

## Z obsahu

Novinky: pro nabyvatele podílových listů

Aktuálně: k soudnímu sporu

Nepřehlédněte: informaci o pololetní zprávě



## Příspěvek Michala Mareše

### Do cen a do melounů se nevidí

Úvaha o oceňování kapitálových aktiv. Přiměřená tržní hodnota a cena: přesnost a relevance.

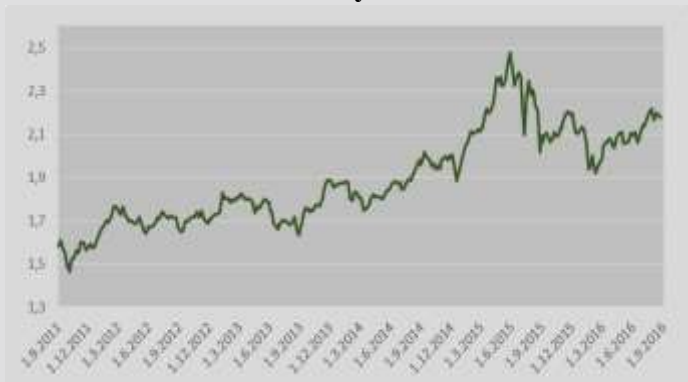
**Michal Mareš, CFA**

*Parafráze italského přísloví – zde pro oblast oceňování kapitálových aktiv – je výstižnější než původní verze<sup>1</sup>. A je politicky korektní. Finanční analytici denně pracují s informacemi o obchodovaných cenných papírech nebo cílových investicích a porovnávají pozorované tržní ceny a kalkulované investiční hodnoty. Stanovení přiměřené tržní hodnoty naráží na schopnost dostupná data adekvátně zpracovat a správně interpretovat. Ale i na schopnost najít vstupní parametry, které jsou předpokladem pro uplatnění relevantních teorií.*

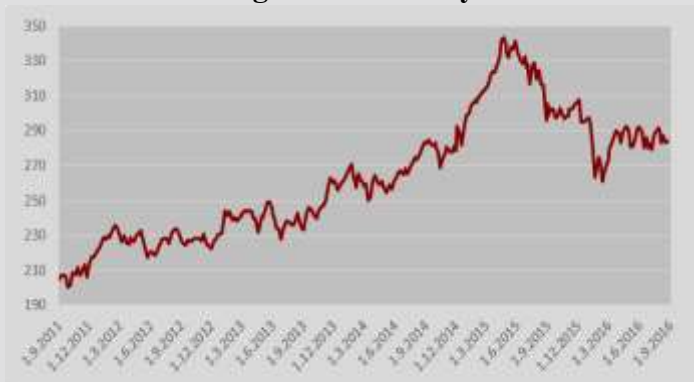
(Pokračování na straně 3)

## Výkonnost fondů AKRO

### AKRO fond nových ekonomik



### AKRO globální akciový fond



### AKRO balancovaný fond



### AKRO fond progresivních společností



## Soudní spor

V návaznosti na oznámení společnosti AKRO, o řízení ve věci žaloby České republiky proti AKRO investiční společnosti, a.s., o vrácení bezdůvodného obohacení, které bylo usnesením Obvodního soudu pro Prahu 6 č.j. 8C 445/2014-145 ze dne 25. 4. 2016 v části týkající se požadavku na zaplacení částky ve výši 2 080 447 226,12 Kč, zastaveno, **oznamujeme,**

že jsme dne 8. 8. 2016 obdrželi Usnesení Městského soudu jako soudu odvolacího, o odvolání Česká republika proti usnesení Obvodního soudu pro Prahu 6 ze dne 25. 4. 2016, č. j. 8 C 445/2014-145, kterým bylo rozhodnuto tak, že se řízení ve výše uvedené věci **nezastavuje**. Proti tomuto usnesení není přípustné dovolání.

Protože pominul důvod pro odročení jednání, které bylo původně nařízeno na 25. 4. 2016, společnost AKRO nyní opětovně čeká na nařízení jednání. O jeho termínu budou podílníci včas informováni.

## Nová služba pro nabyvatele PL

**Od 1. 9. 2016** umožňujeme NOVĚ dědicům podílových listů, fondů AKRO, jejich prodej přímo, prostřednictvím naší společnosti, tzn. bez předchozího převodu na majetkový účet cenných papírů.

**Žádosti o odkup přijímáme na předepsaném formuláři,** dále vyžadujeme notářsky ověřenou kopii Usnesení o dědictví, s vyznačením nabytí právní moci, ve kterém:

- je potvrzeno, že byl zůstavitel ke dni úmrtí vlastníkem předmětných podílových listů,
- bylo potvrzeno nabytí podílových listů z dědictví do vlastnictví dědice,
- je uveden správný název podílového fondu, správné označení emise, správný počet podílových listů a číslo majetkového účtu zůstavitele.

Dědic je povinen žádat o odkup veškerých podílových listů z dědictví.

**Nová služba je zpoplatněna dle aktualizovaného Sazebníku poplatků AKRO.** Veškeré poplatky budou odečteny z celkové částky za odkup.

V souvislosti se zavedením služby byly upraveny také Obchodní podmínky pro vydávání a odkupování podílových listů fondů AKRO.

Všechny potřebné dokumenty jsou k dispozici na našich internetových stránkách v sekci Formuláře.

**Speciální pozornost** je třeba věnovat dokumentu Upozornění pro nabyvatele podílových listů.

## Profil Michala Mareše

### Michal Mareš, CFA

zakladatel společnosti CFA society, má 25 let zkušeností ve finančním poradenství. Působil ve společnosti PricewaterhouseCoopers v oddělení Financial Advisory se zaměřením na fúze a akvizice (v Praze a Londýně):



- jako ředitel pro oblast fúzí a akvizic řídil transakce ve finančním sektoru (koupě a prodeje bank či jejich privatizace - v České republice, Litevsku a Chorvatsku),
- vedl oddělení oceňování (Corporate Value Consulting),
- věnoval se fúzím, akvizicím a oceňování výrobních podniků a společností v sektoru služeb,
- zpracovával analýzy na realitním trhu pro investiční účely (finanční hodnocení developerských projektů a služeb v řízení realitních projektů – asset management).

V roce 1991 získal Michal jako jeden z prvních v Československu titul **MBA** od **Rochester Institute of Technology** a v roce 1997 se stal prvním držitelem prestižní mezinárodní kvalifikace **Chartered Financial Analyst (CFA)** v ČR. Spoluzakládal Czech CFA Society a byl jejím dlouholetým prezidentem.

Je zástupcem ředitele pro obhospodařování podílových fondů, Jeremyho Monka a **členem investičního výboru AKRO investiční společnosti**. Také členem Rozkladové komise ČNB.

Od roku 2015 je **soudním znalcem v oboru ekonomika, odvětví ceny a odhady** se zvláštní specializací na oceňování podniků, nehmotného majetku, cenných papírů a finančního majetku.

## Pololetní zpráva

Pololetní zprávu investiční společnosti a fondů AKRO naleznete jako obvykle na našich stránkách:

[http://www.akro.cz/profil\\_spolecnosti.php](http://www.akro.cz/profil_spolecnosti.php)

K dispozici je rovněž v sídle společnosti.

(Pokračování ze strany 1)

### Oceňovací alibismus

Mezi teoretiky panuje shoda v tom, že cestou k úspěšnému investování je identifikace akcií<sup>2</sup>, u nichž se cena na trhu liší od jejich hodnoty. Šance na výhru je tehdy, kdy je momentální cena na trhu pod hladinou přiměřené tržní hodnoty. Ceny dávají jistou nápovědu, u veřejně obchodovaných společností dokonce v reálném čase. Přiměřená tržní hodnota (fair market value), ke které by cena na trhu měla v dlouhodobém horizontu konvergovat, je však předmětem diskusí.

Definice přiměřené tržní hodnoty je alibistická. Odkazuje ke snaze kalkulovat tu „pravou cenu“ za podmínek, které v reálném světě nastanou jen zřídka: „Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“<sup>3</sup> Čeština do definice vkládá podmiňovací způsob, strany by v případě hodnoty jednaly, avšak v případě cen nejednají.

K jednotlivým elementům definice: nátlak na účastníky transakce lze vyloučit nebo ignorovat. Odhad, ochotu, samostatnost a nezávislost i případný marketing lze akceptovat. Zůstává datum ocenění, informovanost a rozumnost.

**Datum ocenění** říká jinými slovy, že odhadujeme jen a jen právě teď. Přestože přiměřená tržní hodnota je dlouhodobý koncept a tzv. vnitřní hodnota by se neměla měnit ze dne na den, datum odkazuje na objem a kvalitu dostupných informací v čase – tedy k velmi proměnlivým vstupům.

**Informovanost** se týká objemu a kvality informací, zahrnuje však i schopnost data kvalifikovaně zpracovat. „Jednat informovaně“ při stanovení hodnoty znamená použít interpretaci dat: definice tak dává prostor pro subjektivní hodnocení, pomineme-li skutečnost, že informovaně může jednat i člověk bez schopnosti vyvodit odpovídající závěr.

U **rozumnosti** definice eliminuje další faktory s obrovským dopadem do ceny: např. motivaci – zřídka ji účastníci transakce v plné míře rozkrývají, sentiment nebo intuici – řada finančních odborníků má prostě výjimečně vyvinutý (nebo dlouhými léty vypracovaný) investiční čich.

Analytici, kteří přiřazují cenným papírům či společnostem hodnotu, se opírají o některou z takřka identických definic. Všeobecně přijímaná základní metoda oceňování je v souladu s definicí vždy založena na opatrném přístupu „jestliže ..., pak ...“.

### Hodnota se narodila v budoucnosti

Teorie oceňování kapitálových aktiv vychází z kvantifikace finančních přínosů dostupných nebo příslibených vlastníkům v budoucnosti. Při každé koupi jde o subjektivně vnímaný budoucí benefit, který lze rozumně a informovaně očekávat v okamžiku ocenění. A jde o peníze<sup>4</sup>.

Princip platí po staletí. V uznávané metodice výpočtu přiměřené tržní hodnoty však vznikají minimálně tři okruhy těžko zodpověditelných otázek:

1. Kdy, Kolik, a s jakou pravděpodobností.
2. Co bude třeba udělat, aby Kolik mohlo v čase Kdy nastat.
3. Co lze považovat za přiměřenou roční návratnost vložených prostředků.

Teorie má jasno. V praxi nejčastěji užívaná metoda diskontování budoucích benefitů – potenciálních čistých finančních přínosů – přitom naráží nejen na nejistotu ohledně budoucí výkonnosti společností, ale i na subjektivitu v hodnocení a kvantifikaci všech relevantních rizik.

### Výlet do historie: Jsou teorie kapitálových trhů vhodnou základnou pro tržní oceňování?

Teorie oceňování se přímo nebo nepřímo opírá o některé koncepty, které byly vývojem kapitálových trhů zpochybněny.

Jedním z takových konceptů je hypotéza efektivních trhů - tvrzení, že ceny kapitálových aktiv na trhu plně odrážejí veškeré dostupné informace. Za takového předpokladu jsou akcie (obecně kapitálová aktiva) obchodovány za přiměřenou tržní hodnotu, investice nemůže generovat mimořádný výnos či ztrátu, a trh se chová racionálně. Již v roce 1987, po propadu trhu, označil Robert Shiller víru v racionální chování trhu za největší omyl v historii ekonomické teorie<sup>5</sup>. Navzdory tomu myšlenka, že dostupnost informací a racionální chování všech účastníků trhu by měly vést k udržení stability trhu a jeho jisté předvídatelnosti, přežila. Avšak investiční komunita občas interpretuje informace nesprávně. Internetová horečka, kdy deklarovaný nárůst internetových služeb (a tržeb) vedl v druhé polovině devadesátých let minulého století k neúměrným investicím do technologických firem a k následnému pádu tohoto trhu v roce 2001, může sloužit jako příklad – zdá se, že veškeré dostupné informace nebyly v cenách obsaženy nebo byly chybně (iracionálně) interpretovány.

Jiný koncept - předpoklad náhodného vývoje cen (random walk) - na jistotě nepřidává. Z teorie lze vyvodit, že pokud je trh nepředvídatelný a vyvíjí se náhodně, ceny budou vykazovat normální rozložení, a chování komunity investorů bude „předvídatelné“ v podobném duchu (statisticky v normálním rozložení). U finančních trhů tomu tak často není. Emoce a davové chování – ležící mimo předpoklad chování racionálních investorů v normálním rozložení - například přivedly v roce 1998 k pádu fond Long-Term Capital Management, který založili mj. dva nositelé Nobelovy ceny za ekonomii z roku 1997. Jiným příkladem může být vyhodnocení rizik amerických hypoték v letech 2007 až 2008: ratingové agentury neočekávaly, že extrémně vysoký počet dlužníků přestane splácet výhodné úvěry ve stejné době – a vida: po dramatickém pádu cen nemovitostí a jejich „nerefinancovatelnosti“ k tomu došlo, přestože podobná skupina dlužníků obvykle nebývá ve středu normálního rozložení (nejvyšší četnost).

Kapitálové trhy a teorie jejich fungování však nadále zůstávají základem a zdrojem dat pro tržní oceňování. Zdůvodnění je jednoduché: není nic lepšího.

### Fundamentální analýza – historický vývoj směrem k detailu

Pro ocenění společností (potažmo jejich akcií) z pohledu fundamentální analýzy je zásadní odhad výsledků v budoucnosti – blízké i vzdálené. U předpovědi počasí je riziko chyby pro běžného uživatele indiko-

(Pokračování na straně 4)

(Pokračování ze strany 3)

váno odhadem pravděpodobnosti a referencí ke skutečnému „průměrnému“ počasí v daný den v předchozích letech, tržní oceňování pracuje se třemi elementy:

1. příběh: kredibilní zhodnocení nefinančních i finančních perspektiv společnosti,
2. čísla: historie a výhled, a
3. investiční rizika.

Na „příběhu“ se účastníci trhu nemusí shodnout. Avšak ten, kdo do příběhu vkládá peníze, musí jeho realizaci a očekávaným finančním dopadům věřit. Pro účely tohoto příspěvku předpokládejme, že podniky pro zpracování finančního výhledu jsou kredibilní.

K referenci na výsledky minulých let je u kapitálových investic vždy výhoda k jejich relevanci pro budoucnost. Historie je však jedna z mála skutečností, ke které se při oceňování přihlíží.

Zbývá kvantifikovat s jakou návratností investice počítat. Návratnost včetně zohlednění rizika má na ocenění mimořádný vliv, je velmi citlivým bodem. I při použití dlouhodobě sledovaných dat dává svobodu pro volbu parametrů ve značném rozsahu, a tedy k velkému rozpětí kalkulované přiměřené tržní hodnoty.

Notoricky známý výpočet, který kvantifikuje vztah mezi celkovou návratností a rizikem investice – Capital Asset Pricing Model (CAPM) – se používá s modifikacemi už více než půl století<sup>6</sup>. V nejjednodušší formě je požadovaná návratnost daného titulu kalkulována jako součet bezrizikové míry návratnosti ( $r_f$ ) a rizikové prémie, kterou investoři požadují jako dorovnání návratnosti za skutečnost, že vkládají prostředky do rizikovější kategorie cenných papírů (např. akcií – ERP, nebo RP<sup>7</sup>) s volatilitou odlišnou od celkového trhu (koeficient  $\beta$ ):

$$r_i = r_f + \beta * ERP$$

Zhruba před dvaceti lety dospěli proponenti CAPM k závěru, že jeden faktor pro vyjádření rizika investice nestačí: Fama – French nejprve k riziku trhu doplnili riziko vztažené k velikosti společností – „Small [market capitalisation] minus Big (SMB)“ a vazbu na poměr tržní ceny k vlastnímu kapitálu – „High [book-to-market] minus Low (HML)“, a publikovali svůj třífaktorový model. V roce 2015 přidali dva další prvky: vliv ziskovosti (rozdíl mezi společnostmi s robustní a slabší provozní ziskovostí) a vliv investiční strategie (konzervativní versus agresivní), a představili pětifaktorový model. V mezičase, v roce 2010, definoval Roger Grabowski „otevřený“ multifaktorový model:

$$R_i = R_f + \beta_{i,m} * RP_m + \beta_{i,s} * RP_{i,s} + \beta_{i,BV} * RP_{i,BV} + \dots + \beta_{i,u} * RP_{i,u} + \epsilon_i$$

Očekávaná návratnost dle tohoto modifikovaného modelu je do značné míry konzistentní s původním CAPM a Fama-French třífaktorovým modelem: zahrnuje bezrizikovou míru návratnosti ( $R_f$ ), citlivost návratnosti akcií společnosti na riziko celého trhu ( $\beta_{i,m} * RP_m$ ), riziko vztažené k velikosti společnosti ( $\beta_{i,s} * RP_{i,s}$ ), a citlivost k poměru výše vlastního kapitálu k tržní ceně ( $\beta_{i,BV} * RP_{i,BV}$ ). Přidává možnost kalkulovat „libovolný“ počet dalších rizik (...) a riziko specifické výhradně pro danou společnost ( $\beta_{i,u} * RP_{i,u}$ ).  $\epsilon_i$  je statistickou chybou výpočtu (rozdíl mezi projektovanou a realizovanou návratností).

Do prostoru pro další rizika mohou vstupovat například rizika vlivu životního prostředí, rizika sociální a rizika změn právního rámce nebo vlivů vrcholového řízení (ESG risk premium – Environment, Social and Governance). Stojí za zmínku, že otázky vztahu k životnímu prostředí a postoj k sociálním otázkám mohou mít protichůdný dopad: na jednu stranu „společensky zodpovědné“ společnosti mohou být chápány jako „hodnotnější“. Na druhou stranu náklady na společenskou zodpovědnost jdou k tíži společnosti – jsou nad rámec jediné společenské zodpovědnosti firem, kterou Milton Friedman v roce 1970 popsal jako využití všech zdrojů k podnikání v oblastech, jejichž smyslem je zvyšovat zisk<sup>8</sup>. Ohled na otázky životního prostředí a sociální aspekty tak může základní cíl maximalizace zisku limitovat. Vliv neočekávaných vládních zásahů, ale i nekompetentního vrcholového řízení je rizikem, které může krystalizovat a promítnout se rovněž v očekávané návratnosti.

Všechny zmíněné rizikové faktory existují, lze je na trhu sledovat, avšak jen s obtížemi je analytici mohou kvantifikovat.

Z jakých dat při odhadu návratností a rizik čerpat? Možnosti jsou dané: z údajů o obchodování s akciemi, společnostmi a deriváty. A to i přesto, že v datech jsou zachyceny i neviditelné a matematicky nepostižitelné okolnosti. Kapitálový trh reprezentuje „rychloobrátkové procesy“ (daily trading): čísla jsou k dispozici v reálném čase, ale jejich správná interpretace pro stanovení přiměřené dlouhodobé hodnoty - ke které by tržní ceny teoreticky měly konvergovat - je obtížná. V určitých obdobích je třeba aktuální data jednoduše ignorovat.

## Data pro stanovení rizika – návrat k jednodušším postupům

Ve základní formě vyjádření rizika figurují dva, resp. tři prvky:

- (a) bezriziková míra ( $r_f$ ),
- (b) riziková prémie (RP nebo ERP), a
- (c) koeficient citlivosti ceny daného titulu k riziku celého trhu ( $\beta$ ).

Vnímání přinejmenším prvních dvou parametrů se v čase mění.

### Bezriziková míra

Za bezrizikovou míru návratnosti se považuje výnos dlouhodobých vládních dluhopisů „bezpečných“ vlád – USA, Velké Británie nebo Německa (pro Evropu). I bezriziková míra je však v dnešní době riziková. Stanoví se na bázi dat z trhu, a je v posledních letech nebezpečně nízká.

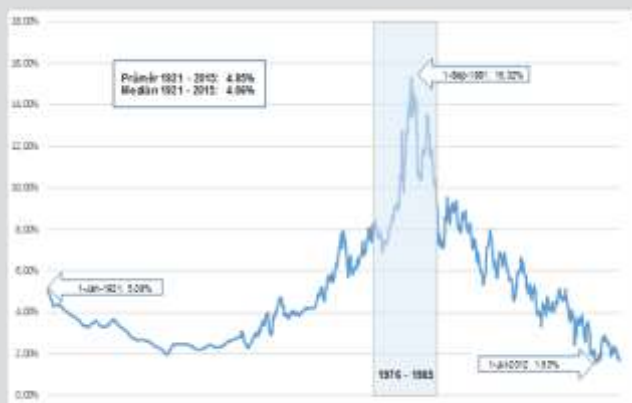
Pokud mají mít parametry použité v oceňovacích modelech vypovídací schopnost pro stanovení hodnoty, která je svou povahou dlouhodobá, musejí mít rovněž dlouhodobý charakter. Kromě toho by se měly vztahovat k budoucnosti. Vzhledem k výkyvům na kapitálových trzích v posledním století lze jako vodítko používat zjednodušené průměrné hodnoty a zvolit přiměřený historický horizont. I když pro budoucnost ... – kdoví.

U bezrizikové míry návratnosti lze jako příklad uvést historické výnosy vládních dluhopisů na trhu, který má nejdelší historii a je nejsledovanější – USA:

(Pokračování na straně 5)

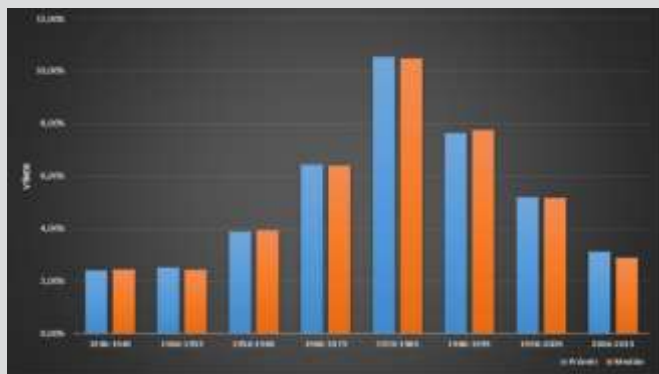
(Pokračování ze strany 4)

Obr. 1: Vývoj výnosu desetiletých vládních obligací za období 1921 – 2015<sup>9</sup>.



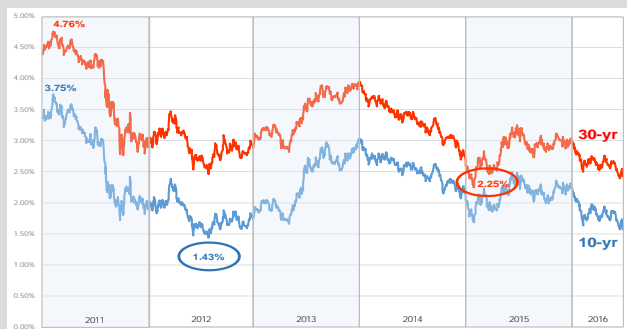
Rozpětí hodnot je enormní, a ani „zprůměrování“ po dekadách příliš nepomáhá:

Obr. 2: Statistické hodnocení výnosnosti po dekadách.



Rekordní výnosy dlouhodobých amerických vládních dluhopisů trh zaznamenal v roce 1981, u třicetiletých obligací 15,20% a u desetiletých dokonce 15,84%. Od té doby vykazují pokles.

Obr. 3: Výnosnost amerických vládních dluhopisů 2006 – 2016 (červen).

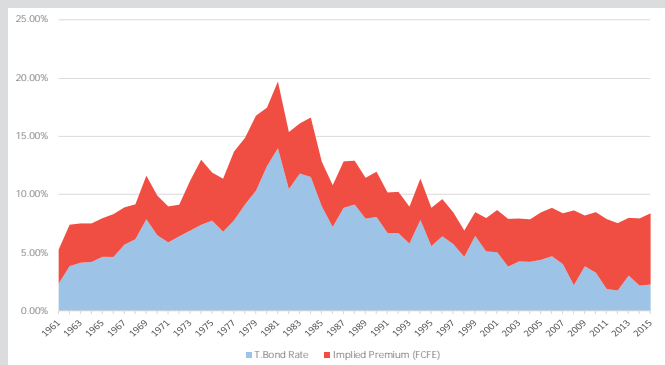


Zdroj: U.S. Department of the Treasury (<https://www.treasury.gov/resource-center/>)

V posledních pěti letech výnos dluhopisů registroval historická minima: u třicetiletých obligací 2,25% na začátku roku 2015, u desetiletých obligací 1,43% v červenci 2012. Při neuváženém uplatnění dat z posledních období pro stanovení přiměřené tržní hodnoty může dojít k výraznému nadhodnocení investic.

## Riziková prémie

Prémii za riziko trhu (RP nebo ERP) se zabývá např. profesor Aswath Damodaran (Stern School of Business, New York University). Jeho výpočty za období 1961 – 2015 i u tohoto parametru ukazují značný rozptyl. Následující graf ilustruje implikovanou rizikovou prémii (implicitně  $\beta = 1$ ) spolu s bezrizikovou premií za posledních 55 let:



	Max	Min	Průměr	Medián
T-Bonds - výnos Rok	13.98% 1981	1.76% 2012	6.19%	5.89%
Riziková prémie Rok	6.45% 1979	2.05% 1999	4.11%	3.77%

Zdroj dat: Aswath Damodaran, vlastní grafické zpracování

I u rizikové prémie je rozsah hodnot za posledních 55 let obrovský: 2,05% - 6,45%.

Rozsáhlý výzkum u analytiků pracujících na ocenění (v Evropě a v USA)<sup>10</sup> ukázal, že rozpětí obou zmíněných parametrů užívaných v praxi v roce 2015 bylo značné:

V některých zemích byla minimální používaná hodnota bezrizikové míry návratnosti i pod 1%, maximální u úrovni 5,5% (USA a Británie). Mírným povzbuzením je, že průměry indikují používaný rozsah tohoto parametru ve všech teritoriích nad úrovní výnosů vládních dluhopisů z posledních let (např. v USA 3,4% oproti průměrnému výnosu 2,84% u třicetiletých dluhopisů v roce 2015).

U rizikové prémie uvádí výzkum průměr v jednotlivých zemích v rozsahu od 4,8% (Británie) do 5,8% (USA). To koresponduje s doporučením společnosti Duff & Phelps z ledna 2016 používat pro americký kapitálový trh prémii za riziko trhu ve výši 5,5% při bezrizikové míře návratnosti 4,0%.

I přes neustávající výzkum historických a průběžných dat neexistuje zcela spolehlivý zdroj, o který by bylo možné data pro model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) opřít. Přitom i nejjednodušší kalkulace návratnosti se zohledněním bezrizikové míry a rizikové prémie (bez specifické citlivosti daného titulu k trhu –  $\beta$ ) může vést ke značnému rozptylu výsledné hodnoty. U přímočarého diskontování (např. u modelu diskontované dividendy - DDM) se budou při nulovém růstu dividendy, neupravené rizikové prémii ( $\beta = 1$ ) a uplatnění jednoprocentního rozsahu o obou hlavních prvků („legitimní extrém“) výsledné hodnoty lišit o více než 20%. Zahnutí parametru růstu (Gordonův vzorec) interval dále rozšiřuje.

Relativně malé rozpětí přijatelných hodnot kritických pro oceňování -  
(Pokračování na straně 6)

(Pokračování ze strany 5)

a jaký rozdíl. Přidejme riziko země, velikosti, a benevolenci v subjektivní deklaraci dalších rizik, a skeptici mohou tvrdit, že kalkulovaná přiměřená tržní hodnota může být od 0 do nekonečna. A její vypovídací schopnost pro úspěšné investování se vypařila.

## Skepse, světlo na konci tunelu a povzbudivý závěr

Mohli bychom propadnout skepsi: Kapitálové trhy mají parametry, kterým nerozumíme. V některých případech lze vlivy sledovat a interpretovat, nelze je však spolehlivě kvantifikovat pro aplikaci na předpověď.

Navíc teorie oceňování jsou po půl století stále na počátku<sup>11</sup>. Jejich základy jsou otřeseny (hypotéza efektivních trhů - EMH, model oceňování kapitálových aktiv – CAPM<sup>12</sup>), chybí spolehlivé záchytné body.

Pozitivním závěrem však může být, že finanční odborníci (analytici, manažeři investičních portfolií) fungují jako řemeslníci<sup>13</sup>. S rostoucími zkušenostmi jsou schopni se vyrovnat s nedostatky teorií a „nereagovat“ na překotné změny na kapitálových trzích.

Navíc mají jistou oporu ve výzkumu ze strany akademiků, kteří neustále zpřesňují své závěry a uvádějí data, byť nezávazná, která usilují o eliminaci vlivů ekonomických cyklů a výkyvů na kapitálových trzích. A to nejen u parametrů pro fundamentální analýzu, ale i u dalších důležitých dat, která „fundamentální“ analytik může použít pro korekci názorů: například u poměru zisku k ceně (P/E ratio), který profesor a nositel Nobelovy ceny Rob Schiller pravidelně aktualizuje v cyklicky upravené podobě<sup>14</sup>.

Reakce odborníků na zprávy z trhu je – v případě oceňování společností a jejich akcií – řekněme, zpomalená. Intuice, vypěstovaná letitým provozováním řemesla, je nezklame. Vývoj trhů po referendu o Brexitu pravděpodobně ukáže, že prvotní přehnané reakce kapitálových trhů nelze brát příliš vážně. Jsou motivovány snahou o rychlý spekulativní výnos, ve kterém má rychlá reakce a změna složení investičního portfolia klíčový význam. U ocenění akcií, tj. stanovení jejich dlouhodobé přiměřené tržní hodnoty se taková reakce mívá účinkem.

<sup>1</sup>Do žen a do melounů nevidíš. Italské [příslloví]. Např.: Jiří Plachetka: Velká encyklopedie citátů a přísloví. 2. rozšířené a upravené vydání. Academia, nakladatelství AV ČR, 1999, str. 503.

<sup>2</sup> Pro zjednodušení se v tomto příspěvku výraz akcie používá pro veřejně obchodované cenné papíry i podíly v soukromých společnostech vyjadřující vlastnictví vlastního kapitálu (equity).

<sup>3</sup> Miloš Mařík a kol.: Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy. 3. rozšířené a upravené vydání. Ekopress, s.r.o. Praha, 2011, str. 22. Odkaz na International Valuation Standard 1, IVS 2005, str. 82, odst. 3.1. Další standardně používané definice jsou obsahově identické.

<sup>4</sup> “Cash is king.” je otřepaná fráze snad všech – přinejmenším angloamerických - učebnic Corporate Finance / Investments / Valuation / ...

<sup>5</sup> Akademiků, kteří na nedostatky teorie efektivních trhů upozorňovali, bylo v období před internetovou horečkou více, např. profesor Robert A. Haugen, UCLA: The New Finance: The Case Against Efficient Markets. Prentice-Hall, Inc. 1995.

<sup>6</sup> Model a jeho název byl představen počátkem šedesátých let 19. století a jeho zavedení je připisováno pánům J. Treynor, William F. Sharpe, J. Lintner a J. Mossin.

<sup>7</sup> ERP – equity risk premium (riziková prémie přiřazená investicím do akcií), nebo obecněji RP – risk premium (riziková prémie trhu, indikovaná jako vyšší návratnost investic do cenných papírů jiných než vládní dluhopisy).

<sup>8</sup> Úplná citace obsahuje další podmínky: ... to platí potud, pokud se společnost pohybuje v rámci pravidel hry, tj., podniká na otevřeném volném trhu bez podvodů a krádeží.

<sup>9</sup> US 10 Year Treasury Yield, <http://www.multpl.com/>

<sup>10</sup> Pablo Fernandez, Alberto Ortiz and Isabel F. Acin: Huge dispersion of Risk-Free Rate and Market Risk Premium used by analysts in USA and Europe in 2015. IESE Business School, November 2015.

<sup>11</sup> “Theories are in their infancy.” Roger Grabowski na European Valuation Conference organizované Americal Society of Appraisers v Praze, 26-27 května 2016.

<sup>12</sup> např. Pablo Fernandez: CAPM: an absurd model. Business Valuation Review: Spring 2015, roč. 34, č. 1, s. 4-23.

<sup>13</sup> Aswath Damodaran na European Valuation Conference v Praze, 26-27 května 2016: “Valuation is like a craft.”

<sup>14</sup> CAPE – cyclically adjusted price-earnings ratio.



## Úřední hodiny v sídle společnosti :

Po: 9:00-12:00 a 14:00-16:30  
 Út: 9:00 - 12:00  
 St: 9:00-12:00 a 14:00-16:30  
 Čt: 9:00 - 12:00  
 Pá: 9:00-12:00 a 14:00-16:30

## UPOZORNĚNÍ:

*Investování do cenných papírů prostřednictvím otevřených podílových fondů přináší rizika vyplývající z vývoje na kapitálových a peněžních trzích. Minulé výnosy fondu nejsou zárukou výnosů budoucích. Investiční strategie otevřených podílových fondů AKRO investiční společnosti je zaměřena na dlouhodobé zhodnocování vložených prostředků a není vhodná pro investory s krátkým investičním horizontem. Předtím, než investujete se důkladně seznáme s obsahem statutu vybraného fondu a se sdělením klíčových informací.*