az egy régióbeli bankok következő hipotetikus példá-

ját, amely a fenti lényeges tényezők mellett tartalmazza a felvásárlás során kialakult piaci érték / eredmény (P/E), illetve

piaci / könyv szerinti érték hányadosokat (P/BV). A célunk az X bank saját tőke értékének megállapítása (4. táblázat).

4. táblázat

Név	Piac (országkockázati felár (%))	Dátum (Mrd Ft)	Mérlegfő-összeg (%) [*]	Eszköz növekedés	ROA (%) [*]	P/E	P/BV
Bank1	Ország1 (+3%)	2001 jan.	1800	+12%	1,3%	12,5	1,2
Bank2	Ország1 (+3%)	2001 márc.	1475	+13%	1,4%	16	1,15
Bank3	Ország1 (+3%)	2000 szept.	1389	+15%	1,25%	13	1,25
Bank4	Ország2 (+5%)	2000 dec.	1618	+16%	1,18%	14	1,1
Bank5	Ország2 (+5%)	2001. okt.	1765	+12%	1,42%	14,5	1,05
Bank6	Ország2 (+5%)	2001. dec.	1680	+13,5%	1,23%	11	1,18
Átlag	4%		1621,2	+13,6	1,3%	13,5	1,16
X bank	+3%	2002. szept.	1500	+14%	1,1%		

* Ezek az értékek az utolsó öt év átlagát mutatják

A példa adatai alapján látható, hogy az X bank esetében alacsonyabb piaci kockázattal kell számoljunk, illetve hogy a bank méretében kisebb, kevésbé jövedelmező, de viszont gyorsabban növekszik, mint az összehasonlító csoport. Feltéve, hogy a gyorsabb növekedést a visszatartott eredményéből finanszírozni tudja, ezt pozitív értéknövelő tényezőnek tekintjük, ellenkező irányban hat azonban az alacsonyabb jövedelmezőség. Ez alapján indokoltnak tűnik egy 12-es P/E mutatóval számolni, amely 15 milliárd forintos ez évi adózott eredmény mellett 180 milliárd forintos vételárhoz vezet. Hasonlóképpen logikus egy átlagosnál alacsonyabb, 1,05-ös P/BV értékkel számolni, amely 150 milliárd forintos könyv szerinti saját tőke érték mellett 157,5 milliárd forintos vételárat jelent. A két ár átlagként 168,75 milliárd forintos vállalati érték adódik.

A fenti példában az alkalmazandó szorzószámot az ismert körülmények figyelembevételével az értékelő saját belátása szerint határozta meg. Ennél azonban létezik egzaktabb módszer is, amelynek két lépése:

- az értékelés alapjául szolgáló mennyiség normalizálása,
- az alkalmazott szorzószám módosítása az összes jövedelemtermelő-képességre hatással lévő értéktényezővel.

Tegyük fel, hogy a célbankot a piaci módszerrel és P/E mutatók alapján értékeljük. Ekkor az értékelés alapjául szolgáló mennyiség az adott évi adózott eredményt. Ezt az eredményt célszerű megtisztítani a rendkívüli tételek hatásától. Tehát például, ha az adott évben a bank egyik ingatlanját nyereséggel értékesítette, akkor ezt kiszűrjük az eredményből.

Ezt követi az összehasonlító bankok (peer group) csoportjából kapott átlagos

P/E érték módosítása. Például a fenti hat bank átlagosan kockázatosabb körülmények között működik, emiatt hogy az átlagos P/E ráta kevésbé kockázatosabb környezetben is megállja a helyét azt felfelé kell módosítani. De mennyivel is?

A korrekció mértékének kiszámítására az általános módszer a sztenderd Cash Flow összehasonlítása eltérő paraméterek mellett örökjáradék jelleggel, majd a kétféle CF százalékos arányának meghatározása. Nézzük ezt a példán keresztül:

X bank országában a befektetők egy ilyen befektetéstől 15%-os hozamot várnak el, míg ha 1%-kal megnő az országkockázat az elvárt hozam 16%-ra nő. Két örökjáradékkal vizsgáljuk meg ennek az értékváltoztató hatását. (Az örökjáradék jelenértéke a $PV = CF / r$ képlettel kalkulálható, ahol CF az éves járadék és r az elvárt hozam.)

$$\frac{100}{0,15} = 666,67$$

$$\frac{100}{0,16} = 625$$

Tehát az amúgy teljesen hasonló, de kevésbé kockázatos befektetés 6,67 százalékkal többet ér ($666,67 / 625 = 1,0667$), így az átlagos P/E rátát ennyivel módosítjuk felfele $13,5 \times 1,0667 = 14,4$.

Hasonlóképpen megfelelő feltételezésekkel végigvesszük az értékmodosító tényezők hatását, tehát korrigálunk az eltérő jövedelmezőség, növekedés, specifikus kockázatok, méret, tőkemegfelelés és a más fokú likviditás hatásával (korlátozott értékesíthetőség miatt diszkontot kell al-

kalmazni amennyiben nem egy tőzsdén jegyzett társaságot értékelünk). Utolsó lépésben a megtisztított értékelési alap és a módosított szorzószám szorzataként adódik a vállalati érték.

A piaci megközelítés bemutatása után az értékelések során talán leggyakrabban alkalmazott jövedelmi megközelítés, azaz a diszkontált cash-flow módszer hitelintézet-specifikus áttekintése következik.

3. Jövedelmi megközelítés

E módszer sarkköve, hogy a hitelintézet – mint a feltételezések szerint végtelenségig működő entitás – értéke megegyezik az általa a jövőben generált jövedelmek jelenértékével. Ebből kitűnik, hogy a módszer csak folyamatos működés esetén használható, így felszámolás esetén nem alkalmazható. Emellett problémás az alkalmazás akkor is, ha a banknak csak egy része (és nem egy elkülönült üzleti egysége) kerül értékelésre, amelynek az eredményhez, pénzáramlás teremtéshez való hozzájárulása nehezen értelmezhető.

Az említett generált jövedelmet az éves cash-flow-kkal mérjük. Így a bank értéke a következő két tétel összegeként adódik:

- az előrejelzési időszak éves cash-flow-inak jelenértéke;
- az előrejelzési időszak végén a hitelintézetre adódó maradványérték jelenértéke.

Az előrejelzési időszak alatt feltételezésekkel élve explicit módon előre jelezzük a pénzáramlásokat. Ennek hosszát a szerint határozzuk meg, hogy a végére a

hitelintézet helyzete stabilizálódjon, a pénzáramlások beálljanak egy stabil növekedési szintre, amely természetesen konzisztens az iparág és a gazdaság egészének növekedésére vonatkozó feltételezéseinkkel. Így ez az időtáv 5–10 év, az átalakuló kelet-európai gazdaságok eseté-

ben inkább a rövidebb, ötéves időtartammal célszerű számolni.

Annak érdekében, hogy a jövőbeni pénzáramlások nagyságát becsülni tudjuk és a keresett (azaz a nettó jelen-) értéket meg tudjuk állapítani a 2. ábra által leírt feladataink vannak.

2. ábra

A megközelítést az ábra által kijelölt struktúrában mutatom be az első lépéstől kiindulva tekintettel arra, hogy a makrogazdasági környezet és a pénzügyi szektor elemzésének bemutatására nem térek ki külön, illetve hogy azon tényezőket, amelyekre a hitelintézet múltbeli műkö-

désének áttekintésénél kiemelten figyelemmel kell lenni már a piaci megközelítésnél bemutattam.

Hitelintézeti mérleg előrejelzése. Miután a hitelintézet múltbeli teljesítményét legalább az elmúlt három évre elemeztük, jó információink vannak az eddigi növe-

kedéséről, eszközeinek összetételéről, hitelportfoliójának minőségéről, forrásairól stb. Ezen tudás és a makrogazdasági mutatók, illetve a bankszektor környezetének jövőbeni alakulására vonatkozó feltételezéseink alapján nekiláthatunk a hitelintézet mérlegének előrejelzéséhez.

De miért is van szükség a mérleg előrejelzésére? Sokkal egyszerűbb lenne csak a bevételek és ráfordítások előrejelzése, amelyből adódik az adózott eredmény, illetve annak a következő pontban bemutatott módosítása alapján a cash-flow. Amiatt érdemes mindenképp a mérlegtételek kivetítése, mert ezek hozzák, határozzák meg a bevételeket (lásd lízingek, hitelek, stb.), illetve okozzák a ráfordítások nagy részét (pl. betétek kamatköltsége), így nevezhetjük őket “bevétel és költségvezetőknek”.

A megválasztott előrejelzési időszak tekintetében (5 év) az előrejelzésnek több módja lehetséges, tekintsünk át egy lehetséges módszer lépéseit:

1. Mérlegfőösszeg előrejelzése.
2. Határozzuk meg ezen belül a bevételt nem hozó, a bevétellel járó és a tárgyi eszközök arányát!
3. A bevétellel járó eszközökön belül határozzuk meg a követelések (hitelek, lízingek, stb.) és a befektetések (értékpapírok) állományát.
4. Vetítsük ki a követeléseken várhatóan elszenvedett hitelezési veszteséget, amely a fentivel együtt a nettó állományt adja.
5. A mérlegen kívüli tételek és egyéb tényezők várható állománya alapján jelezük előre a céltartalékokat.
6. A mérlegfőösszeg és a céltartalékok, illetve a saját tőke különbségeként

kalkuláljuk a kötelezettségek állományát.

7. A kötelezettségeken belül differenciáltan határozzuk meg az egyes betétek, illetve a kibocsátott értékpapírok arányát.
8. Évről-évre határozzuk meg az esetleges tőkefeltöltési szükségletet a tőke-megfelelés érdekében.

Előrejelzéseink természetesen az alkalmazott hipotéziseinken alapszanak, amelyeket jobb minél inkább explicitté tenni. E feltételezések megfogalmazására leggyakrabban az előző évi állományhoz képesti százalékos változtatásként kerül sor.

Miután előre jeleztük a mérleget, tisztábban látunk abban a kérdésben, hogy milyen bevételekre és ráfordításokra számíthatunk, ezt a véleményünket pontosítjuk az eredménykimutatás előrejelzése kapcsán.

Hitelintézeti eredménykimutatás előrejelzése. Ebben a pontban a célunk az eredménykimutatás tételeinek előrejelzése, hogy a végén eljussunk az adózott eredményhez.

1. Kamateredmény előrejelzése.
2. Hogy ne kelljen évről-évre a hitel, betéti, kötvény kamatszinteket előre jelezni, egyszerűbb a kamatréssel (spread) kalkulálni. Minden egyes kamatozó eszköz esetében előre jelezzük azt a kamatrést, amelyet az állandó betétállomány költsége felett realizálunk. Illetve meg kell becsülni az egyes nem állandó betétek, kibocsátott értékpapírok, bankközi források után fizetett, különbség jellegű prémiumot. Ezen elv alapján meg tudjuk becsülni a kamateredményt.
3. Nem kamat jellegű bevételek.

4. Egyszerűsített eredménykimutatással dolgozva ez alatt a különböző jutalék-bevételeket (bankkártya használati, átutalási jutalék, hitel rendelkezésre tartási jutaléka, hitelebírálás díja, stb.) értjük és a teljes bevétel, vagy a kamateredmény százalékában jelezzük előre.
5. Működési költségek.
6. A magyar bankok az IAS szerint készült beszámolóikban a következő tételeket sorolják a működési költségek kategóriájába: személyi jellegű ráfordítások, üzemeltetés, értékcsökkenés, számítástechnikai költségek, adó- és vámkötelezettségek, marketingköltség, egyéb ráfordítások. Ezeket a tételeket mind a teljes bevétel, vagy a kamateredmény és a nettó jutalékbevétel összegének a százalékában lehet előre jelezni.
7. Rendkívüli tételek.
8. A rendkívüli eredményt nem jelezzük előre, ugyanis a hitelintézet normális üzletmenet melletti jövedelemtermelő képességére vagyunk kíváncsiak.
9. Társaságiadó-fizetés és tőkefeltöltési kötelezettség előrejelzése.
10. Meg kell vizsgálni, hogy a hitelintézet folyamatosan fenntartja-e a szavatoló tőke és a céltartalékokkal csökkentett korrigált mérlegfőösszeg hányadosaként számított tőkemegfelelési mutató 8 százalékos mértékét (Hpt. 76. §). Ha nem tőkefeltöltésről kell gondoskodni. A fentiek figyelembevételével kialakul a hitelintézet adózott eredménye.

Hitelintézeti cash-flow előrejelzése.

A hitelintézettel kapcsolatban két dolgot kell megérteni. Egyrészt mivel korlátlanul

képes forrást bevonni szabadon képes cash-t előállítani. Másrészt mindezek miatt a tőkeáttétel nem bír jelentőséggel (csak a szabályozói kötelezettségek miatt számít), saját tőke tulajdonosok számára rendelkezésre álló cash-flow-ról beszélhetünk. Ennek mértékét a tőkemegfelelés határozza meg, így a képlete:

Adózott eredmény

+/- **Tőke megfelelő szinten tartásához szükséges összeg**

Σ Tulajdonosok számára rendelkezésre álló szabad cash-flow

Itt a tőkemegfelelési mutatót kell vizsgálni. Amennyiben ennek az értéke jóval 8 százalék felett van, akkor az adózott eredményt a szabad cash-flow jelentősen meghaladhatja. Illetve ha az adott évi eszköz és mérlegen kívüli tételek növekedése miatt a korrigált mérlegfőösszeg megnő, és ezáltal a mutató szintje 8% alá süllyed akkor a szabad cash-flow szintje alacsonyabb.

Így a gyakorlati bankértékelésnél követett módszer a magas tőkemegfelelési mutatójú bankok esetében az, hogy az első évi cash-flow-t olyan mértékben állapítják meg, hogy a mutató lesüllyedjen 8 százalékra és utána az eszköz-növekedés alapján ezt tartják szinten esetleges tartalékbefizetésekkel.

Így kialakult az előrejelzési időszakra a pénzáramok értéke, amely a következő pontban bemutatott (saját tőke alapú) diszkontráta segítségével hozható jelenértékre.

Még a fejezet elején volt szó az érték másik eleméről, a maradványértékről. Ezt

általában a Gordon növekedési modell alapján egy növekvő örökjáradék képletével a következő módon számíthatjuk:

$$PV = \frac{CF_n(1+g)}{r-g}$$

ahol:

CF_n : az előrejelzési időszak utolsó évének cash-flow-ja

g : az a növekedési ütem, amivel várhatóan a cash-flow folyamatosan növekedni fog az előrejelzési időszak után

r : a tulajdonosok által elvárt hozam

Ezt a maradványértéket még jelenértékre kell hozni, hogy összeadható legyen az előrejelzési időszak cash-flow-inak jelenértékével. A következő pontban rátérek az ehhez alkalmazandó diszkontráta kérdésére.

Cash – flow- nak megfelelő diszkontráta kalkulálása. A hitelintézetek esetében a sajáttőke- tulajdonosoknak rendelkezésére álló szabad cash-flow-val kalkulálunk (free cash-flow to equity). Ezt a pénzmennyiséget az ugyanarra vonatkozó diszkontrátával, azaz a tulajdonosok által elvárt hozammal tudjuk jelenértékre hozni. Ezen hozam becslésére a tőkepiaci árfolyamok modelljét (capital assets pricing model - CAPM) és annak módosított (adjusted) változatát alkalmazom.

Alapesetben a CAPM képlet a következőképpen épül fel:

$$r_E = r_F + \beta \times (r_M - r_F)$$

ahol:

r_E : a tulajdonosok által elvárt hozam,

r_F : a kockázatmentes befektetések hozama,

β : a vállalat piachoz képesti szisztematikus kockázatának a mutatója, megmutatja hogy a piaci árfolyam 1%-os megváltozására (növekedésére, csökkenésére) az adott vállalat részvényének árfolyama hány százalékos változással reagál,

$r_M - r_F$: piaci kockázati felár, amely megmutatja, hogy a befektetők milyen többlet hozamot várnak el amiatt, hogy pénzüket nem kockázatmentes befektetésekké, hanem a piaci portfólióba fektetik

A következőkben egy magyar zártkörű (tehát nem nyilvános, tőzsdei) hitelintézet értékeléséhez alkalmazható diszkontráta felépítése a célom. Emiatt végigmegyek a fenti képlet elemein, és az adott pontnál jelzem az esetleges elméleti problémákat, megfontolásokat.

Talán a **leginkább a β dönti el**, hogy milyen megközelítésből indulunk ki. Ezt nyilvános, részvénypiaci adatokból – az adott banki részvény és a tőzsdeindex mozgásából – regressziószámítással elemzők kalkulálják. Probléma, hogy a Budapesti Értéktőzsdén csak két banki részvényt jegyeznek, pusztán ezen alacsony szám és egyéb okok miatt sem célszerű ezért egy ezekből kalkulált átlag bétával dolgozni. Következésképpen magyar bétákból kiindulni nem tudunk, így az alábbi két opcióból választhatunk (és így a többi tényező hatását is az alábbi két ágon mutatom be): **nyugat-európai** banki adatokból, nyugat-európai befektetők által elvárt hozamból indulunk ki, vagy **kelet-európai** adatokkal dolgozunk.

Az első esetben nyugat-európai adatok alapján a következőképpen módosul a képletünk:

$r_E = r_{F, NYE} + \beta_{NYE} \times (r_M - r_F) +$ országkockázati tényező + vállalatspecifikus kockázatok

Nyugat-európai bétaként 10–15 lehetőleg hasonló, tőzsdén jegyzett bank (bár méretük biztos a többszöröse lesz az értékelendő magyar bankénak) bétájának a mediánjával célszerű kalkulálni. **Piaci kockázati felárként** feltételezzük, hogy az európai befektetők is hasonlókat várnak el, mint amerikai társaik, így tanulmányok

Magyar Nemzeti Bank (MNB) forint alapú hosszú lejáratú államkötvényének reálhozama
– Európai Központi Bank (ECB) euró alapú hosszú lejáratú kötvényének reálhozama
Országkockázati tényező (%)

A fenti képlet azt fejezi ki, hogy az MNB csak magasabb hozammal tud kötvényt kibocsátani, hogy kompenzálja a befektetőket a magasabb vállalt kockázattért.

A vállalatspecifikus kockázatok között pedig két tényező hatását biztos érvényesíteni kell. Egyrészt a kisebb vállalatoktól a befektetők – tanulmányok alapján – 4-5%-kal magasabb hozamot várnak el, másrészt az illikviditás, azaz a zártkörű működésből adódóan a részvények korlátozott forgalomképessége is növeli a hozamelvárást.

Miután a nyugat-európai befektetők által elvárt hozamot módosítottuk az országkockázat és a vállalatspecifikus kockázatok hatásával, az eredményül kapott diszkontráta már alkalmas a magyar banki cash-flow jelenértékre hozására.

A második esetben kelet-európai adatokkal dolgozunk. Az alkalmazott képletünk a következőképp jelenik meg:

alapján 5-6%-os értékkel számolunk.³ **Kockázatmentes kamatlábként** az Európai Központi Bank által kibocsátott hosszú lejáratú eurókötvények hozamát választjuk. Ezáltal megkaptuk a nyugat-európai befektetők által elvárt hozamot, amelyet még az **országkockázati tényezővel**, illetve a **vállalatspecifikus kockázatok**at magába sűrítő tényezővel módosítani kell.

Az országkockázati tényezőt a következőképpen kalkulálhatjuk:

$r_E = r_{F, MO} + \beta_{KE} \times (r_M - r_F) +$ vállalatspecifikus kockázatok

Ebben az esetben **kelet-európai bétával** dolgozunk. Ezt a Varsói Értéktőzsdén jegyzett nyolc bank, továbbá a Prágában jegyzett két bank (Ceska Sporitelna, Komerčni Banka), egy szlovák nagybank, az OTP és a horvát Zagrebacka Banka bétájának mediánjaként kalkuláljuk. A kockázatmentes hozam a lehető leghosszabb távú MNB forint alapú kötvényének a nominálhozama. Jelenleg már 10–15 éves lejáratú államkötvények is a piacon vannak, érdemes ezek hozamával kalkulálni. **Piaci kockázati felárként** feltesszük, hogy itt is alkalmazható a fent említett 5-6 százalék. **Országkockázattal** nem módosítunk, mert ez nagyjából megegye-

3 Copeland-Koller-Murrin: Vállalatértékelés című könyve alapján (292. old.) ekkora volt a S & P index által mért piaci portfólió és a kockázatmentes befektetések hozama közötti különbség.

zik, maradnak a **vállalatspecifikus kockázatok**, amelyek kezelésére a fent leírtak itt is érvényesek.

Így tehát az értékeléshez alkalmazható diszkontrátát kétféleképpen is felépíthetjük, amelyet követően a hitelintézet értékének kiszámítása a hátralévő feladatunk.

$$PV = \frac{CF_1}{(1+r)} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} + \frac{MÉ}{(1+r)^n}$$

ahol:

MÉ: a fentiek során már kiszámított maradványérték összege és

r: az előbb kikalkulált diszkontláb

Ezen gondolatmenet követésével eljutottunk a hitelintézett fair piaci értékének megállapításához. Arra a kérdésre, hogy egy meghatározott befektetőnek mennyivel érhet ez többet, a következő pontban keresem a választ. Mivel a fentiek tükrében az egyesülésekkel kapcsolatos hitelintézeti értékelés elég bonyolult folyamat, azt a tanulmány végén egy gyakorlati példán világítom meg.

3. Szinergiák értékelése

A szinergiák értékének számszerűsítése nagyon nehézkes és bizonytalanságokkal teli művelet, amely döntően belső információkat igényel. A számos szinergialehetőségből röviden bemutatok néhányat, amelyek két oldalon keletkezhetnek:

Költség oldali szinergiák. Költségcsökkentési lehetőség származhat többek között a fiókhálózat, call center racionalizációjából, illetve az egymást átfedő osztályok összevonásából, és így az alkalma-

Hitelintézet értékének kiszámítása.

Mivel az explicit éves cash-flow előrejelzések és a maradványérték, illetve a diszkontráta már rendelkezésre áll, nem maradt más hátra, mint a pénzáramok jelenértékének kiszámítása a következő képlettel:

zotti létszám csökkentéséből. Mindezen megtakarítás jelentős jelenértékkel bírhat.

Bevétel oldali szinergiák. Az egyesülést követően a két bank termékei – mivel teljesen nem voltak átfedésben – keresztértékesítésre lehetőséget adva kibővíthik egymást. Tekintettel arra, hogy az új termékeket – a megfelelő informatikai integráció után – egy tágabb értékesítési csatornában (több bankfiókban stb.) kínálják, ez többletbevételt generálhat, amelynek komoly értéke lehet.

Mindazonáltal egy egyesülésnek nemcsak hasznai vannak, hanem komoly (egyszeri) kiadásokkal is jár. Erről szól a következő pont.

4. A tranzakció költségeinek megállapítása

Az utolsó lépés az összevont vállalati érték kalkulálásához a tranzakció költségeinek megállapítása. Ez viszonylag egyszerűen rendelkezésre áll. Ide soroljuk többek között az informatikai rendszerek harmonizációjának, fiókbezárásoknak a költségeit, elbocsátásokkal kapcsolatos végkielégítéseket, közreműködő ügyvédi irodák, tanácsadók tiszteletdíjait, illetve például az

egyesüléssel kapcsolatos egyszeri marketingkommunikációs költségeket.

A különálló vállalatok értékéhez a szinergia értékét hozzáadva és a tranzakció költségeinek levonása után adódik az együttes vállalati érték. Miután meghatároztuk, hogy a realizált szinergiák a feleket milyen arányban illetik, illetve azok a tranzakciós költségeket milyen arányban viselik, kikalkulálhatjuk, hogy mekkora vállalati érték tartozik a felekhez, azaz az egyesülés után hogyan nézzenek ki az új tulajdoni hányadok, ki milyen mértékben részesedjen a jogutód jegyzett tőkéjéből, amit az egyesülési szerződés keretében elkészítendő társasági szerződés tervezetben már rögzíteni is kell.

1. Az ABN Amro üzleti értéke

A sort az ABN Amro üzleti értékének megállapításával kezdem. A bank a tranzakciót években jelentős veszteségeket szenvedett el, ebben az esetben jó megoldás a nettó eszköz alapú értékelés. Feltételezem, hogy az eszközök és kötelezettségek piaci értéke közel esik a könyv szerinti értékekhez (az ABN Amro szigorú eszközértékelési politikát alkalmazott),

VÁLLALATÉRTÉKELÉSI PÉLDA

Befejezőképpen az ABN Amro Magyar Bank Rt. és a Kereskedelmi és Hitelbank Rt. példáján – tisztán külső információk alapján - bemutatok egy lehetséges megoldást az egyesülések során elvégzendő vállalatértékelési feladatra.

⇒ A közös vállalat értékének megbecslése az egyesülés esetén.

Az értékeléshez az elméleti részben bemutatott modellt alkalmazom, értékelési napnak 2000. december 31-ét választva a rendelkezésre álló adatoknak megfelelően.

ami lehetővé az éves beszámoló szerinti saját tőke használatát, amelynek értéke 43,4 milliárd forint 2000 végén. Ezt az összeget növelem a mérlegben nem megjelenő good-will értékkel, amelyet az elméleti részben bemutatott alapvető betétállományból (core deposit) származtatok.

Az állandó betétállomány azonosításához az ügyfelekkel szembeni kötelezettségeket szemlélem a mérlegben. Ilyen címen a rövid lejáratú kötelezettségek kö-

zött 298,4; a hosszú lejáratúak között 5,7 milliárd forint szerepel. Továbbá információ, hogy az elsőből 114,7 milliárd lát-ra szóló és 183,7 milliárd forintnyi a lekötött betét. Addicionális adatok híján feltételezem, hogy tartósan ennek a lát-ra szóló betétállománynak a 60 százaléka, lekötött és hosszú lejáratú betétállománynak a 80 százaléka áll rendelkezésre, és ezek a betétek egyenletesen futnak ki há-

rom év alatt. Az a megtakarítás adódik ebből az alapvető betétállományból, hogy ezt a forrást nem magasabb költségen a bankközi piacon kell megszerezni. A bankközi források költségét a jegybanki alapkamathoz viszonyítom, felteszem továbbá, hogy a kezdetekkor a bank a lát-ra szóló betétekre átlag 3 százalék, míg a lekötött betétekre átlag 10 százalék kamatot fizet.⁴

5. táblázat

Főbb adatok az üzleti érték megállapításához (Mrd Ft)

Megnevezés	2001	2002	2003
Lát-ra szóló	68,8 (114,7×0,6)	45,9	22,9
Lekötött	151,5 (183,7+5,7)×0,8	101	0,5
Lát-ra szóló kamat	3%	2,5%	2%
Lekötött kamat	10%	8%	7%
Bankközi kamat	11%	9%	8%
Megtakarítás	9,22*	4	1,88

* Az első éves megtakarítás a következőképpen adódott: Ha a teljes összeget a bankközi piacon kellett volna finanszírozni, annak a költsége: $(68,8+151,5) \times 0,12 = 26,43$ milliárd forint lett volna. Ehhez képest viszont a fizetett kamatköltségünk a következőképpen alakult: $68,8 \times 0,03 + 151,5 \times 0,1 = 17,21$ milliárd forint. Így a megtakarítás 9,22 milliárd forint.

A fenti megtakarításokat, ha a forrás alternatívaköltségével, azaz a bankközi kamatlábbal lediszkontáljuk 12,93 milliárd forint jelenérték adódik, amely a teljes ügyfelekkel szembeni kötelezettségek 4,3 százaléka. Ez az érték reálisnak tűnik, mert egyéb értékelési feladatoknál is 3–6 százalék között szokott ingadozni. Tehát

ez a bank alapvető betétállományának good-will értéke, amit ha növelünk a 43,4 milliárdos sajáttőke-értékkel az ABN Amro üzleti értékére 56,3 milliárd forint adódik.

2. A K&H üzleti értéke

A közös vállalati érték megállapításához szükségünk van a K&H üzleti értéke mellett a szinergiák értékére és a tranzakció költségére. Ezt a bankot a jövedelmi megközelítéssel (diszkontált cash-flow mo-

⁴ A számításnál ismét az egyszerűsítés kedvéért nem veszem figyelembe az egyes betét-, illetve folyószámlák adminisztrációs költségeit, illetve a betétek utáni kötelező tartalék hatását.

dellel, DCF) fogom értékelni, olyan feltételezések mellett hogy a szinergiaértékek itt fognak lecsapódni, tehát most az egyszerűség kedvéért a teljes, közös működésnek köszönhető szinergiákat a K&H javára fogom írni. Erről bővebben az adott, alkalmazott hipotézisek kapcsán szólok.

Ahogy azt már az elméleti részben bemutattam a múltbeli teljesítmény áttekintése után az első lépés a DCF alapú értékeléshez a mérleg előrejelzése. Ehhez alapul a K&H éves beszámolójában található, nemzetközi számviteli sztenderdek szerint összeállított adatok állnak a rendelkezésemre, tehát a következő két táblázat

első két oszlopa a tényadatokat szerepelteti.

Az előrejelzéshez a következő két egyszerű feltételezéssel éltem:

- A mérleg belső szerkezete megegyezik a 2000-es évvel (így a mérlegben a saját tőke növekedése nem fog megegyezni a később bemutatandó adózott eredménnyel, felteszem, hogy a különbséget osztalékként kifizetik).
- Az elkövetkező öt évben az egyesülés miatt a növekedés kedvezően fog alakulni, rendre évi 15; 14; 13; 12; 11 százalék lesz.

Ezek alapján a konszolidált mérlegre a következő értékek adódtak (6. táblázat):

6. táblázat

A K&H nemzetközi számviteli sztenderdek szerinti konszolidált mérlege és annak előrejelzése

Tétel	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Pénzeszközök és jegybanki betétek	97,4	72,3	83,1	94,8	107,1	120,0	133,2
Más banknál betétek	59,1	56,3	64,7	73,8	83,4	93,4	103,7
Ügyfeleknek nyújtott hitelek	249,5	348,8	401,1	457,3	516,7	578,7	642,4
Befektetések	101,7	92,4	106,3	121,1	136,9	153,3	170,2
Elhatárolt kamatkövetelés	10	10,3	11,8	13,5	15,3	17,1	19,0
Tárgyi eszközök és immateriális javak	26,4	29,1	33,5	38,2	43,1	48,3	53,6
Egyéb eszközök	21,9	9,5	10,9	12,5	14,1	15,8	17,5
Eszközök összesen	566	618,7	711,5	811,1	916,6	1026,5	1139,5
Betétek	409,2	444,6	511,3	582,9	658,6	737,7	818,8
Más bankok által elhelyezett betétek	19,9	33,2	38,2	43,5	49,2	55,1	61,1
Refinanszírozási hitelek	72,4	72,5	83,4	95,0	107,4	120,3	133,5
Elhatárolt kamatkötelezettségek	5,1	3,6	4,1	4,7	5,3	6,0	6,6
Alárendelt kölcsöntőke	16,3	15,3	17,6	20,1	22,7	25,4	28,2
Egyéb kötelezettségek	22,8	16,7	19,2	21,9	24,7	27,7	30,8
Saját tőke	20,3	32,8	37,7	43,0	48,6	54,4	60,4
Források összesen	566	618,7	711,5	811,1	916,6	1026,5	1139,5

A mérlegben található eszközök határozzák meg az elért bevételeinket és a kötelezettségek a ráfordításainkat. Tartósan csökkenő inflációval számolva az eredménykimutatás előrejelzéséhez a következő feltételezésekkel éltem:

- A pénzeszközök 4/5-én (jegybankban tartott) átlagosan 2 százalékos kamatot fognak realizálni a következő években.
- A más banknál lévő betéteken átlagosan 6 százalékos kamatot realizáltak 2000-ben, ami innentől éves 0,5 százalékponttal csökken.
- Az ügyfeleknek nyújtott hiteleken átlagosan 12 százalékos kamatot realizáltak 2000-ben, ami átlagosan éves 1 százalékponttal csökken.
- A befektetések 90 százaléka államkötvény továbbra is (2000-ben ilyen volt a megoszlás az éves jelentés alapján). Ennek hozama 2000-ben 11 százalékos volt, innentől éves 1 százalékponttal csökken.
- A betétekre átlagosan fizetett kamat 2000-ben 5 százalékos volt, ez éves 0,5 százalékponttal csökken.
- A bankközi források költsége átlagosan 2000-ben 11 százalékos volt, ez éves 1 százalékponttal csökken.
- A refinanszírozási hitel költsége 2000-ben 12 százalékos volt, ez évi 1 százalékponttal csökken.
- A nettó jutalékbevételek aránya a nettó kamatbevételekhez képest 44 százalékos volt 1999-ben és 2000-ben, ez az egyesülés kapcsán éves 1 százalékponttal nőni fog.
- Az értékpapír- és devizaárfolyam-nyereség az értékpapírok növekedésének ütemében, azaz 15; 14; 13; 12, illetve 11 százalékkal fognak nőni.

7. táblázat

A K&H nemzetközi számviteli sztenderdek szerinti konszolidált eredménykimutatása és annak előrejelzése

Tétel	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Kamatbevétel	56,8	53,6	62,6	64,1	67,0	67,4	66,3
Kamatkiadás	41,2	33,4	36,0	36,7	36,7	35,6	33,5
Nettó kamatbevétel	15,6	20,2	26,6	27,4	30,3	31,8	32,9
Nettó jutalékbevétel	7	8,8	12,0	12,6	14,3	15,3	16,1
Értékpapír-, devizaárfolyam-nyereség	2,2	2,1	2,4	2,8	3,1	3,5	3,9
Működési bevételek	24,8	31,1	41,0	42,7	47,7	50,5	52,8
Működési költségek	26,3	28,6	33,6	32,0	31,0	31,3	31,7
Működési eredmény	-1,5	2,5	7,4	10,7	16,7	19,2	21,1
Képzett céltartalékok	9,4	0,2	3	4	4	4	4
Rendkívüli tételek	2,2	0,6	0	0	0	0	0
Társasági adó	-0,5	0,5	0,8	1,2	2,3	2,7	3,1
Adózott eredmény	-8,2	2,4	3,6	5,5	10,4	12,5	14,0

- A működési költségeket az egyesülésnek köszönhetően látványosan le tudja faragni a bank. A működési bevételen belüli arányban öt év alatt tudja behozni a lemaradását a szektorátlagtól. A szektorátlag 2000-ben 71,1 százalékos, 2005-ben várhatóan 60 százalékra süllyed. Így a K&H-ra alkalmazott arány 2001-től rendre 82; 75; 65; 62; 60 százalék. (A bank a 2000-es 91,7 százalékról indul.)
 - A képzett céltartalék 2001-ben 3, majd később 4 milliárd forint.
 - A társasági adó mértéke 2001-től 18 százalékos.
- Ezen feltételezések alapján az előre jelzett eredménykimutatást a 7. táblázat mutatja.

3. A szinergiák üzleti értéke

Ezt követően még három feladat van. Egyrészt az adózott eredmény alapján meg kell határozni a tulajdonosok által szabadon kivehető cash-flowt, majd azt a diszkontlábát, amellyel ez a pénzáramlás és az előrejelzési időszak végi maradványérték jelenértékre hozható, illetve el kell végezni a számításokat.

2000 végén a bank tőkemegfelelése 8,5 százalék körül volt az éves jelentés információi alapján és feltételezem, hogy a fenti mérlegben kimutatott saját tőke és alárendelt kölcsöntőke növekedés a továbbiakban is elégséges lesz a szabályozói kötelezettségek kielégítéséhez, és hogy jelentős többlet sem keletkezik. Ebből következik, hogy a tőkemegfelelés szinten tartásához nem kell sem igénybe vennünk, sem növelnünk az adózott ered-

ményt, hogy eljussunk a cash-flow-ig (lásd ezzel kapcsolatban az elméleti rész útmutatását). A modellünkben tehát az adózott eredmény megegyezik a pénzáramokkal.

A diszkontláb megállapításához az egyszerűség kedvéért feltesszük, hogy a hitelintézetek tulajdonosai a 2000. év végi kockázatmentes hozam (mintegy 10 százalék) felett nyolc százalék kockázati prémiumot várnak el a befektetéseik után. Ennek tükrében 18 százalékos diszkontlábbal kalkulálok.

Mivel az explicit éves cash-flow előrejelzések, illetve a diszkontráta már rendelkezésre áll, nem maradt más hátra, mint a pénzáramok jelenértékének kiszámítása a következő képlettel:

$$PV = \frac{CF_1}{(1+r)} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} + \frac{MÉ}{(1+r)^n}$$

ahol:

r: az előbb kalkulált diszkontláb

MÉ: a maradványérték összege, ami a következő növekvő ütemű örökjáradék képlettel számolható:

$$ME = \frac{CF_n(1+g)}{r-g}$$

ahol:

g: az explicit előrejelzési időszak után a cash-flow éves növekedési üteme (5 százalék)

A számításokat mutatja a 8. táblázat.

A bank piaci értékére a tetemes mértékű szinergiákkal együtt 75,5 milliárd forint adódott. Ha a 2000. év végén a bankért nem fizetnénk többet, mint mérleg szerinti saját tőke értéke, amely 32,8 milliárd forint, akkor az következik, hogy az

8.táblázat

Megnevezés	2001	2002	2003	2004	2005
Cash-flow	3,6	5,5	10,4	12,5	14,0
Diszkonttényező	0,85	0,72	0,61	0,52	0,44
Jelenérték	3,04	3,93	6,34	6,43	6,14
Jelenértékösszeg	25,88				
Maradványérték					113,44
Maradványérték jelenértéke	49,59				
K&H értéke a szinergiákkal együtt	75,47				

egyesülésnek köszönhető költségmegtakarításból és bevétel növekedésből adódó (lásd feltételezések) szinergiák értéke 42,7 milliárd forint.

4. A tranzakció költségei

A két bank értékéből, hogy eljussunk az összevont vállalati értékhez, már csak a

tranzakció költségeit (ügyvédi, tanácsadói díjak, fiókbezárások, végkielégítések, informatikai harmonizáció költségei) kell levonjuk, amely szaklapokból hozzáférhető információk alapján 8–10 milliárd forint, így kilenc milliárdos átlaggal kalkulálok. Az egyszerűség kedvéért felteszem, hogy az mind az első évben csapódik le. Így a modellünkhöz az értékeket illesztve a következő eredményt kapjuk.

5. A közös vállalati érték

A közös vállalati értékre 122,8 milliárd forintot kaptunk, ami lényegesen magasabb, mint a könyv szerinti saját tőkék

összege. Ezt természetesen jórészt a feltételezéseinkből következő szinergiaértéknek tulajdoníthatjuk, de ugyanakkor le-

vonhatjuk azt a következtetést, hogy e hipotézisek mellett a tranzakció kielégíti azt a kritériumot, hogy értékteremtő a részvényesek számára.

A felhozott példával bemutattam azokat a hitelintézeti értékelési módszereket,

amelyekkel a tanulmány elméleti részében találkoztunk. Természetesen a jövőre vonatkozóan jobban alátámasztott feltételezésekkel is lehet élni, de elsősorban nem a pontosság, hanem a módszerek alkalmazásának illusztrálása volt a célom.

FORRÁSOK

1959. évi IV. törvény a Polgári Törvénykönyvről.
1996. évi LVII. törvény a tisztességtelen piaci magatartás és a versenykorlátozás tilalmáról.
1996. évi LXXXI. törvény a társasági adóról és az osztalékadóról.
1996. évi CXII. törvény a Hitelintézetekről és pénzügyi vállalkozásokról.
1997. évi CXLIV törvény a gazdasági társaságokról.
1997. évi CXLV törvény a cégnyilvántartásról, cégnyilvánosságról és a bírósági cégeljárásról.
1999. évi CXXIV. törvény a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletéről.
2000. évi C. törvény a számvitelről.
- 250/2000. számú Kormányrendelet a hitelintézetek és pénzügyi vállalkozások éves beszámolójáról.
- 13/2001. (III. 9.) PM. rendelet a tőkeemfelelési mutató számításáról.
- 14/2001. (III. 9.) PM. rendelet a kintlevőségek, befektetések, mérlegen kívüli tételek és a fedezetek minősítésének és értékelésének szempontjairól.
- www.mnb.hu
- A Figyelő 2000-es és 2001-es számai.
- Banque* magazine 2001 szeptemberi és decemberi számai.
- Banküzemtan, *Tanszék Pénzügyi Tanácsadó és Szolgáltató Kft.*, Budapest, 1998.
- Copeland-Koller-Murrin: *Vállalatértékelés, Panem, John Wiley & Sons*, 1999.
- Számviteli törvény értelmezése.2001, *HVG-ORAC*, 2001.
- Zabihollah Rezaee: *Financial Institutions, Valuations, Mergers and Acquisitions, John Wiley & Sons*, 2001.
- BKÁE Vállalatértékelés mellékzakarány előadásai, 2000–2001.

INTERJÚK

- Interjú Fülöp András és Mért Balázs bankértékelési szakértőkkel, Deloitte & Touche, Financial Advisory Services, 2002. április 12.
- Interjú Dr. Bába Ágnes bankszakértővel, Kereskedelmi és Hitelbank Rt., 2002. április 16.