



1. Oceňování investičních fondů a investičních společností

1.1 Oceňování investičních fondů

Oceňování investičních fondů a investičních společností bude relativně komplikovanou záležitostí, neboť jak již bylo uvedeno v rámci kapitoly o oceňování bank, investiční činnost je velmi komplikovanou záležitostí, obtížně plánovatelnou. Při identifikaci postupů oceňování těchto subjektů je třeba pochopit jejich specifika a jejich úlohu. Zvláště bude posouzeno oceňování investičních fondů a zvláště investičních společností. Investiční fond je produktem tzv. kolektivního investování, které je charakteristické tím, že shromažďuje peněžní prostředky od drobných střadatelů a pak je hromadně investuje. Očekává se profesionální řízení těchto fondů, diverzifikace rizika a pochopitelně také podíl investičního fondu na příslušném zhodnocení investic drobných střadatelů. Klíčová pro účely oceňování tedy bude především hodnota majetku investičního fondu, respektive změna majetku investičního fondu, a také hodnota dividendových a úrokových výnosů tohoto fondu. Investiční fond může existovat jako samostatná akciová společnost, kde vkladatelé kapitálu se stávají akcionáři a spolumajiteli tohoto fondu, přičemž není zajištěn zpětný odkup¹, nebo se může jednat o fond podílový, který nemá samostatnou existenci a funguje jako součást investiční společnosti, přičemž investoři mají v případě otevřeného podílového fondu nárok na zpětný odkup svého podílu za tržní cenu. Jedná se o jeden z možných důvodů ocenění tohoto fondu. Pokud bychom chtěli investiční fond poněkud podrobněji charakterizovat, můžeme se nejprve zmínit o již neúčinném zákonu č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování², který vymezil investiční fond jako „*právníckou osobu, jejímž předmětem podnikání je kolektivní investování a která má příslušné povolení ČNB k činnosti investičního fondu*“. Měla formu akciové společnosti, která vznikala na bázi neveřejné nabídky akcií, tedy jako uzavřený investiční fond.

Současná právní úprava³ člení investiční fondy na fondy kolektivního investování a na fondy kvalifikovaných investorů. Pod pojmem fondů kolektivního investování zákon⁴ rozumí „*právníckou osobu se sídlem v České republice, která je oprávněna shromažďovat peněžní prostředky od veřejnosti vydáváním akcií a provádět společné investování shromážděných peněžních prostředků*“, nebo „*podílový fond, jehož účelem je shromažďování peněžních prostředků od veřejnosti vydáváním podílových listů a společné investování shromážděných peněžních prostředků*“, a také nově „*podílový fond nebo akciová společnost s proměnným základním kapitálem, jehož nebo jejímž účelem je shromažďovat peněžní prostředky alespoň*

¹ S výjimkou investičního fondu s proměnlivým základním kapitálem, který bude analyzován později.

² § 4 zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování.

³ Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

⁴ § 93 odst. 1 a 2 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

od dvou fondů kolektivního investování nebo srovnatelných zahraničních investičních fondů anebo podfondů fondu kolektivního investování nebo srovnatelných zahraničních zařízení“. Tyto fondy kolektivního investování, které splňují požadavky práva EU a jsou zapsány v příslušném seznamu vedeném ČNB, jsou nazývány fondy standardními. Fondy tyto požadavky nesplňující jsou nazývány fondy speciálními. Skutečnost, že se v případě standardních fondů jedná o fondy pod přísnější kontrolou legislativy EU, bude mít opět na proces jejich oceňování relativně pozitivní vliv, neboť se u těchto fondů dá předpokládat větší stabilita a také lepší finanční zdraví.

Vedle fondů kolektivního investování byly nově zavedeny pojmy kvalifikovaných investorů, které jsou definovány⁵ jako „*a) právnická osoba se sídlem v České republice, která je oprávněna shromažďovat peněžní prostředky nebo peníze ocenitelné věci od více kvalifikovaných investorů vydáváním účastnických cenných papírů nebo tak, že se kvalifikovaní investoři stávají jejími společníky, a provádět společné investování shromážděných peněžních prostředků nebo penězi ocenitelných věcí na základě určené investiční strategie ve prospěch těchto kvalifikovaných investorů a dále spravovat tento majetek“*, nebo jako „*b) podílový fond, jehož účelem je shromažďování peněžních prostředků nebo penězi ocenitelných věcí od více kvalifikovaných investorů vydáváním podílových listů a společné investování shromážděných peněžních prostředků na základě určené investiční strategie ve prospěch vlastníků těchto podílových listů a další správa tohoto majetku“*, a dále pak „*c) svěřenecký fond, 1. jehož statut určuje více kvalifikovaných investorů jako obmyšlených, kterými jsou zakladatel tohoto svěřeneckého fondu nebo ten, kdo zvýšil majetek tohoto svěřeneckého fondu smlouvou, a 2. který je zřízený za účelem investování na základě určené investiční strategie ve prospěch jeho obmyšlených“*. Specifickými druhy těchto fondů jsou kvalifikovaný fond rizikového kapitálu, kvalifikovaný fond sociálního podnikání a zahraniční investiční fond.

Při stanovení metodiky oceňování investičního fondu musí být brána do úvahy již dříve zmíněná hodnota majetku investičního fondu a její očekávaný vývoj a také výnosy z tohoto majetku. Nabízí se tedy obecný přístup k ocenění na bázi součtu obou položek, tj. v aktuální tržní hodnotě jednotlivých složek majetku investičního fondu a současné hodnotě očekávaných výnosů z těchto jednotlivých složek majetku. Aby nedošlo k dublování, bude se vycházet z hodnoty majetku investičního fondu ke dni ocenění a případné změny majetku do budoucna se projeví v rámci plánu výkazu zisků a ztráty, kde budou tyto kladné nebo záporné změny zohledněny. Pro účely oceňování bude tedy nezbytně nutné vycházet z následujících položek⁶:

1. Tržní hodnota jednotlivých složek majetku investičního fondu.
2. Očekávané čisté budoucí úrokové výnosy z jednotlivých složek majetku.
3. Očekávané čisté budoucí dividendové výnosy z jednotlivých složek majetku.
4. Ostatní čisté finanční výnosy.
5. Provozní a jiné náklady.

⁵ § 95 odst. 1 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

⁶ Hrdý, M. Úvod do oceňování standardů pro investiční společnosti, investiční fondy a penzijní společnosti. *Oceňování: čtvrtletník*. 2013. sv. 6, č. 2, s. 14–26. a Hrdý, M. Oceňování investičních fondů a investičních společností v kontextu nové zákonné úpravy. *Oceňování: čtvrtletník*. 2015. sv. 8, č. 2, s. 47–57.

6. Změny v ocenění jednotlivých investičních nástrojů (opravné položky).

Obecné vzorce, které mohou být modifikovány pro účely některých specifických fondů kolektivního investování či fondů kvalifikovaných investorů, vypadají následujícím způsobem:

$$THFKI = THMFKI + \sum_{n=1}^N \frac{OCUZ_n}{(1+i)^n} + \frac{OCZU_n \times (1+g)}{i-g} \times \frac{1}{(1+i)^N},$$

- kde $THFKI$ – tržní hodnota fondu kolektivního investování;
 $THMFKI$ – tržní hodnota majetku fondu kolektivního investování;
 $OCZU_n$ – odnímatelný čistý zisk upravený neboli dividendový potenciál;
 n – jednotlivá léta finančního plánu;
 i – diskontní úroková míra;
 g – očekávaný roční nárůst OCZU.

$$THFKvI = THMFKvI + \sum_{n=1}^N \frac{OCUZ_n}{(1+i)^n} + \frac{OCZU_n \times (1+g)}{i-g} \times \frac{1}{(1+i)^N},$$

- kde $THFKvI$ – tržní hodnota fondu kvalifikovaných investorů;
 $THMFKvI$ – tržní hodnota majetku fondu kvalifikovaných investování;
 $OCZU_n$ – odnímatelný čistý zisk upravený neboli dividendový potenciál;
 n – jednotlivá léta finančního plánu;
 i – diskontní úroková míra;
 g – očekávaný roční nárůst OCZU.

Odnímatelný čistý zisk upravený neboli dividendový potenciál můžeme pro oba výše uvedené vzorce identifikovat následujícím způsobem:

$$OCUZ_n = CUV + CDV + OFV + ZOP - OP - VPN - D - PPF,$$

- kde $OCZU_n$ – disponibilní peněžní příjem;
 CUV – čisté úrokové výnosy;
 CDV – čisté dividendové výnosy;
 OFV – ostatní finanční výnosy;
 ZOP – zúčtování opravných položek;
 OP – opravné položky;
 VPN – všeobecné provozní náklady;
 D – daň z příjmů;
 PPF – povinné přiděly do fondů.

Vedle obecných oceňovacích vzorců je třeba vzít do úvahy i specifika některých typů fondů. Např. již dříve zmíněné podílové fondy budou oceňovány na bázi pouze majetkového ocenění,

neboť případné výnosy z těchto fondů se promítnou do zhodnocení příslušného podílu, který bude zpětně odkoupen.

Akciová společnost s proměnným základním kapitálem⁷ je nový typ investičního fondu, který vykazuje, kromě kmenového základního kapitálu, ještě tzv. kapitál proměnlivý, který bude odkupován přímo touto akciovou společností, podobně jako jsou odkupovány podíly u jednotlivých podílových fondů investiční společností. Oceňování zde bude probíhat podobně jako v případě již dříve zmíněného podílového fondu, kdy bude rozhodující tržní hodnota akcie k datu odkupu. Tržní hodnota akcie může vycházet z tržní kapitalizace, avšak teoreticky správně by mělo být provedeno ocenění na bázi fondu kolektivního investování a tato hodnota pak rozpočítána na jednotlivé akcie, což by ale byla záležitost pochopitelně velmi komplikovaná. Předpokládá se tedy, že výkonnost této společnosti se promítne do tržní hodnoty akcie, za kterou bude možné podíl odkoupit.

Standardní i speciální fondy by měly být oceňovány podle stejné procedury, avšak pro znalce bude jednodušší provést finanční analýzu i prokázat princip going-concern u fondu standardního, který podléhá již dříve zmíněným přísnějším podmínkám EU, což zaručuje jeho větší věrohodnost týkající se způsobu jeho obhospodařování i způsobu řízení, než je tomu v případě fondu speciálního podléhajícího pouze národní legislativě.

Fondy kvalifikovaných investorů budou oceňovány především podle toho, jakou budou mít příslušnou právní formu. Může se jednat o právnickou osobu nebo o podílový fond nebo o svěřenský fond⁸. Pokud se bude jednat o právnickou osobu, bude probíhat oceňování podle dříve uvedeného vzorce pro *THFKvI*. To se týká nejen akciové společnosti, ale i společnosti s ručením omezeným, komanditní společnosti, evropské společnosti, kde pouze nebudeme používat název dividendový potenciál, ale pouze odnímatelný čistý zisk upravený, nebo též ziskový potenciál. Jiné to bude v případě podílového fondu, který musí být i v případě, že se jedná o fond kvalifikovaných investorů, oceněn na bázi majetkového ocenění aktuální tržní hodnotou majetku přepočítanou na jeden podíl. Otázkou zůstává ocenění svěřenského fondu, který je založen pro speciální účely a má být využit nejčastěji ve prospěch obmyšleného podle vůle zakladatele⁹. Tento fond nemá ani právní osobnost. Existuje však určitý časový horizont mezi založením tohoto fondu a mezi jeho vypořádáním ve prospěch obmyšleného. Ocenění by tedy mohlo být provedeno na bázi aktuální tržní hodnoty majetku v tomto fondu. Ocenění by se poté provedlo na základě příslušného druhu tohoto majetku. Pokud by se jednalo o movitý či nemovitý majetek, přicházelo by do úvahy ocenění na bázi příslušného soudního znalce, v případě cenných papírů by se mohla využít tržní hodnota, nebo by mohla být stanovena v případě akcie či obligace vnitřní hodnota tohoto cenného papíru apod. Do úvahy by měly být

⁷ § 154 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, říká, že: „*Akciová společnost s proměnným základním kapitálem je akciová společnost, která vydává akcie, s nimiž je spojeno právo akcionáře na jejich odkoupení na účet společnosti, a jejíž systém vnitřní struktury je monistický a obchodní firma obsahuje označení ‚investiční fond s proměnným základním kapitálem‘.*“

⁸ § 95 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

⁹ Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, v rámci § 1448 hovoří o tom, že: „*Svěřenský fond se vytváří vyčleněním majetku z vlastnictví zakladatele tak, že ten svěří správci majetek k určitému účelu smlouvou nebo poručením pro případ smrti a svěřenský správce se zaváže tento majetek držet a spravovat.*“

brány také poplatky za správu tohoto majetku, které by snižovaly jeho hodnotu, avšak zanedbatelným způsobem.

Formu kvalifikovaného fondu mají rovněž také kvalifikovaný fond rizikového kapitálu a kvalifikovaný fond sociálního podnikání. Jejich ocenění by mělo proběhnout stejným způsobem, jak je tomu v případě ostatních kvalifikovaných fondů, tj. na základě vzorce pro *THFKvI*. Při ocenění však bude nutné respektovat specifika a zásadní rozdílnost těchto fondů. Zatímco fond rizikového kapitálu se vyznačuje investicemi především do vysoce rizikových projektů, z čehož vyplývá, že bude u něho hrát klíčovou roli především výnosová složka *THFKvI*, kvalifikovaný fond sociálního podnikání se bude na druhou stranu zaměřovat spíše na sociální projekty s minimální nebo nulovou výnosností, čímž dojde naopak k výraznému oslabení výnosové složky *THFKvI* a rozhodující roli bude hrát majetková složka.

1.2 Oceňování investičních společností

Vedle investičního fondu existuje také pojem investiční společnost. Investiční společnost byla definována¹⁰ jako „*právnícká osoba, jejímž předmětem podnikání je kolektivní investování spočívající a) ve vytváření a obhospodařování podílových fondů a b) v obhospodařování investičních fondů na základě smlouvy o obhospodařování*“. Investiční společnost¹¹ mohla též „*obhospodařovat majetek v podílovém fondu jiné investiční společnosti nebo majetek investičního fondu, který nemá uzavřenu smlouvu o obhospodařování*“. Kromě těchto hlavních činností mohla investiční společnost vykonávat i činnosti další, mezi které patřilo např. vedení účetnictví, vyřizování právních služeb, vedení evidence podílových listů, vytváření a zabezpečení obchodní strategie fondu kolektivního investování, rozdělování a vyplácení výnosů z fondů kolektivního investování apod. pro jiné investiční společnosti či investiční fondy¹². Podle současné právní úpravy se zabývá otázkou investiční společnosti část zákona zabývající se obhospodařováním a obhospodařovatelem. Za obhospodařování investičního nebo zahraničního investičního fondu se považuje¹³ „*správa majetku tohoto fondu, včetně investování na účet tohoto fondu, a řízení rizik spojených s tímto investováním*“ a obhospodařovatelem je ten¹⁴, kdo „*obhospodařuje investiční nebo zahraniční investiční fond*“. Investiční společnost je definována¹⁵ jako „*právnícká osoba se sídlem v České republice, která je na základě povolení uděleného Českou národní bankou oprávněna obhospodařovat investiční fond nebo zahraniční investiční fond, popřípadě provádět administraci investičního fondu nebo zahraničního investičního fondu nebo vykonávat činnosti uvedené v § 11 odst. 1 písm. c) až f)*“. Oproti dřívější právní úpravě nedošlo ve vymezení investiční společnosti k žádným zásadním změnám a investiční společnost bude plnit roli obhospodařovatele, který bude generovat příjmy z obhospodařování a z administrace podílových fondů, investičních fondů, penzijních společností apod.

Za administraci a obhospodařování jednotlivých fondů bude investiční společnost inkasovat příslušnou provizi, která bude rozhodujícím příjmem investiční společnosti. Hodnota obhospodařovaného majetku bude hrát roli pouze zprostředkovaně, a to díky již zmíněným poplatkům a provizím, které budou z obhospodařování tohoto majetku plynout.

¹⁰ § 14 zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování.

¹¹ § 15 zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování.

¹² Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, a Hrdý, M. Úvod do oceňování standardů pro investiční společnosti, investiční fondy a penzijní společnosti. *Oceňování: čtvrtletník*. 2013. sv. 6, č. 2, s. 14–26.

¹³ § 5 odst. 1 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

¹⁴ § 6 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

¹⁵ § 7 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

Ocenění investiční společnosti bude tedy založeno pouze na výnosovém ocenění, na bázi upraveného odnímatelného čistého zisku, který budeme identifikovat následujícím způsobem:

$$OCZU = UV + ZPP - VPN - D_p,$$

- kde $OCZU$ – odnímatelný čistý zisk upravený;
 UV – čistý úrokový zisk;
 ZPP – zisk z poplatků a provizí;
 VPN – všeobecné provozní náklady;
 D_p – daň z příjmů.

Klíčovým příjmem bude bezesporu příjem z poplatků a provizí za obhospodařování podílových fondů, investičních fondů či jiných investičních společností. Obhospodařování za příslušné poplatky a provize bude bezesporu hlavní činností investiční společnosti. Proto bude nutné jeho plánování věnovat mimořádnou pozornost a analyzovat především pevnost a dlouhodobost smluv týkajících se právě tohoto obhospodařování (Hrdý, 2013). „*Obhospodařováním investičního fondu nebo zahraničního investičního fondu je správa majetku tohoto fondu, včetně investování na účet tohoto fondu, a řízení rizik spojených s tímto investováním*“¹⁶.

V rámci analýzy klíčového generátoru hodnoty investičního fondu, tj. výši příjmů z poplatků a provizí, je nutné identifikovat dvě položky, a to především okruh a stabilitu obhospodařovaných podílových fondů a investičních fondů a dále pak také velikost majetku těchto fondů, které budou představovat danou základu pro výpočet příslušných poplatků a provizí.

Výsledné ocenění bude vypočítáno výnosovou metodou na principu odnímatelného čistého výnosu neboli dividendového potenciálu následujícím způsobem:

$$THIvS = \sum_{n=1}^N \frac{DP_n}{(1+i)^n} + \frac{DP_n \times (1+g)}{i-g} \times \frac{1}{(1+i)^N},$$

- kde $THIvS$ – tržní hodnota investiční společnosti;
 DP_n – dividendový potenciál neboli odnímatelný čistý výnos;
 N – jednotlivá léta finančního plánu;
 I – diskontní úroková míra;
 g – očekávaný roční nárůst dividend, respektive podílů na zisku.

Nová zákonná úprava definuje kromě obhospodařování rovněž i pojem obhospodařovatele. Klíčovým obhospodařovatelem je investiční společnost, nicméně nebude od věci vymezit obecné ocenění obhospodařovatele, jehož klíčovými příjmy budou opět poplatky za obhospodařování příslušného fondu či podíly na zhodnocení majetku těchto fondů, přičemž

¹⁶ § 7 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a fondech.

se může jednat o fondy s právní osobností, což jsou fondy investiční, nebo bez právní osobnosti, což jsou fondy podílové.

Obhospodařovatel bude oceněn na obdobné bázi jako investiční společnost, a to dvoufázovou výnosovou metodou následujícím způsobem:

$$THOb = \sum_{n=1}^N \frac{DP_n}{(1+i)^n} + \frac{DP_n \times (1+g)}{i-g} \times \frac{1}{(1+i)^N},$$

- kde $THOb$ – tržní hodnota obhospodařovatele;
 DP_n – dividendový potenciál neboli odnímatelný čistý výnos;
 n – jednotlivá léta finančního plánu;
 i – diskontní úroková míra;
 g – očekávaný roční nárůst dividend, respektive podílů na zisku.

V souvislosti s obhospodařováním zavedla nová zákonná úprava¹⁷ pojem samosprávný investiční fond. „*Samosprávným investičním fondem je investiční fond s právní osobností, který je na základě povolení k činnosti samosprávného investičního fondu uděleného Českou národní bankou oprávněn se obhospodařovat, popřípadě provádět svou administraci. Samosprávným investičním fondem není investiční fond s právní osobností, který má individuální statutární orgán, jímž je právnická osoba oprávněná obhospodařovat tento investiční fond*“¹⁸. Samosprávný investiční fond se sám obhospodařuje a zároveň nesmí obhospodařovat jiné investiční fondy¹⁹.

Otázka nyní zní, jakým způsobem se bude tento samosprávný investiční fond oceňovat. Zda se oceňování bude blížit spíše k oceňování investičního fondu, nebo k oceňování obhospodařovatele. Samosprávný investiční fond bude i nadále investičním fondem, který ale nebude nucen využívat pro své obhospodařování např. investiční společnost, ale který se bude obhospodařovat sám. Z toho vyplývá, že ocenění samosprávného investičního fondu bude spíše na bázi ocenění klasického investičního fondu s tím, že v rámci všeobecných provozních nákladů se objeví vícenáklady na správu investičního fondu, na druhé straně investiční fond uspoří náklady za správu, kterou by vykonávala investiční společnost nebo jiný obhospodařovatel.

Odnímatelný čistý zisk upravený neboli dividendový potenciál můžeme pro oba výše uvedené vzorce identifikovat následujícím způsobem:

$$OCUZ_n = CUV + CDV + OFV + ZOP - OP - VPN - DVPN + \dot{U}N - D - PPF,$$

- kde $OCZU_n$ – odnímatelný upravený čistý zisk;
 CUV – čisté úrokové výnosy;

¹⁷ Zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

¹⁸ § 8 odst. 1 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

¹⁹ § 8 odst. 2 a 3 zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

<i>CDV</i>	–	čisté dividendové výnosy;
<i>OFV</i>	–	ostatní finanční výnosy;
<i>ZOP</i>	–	zúčtování opravných položek;
<i>OP</i>	–	opravné položky;
<i>VPN</i>	–	všeobecné provozní náklady;
<i>DVPN</i>	–	dodatečné všeobecné provozní náklady;
<i>ÚN</i>	–	úspora nákladů za cizí neobhospodařování;
<i>D</i>	–	daň z příjmů;
<i>PPF</i>	–	povinné příděly do fondů.

Závěrem je možné konstatovat, že i přes určité zákonné změny platí, a i do budoucna patrně platit bude, že základní rozlišení mezi investičními fondy, které shromažďují majetek, ať již ve formě vkladů vlastníků nebo vkladů podílníků a institucí, a mezi investičními společnostmi, které řídí a obhospodařují tyto fondy, zůstane zachováno. Na obdobné bázi jako investiční společnost budou oceňováni také obhospodařovatelé. Ani další připuštěné právní formy podnikání investičních fondů nebudou mít žádný zásadní vliv na oceňování investičních fondů, neboť místo dividendového potenciálu se bude jednoduše jednat o čistý upravený odnímatelný zisk, který můžeme identifikovat u všech právních forem podnikání.



EVROPSKÁ UNIE
Evropské strukturální a investiční fondy
Operační program Výzkum, vývoj a vzdělávání



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY