

## Z obsahu

**Aktuálně:** změna statutů

**Upozornění:** úprava provozní doby

**Informace:** pro podílníky C.S. Fondů



## Slovo portfolio manažera

### Komplexní zdravotní prohlídka

Přestože jsou globálně banky v dobré kondici, u třetiny kótovaných čínských společností existuje riziko finančních potíží.

Nedávná studie společnosti AKRO se zabývala finančním stavem bankovního a nebankovního sektoru na řadě významných akciových trhů od období před finanční krizí v roce 2008.

Při použití ukazatele - poměru hmotného kmenového kapitálu k rizikově váženým aktivům (TCE/RWA), poukazují výsledky na dramatické zlepšení finančního zdraví kótovaných bank od krize let 2008/9. Výsledky dokládají úspěch tvůrců politik na celém světě při zvyšování minimálních kapitálových požadavků finančních institucí a omezování zadluženosti.

(Pokračování na straně 2)

## Výkonnost AKRO akciového fondu nových ekonomik



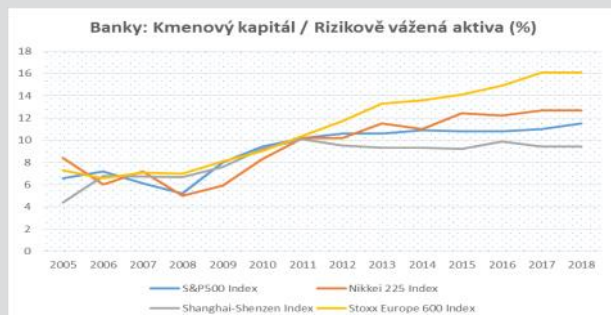
Hodnota podílových listů AKRO akciového fondu nových ekonomik přesáhla v květnu letošního roku hranici **3,00 Kč/PL**, a to 3 po sobě jdoucí týdny.

(Pokračování ze strany 1)

Když však bylo přezkoumáno běžně používané měřítko finančních potíží u nefinančních subjektů, Altmanovo Z-skóre, ukázalo se, že celkový zdravotní stav nefinančního sektoru zůstal překvapivě konstantní. Celkové výsledky ke konci roku 2018 jsou téměř identické s výsledky ke konci roku 2005. Výsledky také ukazují, že kótované společnosti v USA jsou v průměru finančně výrazně silnější než jejich protějšky z jiných zemí.

Více než polovina společností v japonském indexu Nikkei 225 a čínském indexu Shanghai-Shenzhen má Z-skóre pod úrovní, která je považována za obezřetnou. Kromě toho 27 % společností v indexu Nikkei 225 a 32 % společností v indexu Shanghai-Shenzhen lze považovat za subjekty s vysokým rizikem finančních potíží a možného konkursu.

Vzhledem k tomu, že směřujeme k dalšímu celosvětovému poklesu, měla by slabá finanční situace mnoha nefinančních společností, zejména v Asii, představovat důvod k znepokojení.



## Bankovní zdravotní prohlídka

Po finanční krizi se ukázalo, že jeden koeficient – poměr hmotného kmenového kapitálu k rizikově váženým aktivům (TCE/RWA), předčil všechny ostatní ve schopnosti předznamenat budoucí finanční obtíže. Více než deset let po finanční krizi z let 2008/9 proto stojí za to přezkoumat, zda úsilí tvůrců politik o posílení globálního bankovního systému měřeného tímto koeficientem bylo úspěšné.

Common Equity/Risk Weighted Assets	Shanghai-Shenzhen		STOXX	
	S&P500 Index	Nikkei 225 Index	Shenzhen Index	Europe 600 Index
Dates	Index	Index	Index	Index
12/30/2005	6.6	8.4	4.4	7.3
12/29/2006	7.2	6.0	6.8	6.6
12/31/2007	6.1	7.2	#N/A	7.1
12/31/2008	5.2	5.0	6.7	7.0
12/31/2009	8.0	5.9	7.6	8.1
12/31/2010	9.4	8.3	9.2	9.0
12/30/2011	10.2	10.2	10.1	10.4
12/31/2012	10.6	10.2	9.5	11.7
12/31/2013	10.6	11.5	9.3	13.3
12/31/2014	10.9	11.0	9.3	13.6
12/31/2015	10.8	12.4	9.2	14.1
12/30/2016	10.8	12.2	9.9	14.9
12/29/2017	11.0	12.7	9.4	16.1
12/31/2018	11.5	12.7	9.4	16.1

Tabulka 1: Roční zdravotní prohlídka: Banky /Zdroj: AKRO investiční společnost / Bloomberg

(Pokračování na straně 3)

## Provozní doba

Upozorňujeme na úpravu otevírací doby pro veřejnost:

**Od 1. 8. 2019** přijímáme pokyny k vydání a odkoupení podílových listů ve dnech:

Út a Čt 9:00 - 12:00 hodin,

St a Pá 9:00 - 12:00 a 14:00 - 16:30 hodin.

## Statuty

S účinností od 1. 8. 2019 byly upraveny statuty všech našich fondů. Změny se týkají frekvence oceňování, stanovení a uveřejnění aktuální hodnoty podílových listů. V souvislosti s tím byla upravena lhůta pro vydávání a odkupování podílových listů.

Změny byly promítnuty také do Sdělení klíčových informací.

## Nepřehlédněte

Od 1. 8. 2019 se majetek fondů AKRO oceňuje 1x za měsíc dle údajů dosažených k poslednímu dni daného kalendářního měsíce.

Jedenkrát za měsíc budou stanovovány a uveřejňovány aktuální hodnoty podílových listů. Aktuální hodnoty za příslušný měsíc budou uveřejňovány vždy druhý pracovní den následující po rozhodném dni pro stanovení aktuální hodnoty podílového listu.

Investiční společnost vydá podílové listy do 10 dnů po dni uveřejnění aktuální hodnoty podílových listů.

K odkoupení podílových listů dojde nejpozději do 1 měsíce po obdržení žádosti o odkup.

## Bývalé C. S. Fondy

Společnost AKRO podala dne 2. 8. 2019 ústavní stížnost proti Rozsudku Obvodního soudu pro Prahu 6, Rozsudku Městského soudu a proti Usnesení Nejvyššího soudu ČR.

Celé znění ústavní stížnosti je k dispozici na našich stránkách.

Vydávání a odkupování podílových listů dotčených fondů je nadále POZASTAVENO.

(Pokračování ze strany 2)

Střední hodnota koeficientu ke konci roku pro banky v různých hlavních indexech je uvedena v Tabulce 1 (a rovněž v úvodním grafu). Při přezkoumání údajů je zřejmé, že bezprostředně před finanční krizí mnoho bank vykazovalo velmi nízké úrovně kmenového kapitálu. Přestože to v dobrých letech vedlo k zvýšení kapitálové návratnosti jejich akcionářů, během krize relativně malé odpisy aktiv, např. komerčních nebo rezidenčních nemovitostí, nebo zvýšení závazků představovaly riziko likvidace vlastního kapitálu a následnou platební neschopnost. Jinými slovy, čím větší je kapitálová rezerva, tím je pravděpodobnější, že banka krizi přežije. Toto poučení z krize u tvůrců politik, regulátorů a samotných bankéřů neupadlo v zapomnění.

Od roku 2008 vykazuje střední hodnota TCE/RWA pro banky ve všech hlavních aspektech dramatické zlepšení. Zatímco jednotlivé banky se stále vyrovnávají s problémy, je zřejmé, že bankovní sektor je celosvětově v mnohem silnější pozici, která mu umožní ustát jakoukoli budoucí finanční krizi. Z hlavních trhů zkoumaných k datu 9. dubna mají pouze čínské banky střední hodnotu koeficientu TCE/RWA nižší než 10.

## Zdravotní prohlídka nefinančních subjektů



Poznámka: Skok v Z-skóre za rok 2007 pro index Shanghai-Shenzhen odrážel nárůst hodnot čínského kapitálu v roce 2007. Tržní hodnota kapitálu je součástí Z-skóre.

**Zdroj:** AKRO investiční společnost / Bloomberg

Zatímco bankovní sektor se ukázal být epicentrem poslední finanční krize, je důležité sledovat i celkový finanční zdravotní stav nefinančních společností. K tomu AKRO využilo snad nejnámějšího měřítka finančních potíží, tzv. Altmanovo Z-skóre. Z-skóre využívá MDA (Multivariační diskriminační analýzu) k identifikaci firem ve finančních potížích. Jsou v něm spojeny míry likvidity, ziskovosti, zadluženosti, platební schopnosti a aktivity do jediného skóre finančního zdravotního stavu. Tato chytrá kombinace měř také zachycuje vliv „velikosti“. Pokud jde o finanční potíže, na velikosti záleží. Platí totiž, že u větších společností je mnohem méně pravděpodobné, že půjdou do konkursu.

Čím nižší je skóre, tím vyšší je riziko finančních potíží a konkursu.

$$Z = 0.717 (x1) + 0.847 (x2) + 3.107 (x3) + 0.420 (x4) + 0.998 (x5)$$

X1 – Provozní kapitál/Aktiva celkem

X2 – Nerozdělený zisk/Aktiva celkem

X3 – Zisk před úroky a zdaněním/Aktiva celkem

X4 – Tržní hodnota vlastního kapitálu/Účetní hodnota závazků celkem

X5 – Tržby/Aktiva celkem

Ve studii založené na analýze 120 firem, které nesplácely svůj veřejně deklarovaný dluh během období 1997 – 1999, představovala míra přesnosti předpovědi vzniku platební neschopnosti hodnotu 94 %. Tzn. 113 ze 120 při použití mezního skóre 2,67. 84 % při použití mezního skóre 1,81. V důsledku toho střední hodnota skóre 2,4 v Japonsku, 2,7 v Číně a 3,1 v Evropě naznačuje, že polovina všech kótovaných společností v těchto regionech je do jisté míry ohrožená, pokud by se obchodní podmínky zhoršily (tabulka 2 a výše uvedený graf). V ostrém kontrastu k tomu se zdá, že průměrná kótovaná americká společnost, se střední hodnotou Z-skóre 4,3, se nachází v dobré situaci, která jí umožní vydržet další hospodářský pokles.

Proč ta všeobecná nízká skóre a čím to, že jsou americké společnosti finančně silnější? Tabulka 3 uvádí rozklad vstupů do Z-skóre. Skóre Spojených států dosahují vysokých hodnot u všech koeficientů. To, že se mnohé společnosti rozhodnou zadlužit v méně než obezřetné výši, není překvapením. Klíčovým hlediskem je daňový štít nabízený dluhem a nikoliv kapitálovým financováním (úroky z dluhů jsou placeny z příjmů před zdaněním, kapitálové dividendy ze zisku po zdanění). K dalším věcem, které jsou zohledňovány, patří: posílení rozvah s cílem podpořit krátkodobé výnosy, rozdílná struktura indexů, např. volatilní technologické společnosti často drží více peněz než společnosti ve stabilních odvětvích.

Vyšší úroveň nerozdělených příjmů/hotovosti u mnoha amerických společností není nedávným fenoménem a je předmětem mnoha komentářů ze strany tisku. Částečně tento důvod pravděpodobně souvisí s daňovým plánováním, kdy se mnoho amerických společností zdráhá repatriovat zisky ze strachu ze zvýšení jejich efektivní daňové sazby. Celkové vyšší násobky ocenění udělované americkým akciím jsou také faktorem, který se odráží ve vyšším Z-skóre amerických společností.

Ať už je důvod jakýkoliv, je jasné, že americké společnosti jsou v průměru finančně mnohem silnější než jejich zahraniční protějšky, a proto jsou schopny lépe odolávat budoucím finančním/ekonomickým otřesům.

(Pokračování na straně 4)



(Pokračování ze strany 3)

Tabulka 2: Roční zdravotní prohlídka: Nefinanční subjekty

Altman Z-Score	Shanghai- STOXX			
	S&P500 Index	Nikkei 225 Index	Shenzen Index	Europe 600 Index
Dates				
12/30/2005	4.2	2.5	2.8	3.2
12/29/2006	4.4	2.7	2.7	3.4
12/31/2007	4.4	3.2	5.0	3.4
12/31/2008	3.8	2.2	2.4	2.8
12/31/2009	4.0	1.9	3.1	2.9
12/31/2010	4.2	2.1	3.0	3.1
12/30/2011	4.2	2.1	2.7	3.1
12/31/2012	4.3	2.2	2.6	3.2
12/31/2013	4.5	2.3	2.7	3.5
12/31/2014	4.6	2.4	3.5	3.5
12/31/2015	4.3	2.4	3.2	3.4
12/30/2016	4.3	2.4	2.9	3.2
12/29/2017	4.3	2.5	2.9	3.5
12/31/2018	4.3	2.4	2.7	3.1

Poznámka: Skok v Z-skóre za rok 2007 pro index Shanghai-Shenzhen odrážel nárůst hodnot čínského kapitálu v roce 2007. Tržní hodnota kapitálu je součástí Z-skóre. Údaje pro Nikkei 225 před rokem 2008 jsou pouze orientační.

Zdroj: AKRO investiční společnost /Bloomberg

Tabulka 3: Rozklad Z-skóre

Z-Score: Komponenty	S&P500 Index	Nikkei225 Index	Shanghai- Shenzhen300 Index	STOXX Europe 600 Index
12/31/2018				
Provozní kapitál/ Hmotný majetek	0.08	0.13	0.08	0.05
Nerozdělený zisk/ Hmotný majetek	0.35	0.26	0.17	0.21
Tržní hodnota kapitálu /Závazky celkem	1.47	1.02	1.12	1.27
EBIT/ Hmotný majetek	0.11	0.06	0.06	0.08
Tržby/ Hmotný majetek	0.80	0.71	0.49	0.66

Zdroj: AKRO investiční společnost/Bloomberg

## Zatímco banky obnovují svou sílu, mnoho nefinančních subjektů si nadále počíná neukázněně a bezstarostně

Nedávný zvrat u americké výnosové křivky, který často předznamenává recesi, vyvolal obavy z globálního ekonomického poklesu. Uklidnění skýtá skutečnost, že přezkum finančního zdravotního stavu hlavních kótovaných bank naznačuje, že **globální bankovní systém je nyní v mnohem silnější situaci než před finanční krizí roku 2008**. Pouze v Číně mají banky střední hodnotu poměru Kmenového kapitálu k Rizikově váženým aktivům nižší než 10. Významné je, že i toto číslo je mnohem silnější než v období před finanční krizí. Tyto výsledky by měly investory a regulační orgány uklidnit.

Přezkoumání finančního zdravotního stavu nefinančního sektoru však odhaluje řadu překvapení. Za prvé, od roku 2005 zůstává střední hodnota Z-skóre pro společnosti ve všech zkoumaných akciových indexech prakticky nezměně-

na. **Nefinanční společnosti celkově neřídí své finanční záležitosti jinak než před krizí**. Byly veškeré snahy řídit společnosti v období po krizi obezřetněji vyváženy pokušením využít nadměrně nízké náklady dluhu? Druhým překvapením je, že kótované **americké společnosti jsou v průměru finančně mnohem silnější než společnosti v Evropě a Asii**. Tato přetrvávající anomálie mimo jiné odráží vyšší úroveň nerozděleného zisku a vyšší násobky ocenění přiznané americkým společnostem.

Posledním a poněkud znepokojujícím překvapením je, že **střední hodnota Z-skóre nefinančních společností v Asii zůstává na hranici hodnoty, kterou lze považovat za finančně obezřetnou**. Na základě metodiky Z-skóre zhruba 27 % nefinančních společností v indexu Nikkei 225 a 32 % společností v indexu Shanghai-Shenzhen čelí vysokému riziku finančních potíží a možného úpadku.

Tabulka 4: Procento nefinančních společností ohrožených finančními potížemi

Risk of Financial Distress	Shanghai- STOXX			
	S&P500 Index	Nikkei 225 Index	Shenzen Index	Europe 600 Index
12/31/2018				
<b>High Risk (Z-score below 1.81)</b>				
No of Companies	65	54	77	75
Total Observations	392	198	244	403
<b>High Risk (%)</b>	<b>17%</b>	<b>27%</b>	<b>32%</b>	<b>19%</b>
<b>Possible Risk (Z-score below 2.67)</b>				
No of Companies	104	119	122	153
Total Observations	392	198	244	403
<b>Possible Risk (%)</b>	<b>27%</b>	<b>60%</b>	<b>50%</b>	<b>38%</b>

## Závěrem

Dramatický nárůst finanční síly bankovního sektoru kótovaných subjektů odráží více než deset let úsilí bank a jejich regulačních orgánů o zlepšení kapitálové pozice a snížení zadlužení sektoru. Nízká finanční síla průměrné nefinanční společnosti, zejména mimo USA, by však měla být důvodem k znepokojení. Tyto nepřijemné výsledky zcela jistě znovu podnítl debatu o finanční obezřetnosti a optimální kapitálové struktuře společností. Autor se domnívá, že v podstatě slabá finanční pozice mnoha společností deset let po finanční krizi odráží rozbitý systém daňových, úrokových i měnově-politických pobídek, který povzbudil mnoho společností k zadlužení nad obezřetnou úroveň.

Anglická verze článku: <https://blogs.cfainstitute.org/investor/2019/06/11/global-financial-health-check-up-whats-the-prognosis/>

Jeremy Monk  
Investiční ředitel  
27. května 2019

## 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.