

VALUE OWLS MICROCAP



DOPIS SPOLUINVESTORŮM ZA OBDOBÍ ROKU 2025

Roman HOLÍK

Správce fondu Value Owls
MicroCap

Ing. Roman Holík
Správce portfolia VOM
spravce@valueowls.cz

Value Owls, osoba rizikového kapitálu, s.r.o.
Pražákova 1008/69, Štýřice, 639 00 Brno
<http://valueowls.cz>

Brno 26.01.2026



Obsah

Vážení spoluinvestoři,	3
Výsledky fondu v roce 2025	4
Srovnání s největšími indexy	5
Poplatky a kapitálová struktura fondu.....	6
Komentář k vývoji trhů.....	8
Výstavba datacenter a její úskalí	8
Fondy kvalifikovaných investorů zaměřující se na dluhopisy a soukromé firmy	11
Zajímavosti z průběhu roku	14
Geopolitické dopady, které mě nenapadly	14
Nekvalitní business v kombinaci s makroekonomický problémy.....	15
Hodnota kvality a prostoru pro růst.....	15
Závěr.....	16
Apendix 1	17
Indexace do USD	17
Výpočet poplatků	18
Stanovení kapitálové struktury	19



Vážení spoluinvestoři,

dovolte mi, abych Vám poděkoval za důvěru projevovanou v roce 2025 a popřál Vám mnoho úspěchů v roce nadcházejícím. Dále mi dovolte krátce zhodnotit dění ve fondu Value Owls MicroCap za uplynulé období.

Fond k 1. lednu 2026 držel pozici ve 19 společnostech. Seznam potenciálních investic na kandidátském listu poklesl na 28, což bylo zapříčiněno revizí listu z pohledu vývoje ocenění firem a/nebo vývojem fundamentů.

Jak jsem již předeslal v dopise za první pololetí, došlo k ukončení obou pozic v Japonsku a v nizozemské společnosti Royal Heijmans. Japonské pozice byly uzavřeny v okolí 15% ztráty, zatímco investice do Royal Heijmans přinesla zhodnocení v okolí 335%. V druhém pololetí jsem pokračoval v optimalizaci portfolia odprodejem pozic ve francouzské firmě Touax (-32,6%), Somero Enterprises (-26,8%) a Tefron Ltd. (-48,4%). U společností Somero Enterprises a Tefron jsou výsledky ovlivněny makroekonomickými a geopolitickými událostmi, přičemž jejich finanční situace zůstává stabilní, což v budoucnu umožňuje opětovné otevření pozic. Naopak jiným společnostem se dařilo velmi dobře – výrazný růst zaznamenaly RevolutionRace (+53%), přidaná do portfolia v druhé polovině 2025, Ituran Locations and Control (+38,5%) a Build a Bear Workshop (+33,4%).

Z pohledu makroekonomických a geopolitických událostí hrál jasně prim Donald Trump se svými obchodními politikami v rámci USA i vně. Zatímco v prvním půlroce se tyto politiky na finančních trzích podrobně rozebíraly ve snaze predikovat, co vlastně znamenají pro jejich budoucí vývoj, v druhé polovině už zavládla doktrína tzv. "TACO" neboli "Trump always chickens out", což ve volném překladu znamená, že pokud by svou politikou měl poškodit finanční trhy, tak "Trump vždy vyměkne".

Na konec bych chtěl z pozice správce Value Owls MicroCap fondu říci, že si Vaší důvěry velmi vážím a ujišťuji Vás, že prioritou fondu byla, je a vždy bude tvorba hodnoty pro klienty a pak až tvorba hodnoty pro fond.

S pozdravem,

Ing. Roman Holík

+18,13 %¹

zisk VOC za 01-12/25 v
USD

0,53 %

zisk VOC za 01-12/25 v
CZK

+33,81 %²

zisk VOC od počátku v
CZK (01.01.2023)

¹ Hodnoty zisku v tomto období jsou vypočteny jako součet cenového vývoje akcii, dividend po zdanění, úroků z držené hotovosti po zdanění a před odečtením poplatků fondu. Tzv. Net Return (NR)

² Čistý zisk spoluinvestorů po odečtení poplatků fondu



Výsledky fondu v roce 2025

Fond dosáhnul v období 1. 1. – 31. 12. 2025 hrubého výnosu **+18,5 % v USD**, respektive výnosu **+0,86 % v CZK**, a to zejména vlivem oslabení USD o 15,41 % vůči CZK. Zároveň CZK posílila i vůči ostatním měnám.

Index ³	01-12/2025 v USD	01-12/2025 v CZK
MSCI World MicroCap ⁴	+31,36 %	+15,95 %
RUSSELL MicroCap®	+22,98 %	+7,57 %
RUSSELL 2000	+12,81 %	-2,60 %
MSCI World SmallCap	+20,44 %	+5,03 %
Value Owls MicroCap	+18,50 %	+0,86 %

Metodika v příloze Apendix 1

Je důležité podotknout, že vliv měnového kurzu USD/CZK je pro srovnání portfolia s indexy až druhořadý, neboť odráží pouze pohyb kurzu, tj. vychází pouze ze změny kurzu USD/CZK. Nejvíce vypovídající je srovnání v USD, protože přesné složení mezinárodních indexů (MSCI) z hlediska měnového zastoupení není známo.

V porovnání s ostatními indexy si fond vedl průměrně. Fondu se bohužel nepodařilo překonat nově stanovený benchmark index, což lze považovat za selhání. Přestože společnosti v oblasti Microcap měly velmi dobrý rok, je důležité si uvědomovat specifika tohoto trhu, kdy je obecně známo, že pouze zhruba 15 % společností v rámci Microcap indexu vykazuje zisk.

Vzhledem k dominantnímu trendu spojenému s umělou inteligencí, investoři vyhledávali společnosti dodávající do tohoto odvětví unikátní služby nebo potencionálně nové technologie. Jak vysvětluji dále, nemyslím si, že v současnosti je vhodný čas na investování do tohoto odvětví. Nadále je zcela proti mým zásadám nakoupit do portfolia společnost, která nejenom, že ještě nedosáhla zisku, ale nemá dosud ani tržby. Takový přístup by se dal spíše nazvat sázkami do loterie než zodpovědným investováním, a proto bych se na takovém trendu nemohl podílet s čistým svědomím. Vývoj Microcap společností byl dále ovlivněn poklesem úrokových měř a rozvolněním M&A aktivity.

³ Výnosy jsou uvedeny jako součet cenového vývoje akcií, přijatých dividend před zdaněním a úroků po zdanění. Tzv. Total Return (TR)

⁴ Podtržený index je benchmarkem fondu



Srovnání s největšími indexy

Index	01-12/2025 v USD
S&P 500	+17,88 %
NASDAQ	+21,14 %
DOW	+14,92 %
MSCI World	+21,60 %
Value Owls MicroCap	+18,50 %

Výkonnost fondu se nacházela v porovnání s největšími indexy v rámci světových investičních trhů na zhruba stejné úrovni. V druhé polovině roku se vrátil optimismus v oblastech technologií, které v současnosti těmto indexům dominují a jejich výnos dohnal náskok fondu z prvního pololetí.

Právě technologie tvoří hlavní tažnou sílu výnosů S&P 500. Z deseti největších firem v S&P 500 si výnosově nejlépe vedly společnosti Alphabet a Nvidia, a to díky svému zapojení do trhu umělé inteligence. Stejně tak ke konci roku vyšel na povrch stoupající nedostatek paměti pro GPU, které se používají právě v data centrech jako výpočetní technologie. To vedlo k neuvěřitelnému růstu akcií společností, které se na těchto trzích pohybují. Obecně se zdá, že tento trend byl zodpovědný za většinu výnosu indexu v roce 2025. Druhým velkým tématem byl zbrojní průmysl, kterému se rovněž velmi dařilo, a to zejména díky tlaku na zbrojení v Evropě, Trumpově politice silné armády a také díky válce na Ukrajině a konfliktu v Izraeli. Oblibě se tak těšili výrobci dronů, munice nebo i těžké vojenské techniky. Lze konstatovat, že ve světě investic se za rok 2025 řešila nejvíce právě tato dvě témata.

Fond se ani jedné z těchto oblastí neúčastní, a to především ze dvou důvodů. Prvním je vysoká kapitálová náročnost těchto odvětví (technologie a zbrojní průmysl), což samo o sobě vylučuje zapojení malých společností, na něž fond cílí. Pokud se zde objeví malá společnost, tak se zpravidla jedná o startup bez ověřeného obchodního modelu. To představuje zbytečné risk, který v našem fondu zásadně nepodstupujeme. Druhý důvod se týká především tématu umělé inteligence. Ačkoliv tato technologie bezesporu tvoří převratný způsob navýšení lidské produktivity, nejsem v současné době přesvědčen, že infrastruktura této služby nebo i obchodní model poskytovatelů AI je v rámci dosavadního modelu fungování z dlouhodobého hlediska udržitelný. Proto nemá ani smysl hledat malé společnosti, které na tento model navazují (k tomuto tématu se ještě vrátím). Co však chci zdůraznit je, že fond vyrovnal výsledky těchto indexů bez nutnosti participovat na zmíněných dominantních trendech. To osobně považuji za úspěch.



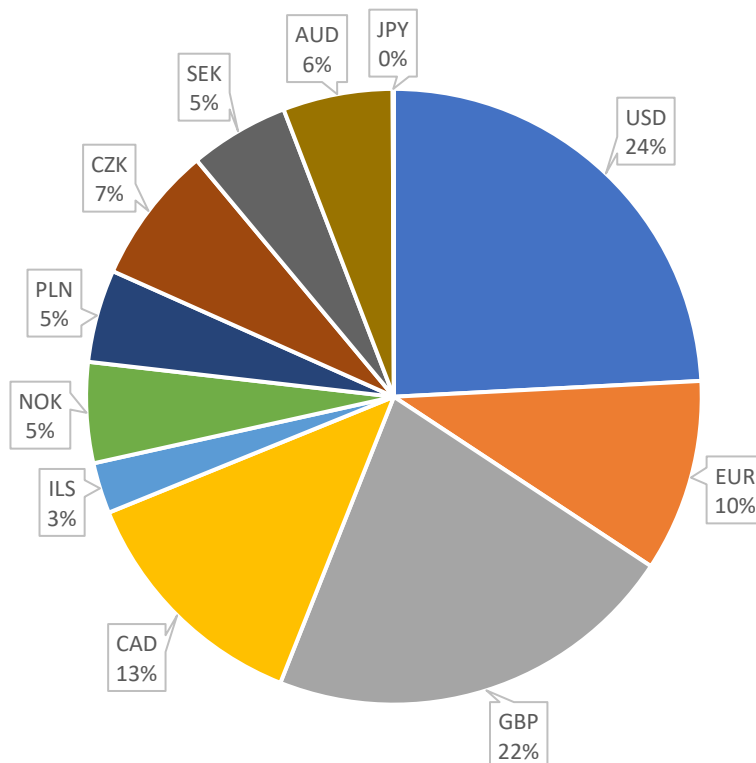
Poplatky a kapitálová struktura fondu

Náklady a poplatky byly v prvním pololetí 2025 minimální. Fond nepřekročil 6% zhodnocení, a proto nebyly účtovány žádné výkonnostní poplatky. Udávané hodnoty jsou vztaženy vzhledem k celkové hodnotě portfolia (NAV) k 31.12.2025.

Náklady spojené s prováděním finančních operací na trzích v 01-12/25	0,15 p. b.
Poplatky spojené s provozem fondu v 01-12/25 (řádek 3 + 4)	0,51 p. b.
Poplatky za správu aktiv fondu	0,51 p. b.
Odměny z kladných výnosů	0 p. b.
Čistý výnos spoluinvestorů Value Owls MicroCap v 01-12/25	0,0156 %

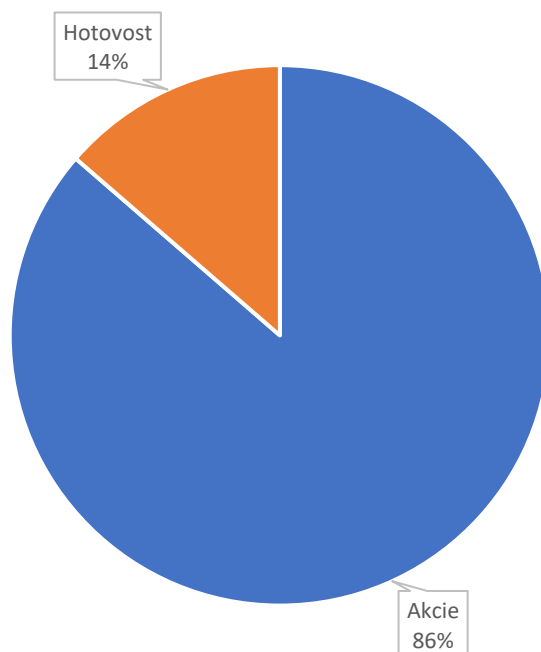
Metodika v příloze Appendix 1

Denominace investičních aktiv





Investiční aktiva



Metodika v příloze Apendix 1

Z hlediska struktury kapitálu v rámci fondu k 31.12.2025 je zhruba 86 % kapitálu investováno do akcií a 14 % drženo v hotovosti. Denominace značí pozice na různých světových burzách, mimo CZK, kde v současnosti drží fond i mimo pozic více než 50 % hotovosti.

Hodnota 14 % hotovosti v současnosti slouží jako polštář pro potencionální využití příležitostí, které vysoká volatilita trhu může přinést, a to ať už se jedná o nákup nové pozice nebo dokoupení do stávající pozice.



Komentář k vývoji trhů

V dopise za rok 2024 jsem rozebíral, jak vzácné jsou výjimečné výnosy v jednotlivých rocích jdoucích po sobě. Obecné pravidlo říká, že po dvou výjimečně výnosových letech byl měl přijít rok výnosově podprůměrný. To se po dvou výjimečných předcházejících letech nestalo a došlo sice nikoliv k výjimečnému, ale rozhodně nadprůměrnému roku. Není to samozřejmě poprvé, co k porušení tohoto pravidla došlo. Za posledních 100 let existují tři období, kdy k tomu došlo a všechny jsou spojené s obří výstavbou infrastruktury. Poslední takové období bylo spojené s novou technologií internetu (obrovské navýšení produktivity práce) a výstavby potřebné infrastruktury pro využívání této technologie. Toto období trvalo 5 let (1995-1999) a výnosy S&P 500 v daných letech přesahovaly 20 % v každém jednotlivém roce. Následující tři roky ovšem byly spojené se záporným výnosem. Důvod byl jednoduchý. Příběhy spojené s obrovským navýšením produktivity práce se ukázaly jako výrazně přehnané. Díky tomu investice do infrastruktury ztratily plánovanou návratnost a firmy vlastníci tuto infrastrukturu se dostaly do výrazných potíží. Obecně se udává, že zhruba 85-95% infrastruktury pro internet se ukázalo jako zcela nadbytečných. Tato horečka stavby infrastruktury pro novou, převratnou technologii mě ovšem vůbec nepřekvapuje. Náklady na vybudování infrastruktury jsou sice vysoké, ale jakmile je hotová, bariéry vstupu pro konkurenci se nacházejí na velmi vysoké úrovni, ať už se jedná o natažení dalších optických kabelů nebo vybudování dalšího datového centra v blízkém sousedství, a to z hlediska povolení i užívání této infrastruktury. Výnosnost investice je tak v dlouhém období velmi vysoká, jelikož vykazuje velmi malé dodatečné náklady na provoz oproti nákladům vstupním, hlavně co se týká optických vláken. Úsilí stát se prvním dává tedy velký smysl. Nicméně, pokud o prvenství bude usilovat mnoho společností souběžně, vzniká přebytek potřebné infrastruktury a poskytovatelé internetu nebudou používat pokaždé jinou optickou síť od jiného poskytovatele v závislosti na nejvýhodnější ceně. I kdyby taková situace hypoteticky nastala, vytížení jednotlivých infrastruktur by mělo za následek výrazné snížení rentability, a tedy i návratnost investice. Obrovské množství investic do infrastruktury bylo v tomto případě způsobeno nutností nepropásnout velmi profitabilní příležitost, ale výherce mohl být jen jeden (případně jenom několik málo výherců). A proto souboj o vytvoření infrastruktury pro internet nutně vedl ke snížení návratnosti těchto investic a spoustu firem přivedl ke krachu. Často se setkávám s investicemi, které dávají velký smysl na papíře, ale zcela postrádají smysl, pokud je dělají i všichni ostatní z daného odvětví. Popravdě nelze ani vinit management. Pokud by se rozhodl jít proti proudu a nedělat to, co dělá konkurence, dostal by se pod palbou kritiky, že ignoruje budoucí trendy. Když se manažeři rozhodnou významně investovat do infrastruktury jako všichni ostatní a nepodaří se to, alespoň je nikdo nebude kritizovat za něco, co dělali všichni ostatní. Jak prohlásil J. M. Keynes: „*Pro reputaci je lepší selhat konvenčně než uspět nekonvenčně.*“ A to se také stalo. Velmi podobnou situaci můžeme pozorovat dnes v souvislosti s výstavbou datacenter pro umělou inteligenci.

Výstavba datacenter a její úskalí

V roce 2025 se stala velkým tématem výstavba infrastruktury pro umělou inteligenci. Firmy slibují obrovské částky na stavbu datových center. V současnosti se celková hodnota plánovaná na tuto infrastrukturu pohybuje v okolí 1,4 bilionu USD (tedy hodnota odpovídající téměř 13 státním rozpočtům ČR i se schodkem za rok 2025). I když je zcela zřejmé, že využití umělé inteligence bude skutečně převratné, otázka obchodního modelu a ekonomické efektivity spojená s umělou inteligencí zůstává stále nezodpovězena.



Poukáži na zásadní nedostatky, které mě osobně ve spojení s používáním této technologie a její potenciální profitability trápí.

Problémy se zpeněžením služeb umělé inteligence

Získal jsem několik zásadních informací spojených právě s otázkou, jak budou společnosti všechny výdaje na tvorbu infrastruktury vlastně platit. První střípek představuje ekonomická efektivita vynaložení nákladu na tuto infrastrukturu ve srovnání s jinými technologiemi, v tomto případě s cloudovými službami. Podle studie, každý dolar vynaložený na cloudové služby přinese zhruba 1,4 dolaru, zatímco u infrastruktury činí čistá současná hodnota (diskontované budoucí tržby) utržená za každý vydaný dolar pouze zhruba 0,2 dolaru. Taková efektivita ekonomiky infrastruktury nevěští nic dobrého pro investice do ní. Dále podle studie od HSBC, OpenAI (přední hráč na poli umělé inteligence) nebude schopna zaplatit poplatky za data centra a jejich výpočetní kapacitu na základě nasmlouvaných kontraktů, které v současnosti má. Podle výpočtů, které zahrnují procentuální růst platících klientů i výnosy z budoucí reklamy spojené s jejich službami, OpenAI stále vykazuje díru v potřebných tržbách o hodnotě zhruba 207 mld. USD. Jen pro srovnání, firma Alphabet, která vlastní vyhledávač Google.com, v podstatě drží globální monopol na vyhledávání výrobků a služeb, a tedy i na reklamu s tím spojenou. Jejich roční příjem z této reklamy se pohybuje v okolí 250 mld. USD. Tudiž v roce 2030 bude mít OpenAI díru v tržbách v objemu 4/5 tržeb z online vyhledávání, které má svým způsobem nahradit. Můžeme říci, že se jedná pouze o sektor jednotlivců neboli retailový sektor. Umělá inteligence se bude používat přece i ve firmách a výrazně zvýší jejich produktivitu, a tak si budou moct dovolit část této přidané hodnoty zaplatit poskytovateli umělé inteligence. Bohužel to v současnosti není pravda. Podle BCG pouze 5 % vrcholových manažerů vidělo přidanou hodnotu v rámci firmy nejenom díky zvyšování produktivity, ale také tvorbu nových tržeb nebo vzniku nových provozních metod díky AI. Pouze 15 % vrcholových manažerů vidělo vylepšení ziskových marží podle Forresteru. Verizon zavádí zpátky lidskou servisní podporu, jelikož zhruba 40 % zákazníků stále preferuje mluvit se skutečným člověkem. Zavádění umělé inteligence do provozu není v současnosti tak lákavé, jak by se mohlo zdát. Ostatně, v prvním pololetí 2025 byla OpenAI ve ztrátě zhruba 8 mld. USD a i přesto má v plánu vynaložit 1,4 bilionu USD za následujících 8 let. Asi si říkáte, kde na to berou peníze? Dobrá otázka. Odpověď se nachází u kruhového financování.

Kruhové financování a zadlužení mimo rozvahu

Výrobci chipů jako je Nvidia investují do poskytovatelů umělé inteligence jako je OpenAI a ti na oplátku kupují čipy od výrobců chipů jako je Nvidia. Takto OpenAI může říci, že je o ni zájem z řad investorů a Nvidia může říct, že poptávka po jejich čipech roste. Ovšem daná částka nevzrostla, ale pouze Nvidia dala peníze OpenAI, aby si nakoupila jejich čipy. Takový obchodní model není dlouhodobě udržitelný a není to něco, co bychom neviděli během dotcom bubliny (Nortel Networks a Lucent Technologies). Samozřejmě výdaje na infrastrukturu umělé inteligence nejsou malé. Proto firmy nestojí o to, aby jim výrazně snižovaly volné peněžní toky, což by mohlo poškodit hodnotu společnosti. Proto některé firmy zakládají osamocené společnosti (tzv. SPV neboli special purpose vehicles), do kterých vloží kapitál a přes které objednávají výpočetní kapacitu od datových center. Nejedná se podle účetních standardů o zadlužení, ale spíše o závazek k využití výpočetní kapacity, což není uvedeno v rozvaze jako dluh ani jako výdaj, ale je to popsáno v poznámce pod čarou jako druh operativního leasingu. Některé spolupráce jsou



definovány ve formě dohody o sdílení tržeb, a tak se neobjeví v rozvaze naráz, jelikož se tržby z účetního hlediska uznávají, až jakmile k nim dojde. Jedná se ovšem o infrastrukturu, která je nutná před jakýmkoliv vznikem tržeb. Obcházení reportování nákladů spojených s umělou inteligencí není jediný způsob, jak zachovat své volné peněžní toky a/nebo marže.

Depreciace aktiv

Michael Burry (člověk, který úspěšně predikoval finanční krizi 2008 a byl o něm vytvořen film *The Big Short*) nedávno poukázal na to, že firmy, které budují infrastrukturu pro umělou inteligenci, úmyslně prodlužují životaschopnost aktiv souvisejících se sítí a výpočetní technikou. Z účetního hlediska, pokud firma prodlužuje životnost aktiv a provádí řekněme lineární odpisy (platí to i u ostatních metod), pak snižují absolutní hodnotu roční depreciace těchto aktiv, která se počítá jako provozní náklad. Podle Michaela Burryho tak tyto firmy uměle nadhodnocují své zisky, přičemž produkční cyklus těchto produktů se pohybuje mezi 2-3 lety, zatímco firmy udávají 5-6 let.

Problém s energiemi a okolní populací

Je třeba se zabývat i infrastrukturou samotnou. Datové centra mají obrovské energetické nároky. Příkladem může být datové centrum, které se staví ve Wyomingu v USA a má spotřebovat 5x více energie než celé obyvatelstvo tohoto státu. Plná expanze tohoto centra by převýšila výši generované energie v daném státě, který je v současnosti ze 2/3 vývozcem elektrické energie. Tyto obrovské nároky na elektrickou energii zatěžují i současnou rozvodovou síť. Proto provozovatelé těchto datových center hledají různé alternativy. Někteří plánují stavět přímo elektrárny vedle datových center, někteří se dívají po možnostech obnovitelných zdrojů, a někteří sází na novou technologii malých jaderných reaktorů. Nedostatek energie ovšem netvoří jediný problém datových center. Provozovatelé musí čelit stále více protestům místní populace. Obecně příchod datového centra znamená navýšení cen energií v dané lokalitě a problémy s rozvodnou sítí, a to bez jakýchkoliv výrazných benefitů pro místní obyvatele. Nedostatek energií tak nemusí být hlavní problém pro stavitele datových center, což nás přivádí k otázce vody.

Spotřeba vody

Spotřeba vody v roce 2025 pro provoz datových center ve Skotsku činila 18000 kubických metrů (18 mil. litrů), což byl čtyřnásobek oproti roku 2021. Podle odhadů by se v roce 2026 mohlo jednat o spotřebu až 30000 kubických metrů. Voda je nutná pro chlazení chipů a je odpařena a není tak dostupná pro zbytek okolního obyvatelstva. Nehledě na to, že neexistuje moc environmentálních zpráv o tom, co takové chlazení dělá s kvalitou vody a jaký má dopad na životní prostředí. Podle dat, infrastruktura umělé inteligence už v současnosti spotřebuje více vody než tvoří globální spotřeba balené vody, která se pohybuje v okolí 450 mld. litrů. Do roku 2027 by se tato spotřeba podle odhadů mohla navýšit až na 4,2 – 6,6 bilionu litrů vody. Proto některé firmy uvažují o datových centrech na oběžné dráze, kde chlazení není problém, a rovněž sluneční energie je stále dostupná.

Závěr

Všechny zmíněné problémy, ať už přímo nebo nepřímo, souvisejí s budoucím oceněním společností v tomto odvětví. Z mého pohledu každý jednotlivý problém může být zásadním pro odvětví jako celek. Problémy s infrastrukturou mohou zamezit predikovanému růstu



společností, a tedy vytvořit komplikaci se splácením pronajaté kapacity v datových centrech, nesplněním závazků vůči klientům ohledně výpočetních parametrů nebo i problém se splácením dluhů. Mají velký potenciál ovlivnit návratnost investic do těchto společností. Jak už jsem říkal, podobný scénář už se vyskytnul s infrastrukturou během tzv. dotcom bubliny. A i když zcela souhlasím s tím, že se jedná o převratnou technologii, jsem velice skeptický ohledně současného ocenění těchto společností a možnostech růstu infrastruktury podle očekávání trhů.

Stejně tak není nikde zaručeno, že všechna nebo minimálně část vytvořené přidané hodnoty zůstane poskytovatelům infrastruktury nebo poskytovatelům umělé inteligence. Je zcela možné, že konečný výherce bude koncový zákazník skrze snížení cen produktů a služeb. To je velmi složité ne-li nemožné predikovat. Z mého pohledu je tak v současnosti lepší se vyhnout nejenom společnostem, které aktivně působí v tomto odvětví, ale také společnostem, které růst tohoto odvětví financují, jako je soukromý kapitál (private equity), soukromý úvěrový sektor (private credit) a bankám, které tyto projekty také financují.

Fondy kvalifikovaných investorů zaměřující se na dluhopisy a soukromé firmy

Obecně se náš fond na českých finančních trzích nepohybuje, ale tento rok jsem dostal skutečně dost podnětů pro nadcházející text. I když nechci zasahovat do rozhodování spoluinvestorů ohledně peněz, které investují mimo fond, rozhodně bych doporučil si přečíst tento následující text.

V České republice je velmi těžké získat kapitál skrze akciový trh. Český akciový trh není likvidní, nachází se zde pouze pár titulů a obecně o něj není velký zájem. Proto zalistovat společnost na akciový trh v ČR nedává smysl z pohledu úmyslu získat tak kapitál. Alternativou vstupu na akciovou burzu a získání peněz od investorů je vydání dluhopisů. Emitování dluhopisů lze považovat za poměrně snadné a levné. Proto mnohem více společností emituje dluhopisy, než vydává akcie. Ovšem problém nastává už zde. Obecně je vydání dluhopisů značně náročnější a dražší než bankovní půjčka. Proč tedy majitelé nedostali půjčku od banky? To je věc, na kterou by měl investor umět odpovědět, ale nutně se ještě nemusí jednat o předzvěst problémů. Bohužel existují i mnohem horší praktiky. V poslední době se rozmohl trend, kdy majitelé společnosti založí tzv. Fond kvalifikovaných investorů (FKI) s úmyslem prodat tomuto fondu dlouhodobý majetek své společnosti nebo financovat nově vznikající projekt. Tento fond potom nabízejí skrze investiční zprostředkovatele tzv. kvalifikovaným investorům. Minimální vklad do takového fondu tvoří 1 milion Kč, ovšem tuto investici lze rozdělit i na 10 různých částí, pokud investujete právě přes zprostředkovatele. Různé korporace tak FKI používají na získávání peněz na různé rizikové projekty. Postup je zhruba tento. Založím FKI a vydám dluhopisy pro potřebu financování daného projektu, abych mohl toto FKI nabízet jako možnost podílení se na daném projektu. Využiji investiční zprostředkovatele, abych získal investory, za což budou investiční zprostředkovatelé odměněni. Když se podaří vybrat dostatečné množství peněz, pak daný projekt mohu uskutečnit. Nakonec bude záležet na kvalitě zamýšleného provedení projektu a na peněžních tocích, které musí projekt přinášet na vyplacení úroků na dluhopisech. Když všechno funguje, tak není problém.

Bohužel jak jsme v tomto roce viděli, ne vždy vše funguje. Ztrátu kapitálu ale odnesou držitelé dluhopisů, což jsou investoři, a ne původní vydavatelé, kteří přinejhorším danou



entitu pošlou do bankrotu a zůstane na investorech kolik centů z koruny ze své investice dostanou zpět. Je to tedy koncept ve smyslu, když se daří vyhrávají všichni a když se nedaří prohrávají investoři. Zase je potřeba se zamyslet nad motivacemi všech zúčastněných stran. Motivací zakladatele FKI může být získat kapitál, ale stejně tak se může jednat o pokus, jak se zbavit neefektivní části jejich businessu za cenu blížíící se jejich představám. Stačí vydat dluhopisy odpovídající třeba i dvojnásobku skutečné hodnoty společnosti díky přehnanému ocenění majetku a/nebo projektů společnosti. A potom postačí například zaplatit si (přeplatit) služby od mateřského konglomerátu, aby peníze získané z dluhopisů převedl do mateřské společnosti. Tudiž motivace vydavatele spočívá v nejlepším případě skutečně v získání financí na určitý projekt, kde výrazně závisí na jeho rizikosti. Motivaci investičních zprostředkovatelů tvoří v ideálním případě poskytnutí co nejlepší rady a produktu. Ovšem bývá pravidlem, že lidé, kteří nejnuteněji potřebují služby zprostředkovatelů, jsou těmi stejnými lidmi, kteří nutně nedisponují morálními zábranami a zároveň i nejlépe platí, jelikož kdyby byla jiná možnost získat daný kapitál, tak by to udělali. Na trhu tedy existují pobídky, které investiční zprostředkovatele motivují nechovat se v nejlepším zájmu jejich klientů. Investiční zprostředkovatelé by měli být ochranou linií kvalifikovaných investorů, pokud je například daný projekt nebo dlouhodobý kapitál výrazně nadhodnocený nebo pokud podmínky investice nejsou výhodné. A nakonec, kvalifikovaný investor chce co nejlépe zhodnotit svůj kapitál vzhledem k podstupovanému riziku. Tudiž motivace těchto tří rozdílných skupin bohužel nutně nejdou stejným směrem, a proto je potřeba být skutečně obezřetný ohledně nabízených investičních možností, do kterých bychom měli zájem investovat.

U fondu kvalifikovaných investorů ještě zůstanu, jelikož dluhopisy nejsou jediný problém, který na současném trhu sledávám. Druhým problémem je zpřístupnění tzv. "private equity" (PE), neboli nákupů podílů v soukromých firmách, kvalifikovaným investorům už od částky 100 000 Kč. Investování do soukromých firem je velmi nelikvidní, přičemž peníze bývají zablokovány třeba i 8–10 let, pokud investor chce získat plný výnos. To samo o sobě, z mého pohledu, není vhodné pro menší tzv. retailové investory, kteří často zažívají výkyvy ve svých peněžních potřebách. Ale můžeme namítnout, že investoři by měli investovat pouze peníze, které v daném období nebudou potřebovat. Kdo ale přesně ví, co nastane za 8 let? O jaké produkty v rámci "private equity" se jedná? Podle produktů, které jsem já osobně viděl, jde především o FKI, které umožňují se podílet na tzv. LBO ("Leveraged buy-outs") nákupech soukromých společností nebo jejich podílů. LBO nákup znamená, že nakupující firma si půjčí většinu kapitálu od bank nebo soukromých institucí (80 % a více) a zbytek doplní z vlastního kapitálu a firmu koupí. Jedná se o velmi rizikové transakce, jelikož dluhy se pak splácejí z peněžních toků plynoucích z výnosů nakoupené firmy. Výkonnost zakoupené firmy se tak musí vyvíjet podle očekávání, a jakékoliv odchylky směrem dolů mohou návratnost této akvizice výrazně ohrozit. Nemluvě o tom, že takové strategie mají trvání od 8 až třeba do 15 let. Většina fondů má fixaci vloženého kapitálu mezi 5–10 lety. Investice do těchto typů fondů je tak vysoce nelikvidní. To ovšem nepředstavuje jediné riziko. Jelikož se jedná o soukromé firmy, není dostupný veřejný zdroj ocenění společností jako třeba u veřejně obchodovaných firem, kde lze jednoduše dohledat tržní kapitalizaci. Investor se tak musí spoléhat na ocenění poskytnuté fondem nebo nějakou entitou, se kterou fondy FKI spolupracují. Jelikož sám firmy oceňuji a tento proces znám velmi dobře, mohu konstatovat, že skutečně existuje důvod, proč se mezi analyticky říká, že Excel (model) snese všechno. Jinými slovy, není vůbec náročné vytvořit mnohem



lepší ocenění než to skutečné. A motivace fondů zaměřených na soukromý sektor je tato vylepšená ocenění používat. Vysvětlím proč.

Nejvíce zřejmým důvodem je samozřejmě dodržení slíbené výkonnosti fondu. Pokud investorům slíbím 15 % p.a. výnos a mám dlouhou fixaci na 10 let, tak proč trošku nepoladit ocenění společností, když jsem teprve ve 3. roku fixace a za těch 7 let se to určitě dožene (J-křivka). Druhým důvodem může být čistě chamtivost portfolio manažera, jehož odměny jsou spojeny s výkonností portfolia. Nadhodnocování firem nutně vede k lepší výkonnosti portfolia a větším odměnám pro portfolio manažera. Dalším důvodem, o kterém moc lidí nepřemýšlí, je vrstvení fondů a s tím spojené potencionální problémy s likviditou a dodržováním závazků FKI. Dnes už obecně fungují FKI spíše tematicky (zaměření na obnovitelné zdroje, private equity, energie atd.) a rozšiřují se do různých lokalit pro diverzifikaci rizika vůči problémům s daným státem nebo do různých odvětví pro diverzifikaci rizika vůči problémům s určitým odvětvím. Dochází pak k tzv. vrstvení fondů. Následující příklad je jen pro zdůraznění pointy a nutně neodráží žádnou mne známou skladbu fondů.

České FKI má minimální vklad 1 mil Kč. Evropská obdoba českého FKI má minimální vklad 1 mil. EUR. Řekněme, že české FKI (nazvěme ho FKI 1) se soustředí na LBO aktivitu v Česku a na Slovensku. Evropská obdoba českého FKI (nazvěme ho FKI 2) se pak soustředí na LBO aktivitu ve Střední a Východní Evropě, a tudíž do svého portfolia zahrne i české FKI. Pak přijde další evropská obdoba českého FKI (FKI 3), které se zaměřuje na celou Evropu, a tak do svého portfolia zahrne FKI zaměřující se na LBO aktivitu ve Střední a Východní Evropě. A konečně přijde např. americký fond (nazvěme ho FKI 4), který má strategii zaměřenou na globální LBO aktivitu a do svého portfolia zahrne evropskou obdobu českého FKI zaměřující se na LBO aktivitu v celé Evropě. Najednou existují 4 vrstvy fondů, které vlastní stejný produkt. Oprostíme se od faktu, že taková strategie je pro investora zbytečně velmi drahá a podíváme se, co by to mohlo znamenat pro stabilitu takové struktury, jejíž existenci z právního hlediska nic nebrání. Stabilita závisí na třech parametrech: na stavu fixací v rámci daných FKI, na podmínkách fixací v rámci daných FKI a podmínkách rychlosti vypořádání výstupu z daných FKI. Pokud bychom si představili, že do tohoto systému zapůsobí negativní poptávkový šok v rámci regionu Střední a Východní Evropy (např. silná recese), investoři, kteří se soustředí na Evropu jako celek by rozhodně chtěli snížit nebo zcela zrušit své vystavení Střední a Východní Evropě. Snažili by se tady odprodat své investiční akcie v FKI, které se zaměřuje právě na tyto regiony. Problém ale nastává ve fixaci kapitálu na ještě x let, přičemž jeho výběr je možný pouze s pokutou sražení 30 % z celkové částky (podmínky fixací se liší). Oni ale ten kapitál potřebují, jelikož jejich investoři na ně tlačí s výběrem peněz z jejich fondu. Stejná situace se může dít mezi FKI 4 a FKI 3, tak FKI 3 tlačí na FKI 2 a FKI 2 musí také někde získat peníze na vyplacení investorů a bude tláčit na FKI 1. FKI 1 se vyskytuje až na dně tohoto vrstvení a nemá jiné možnosti než tyto peníze nějak získat ze svých projektů, půjčit si je (závisí na statutárních podmínkách fondu) nebo získat nové od klientů, což je ale v této situaci dost nepravděpodobné. Nejpravděpodobnější variantu zastupuje odprodej společností v portfoliu. Jenže kdo chce kupovat společnosti během nastávající recese? Jejich cena bude kvůli recesi výrazně nižší, a navíc bude hrát roli nutný prodej v co nejkratší době. 50 haléřů na korunu a méně je v tomto případě vysoce pravděpodobné. Tzn., pokud pokuta za výběr peněz činí pouze 30 % celkové částky, pak FKI 1 nebude schopné dostát svým závazkům v dané době a s velkou pravděpodobností zastaví odkup investičních akcií fondu, což vyburcuje i zbylé investory k požadavkům na odkup jejich investičních akcií. FKI 2 tak po



delší dobu neuvidí žádný kapitál od FKI 1. FKI 2, které vlastní různá FKI po Střední a Východní Evropě zjistí, že všechny ostatní FKI jsou na tom stejně jako FKI 1. Nebude moci dostát svým závazkům a zastaví odkup investičních akcií fondu. FKI 3, které se zaměřuje na celou Evropu, tak kapitál vložený do FKI 2 také neobdrží. Investoři ale stále chtějí snížit své vystavení Evropě právě skrze region Střední a Východní Evropy. Zde skutečně závisí na velikosti požadovaného odlivu kapitálu. FKI 3 by to potencionálně mohl překlenout půjčkou (závisí na statutárních podmínkách fondu, zda je tohle možnost), získáním nového kapitálu nebo odprodejem části portfolia, kde má fixace už minimální srážkové poplatky. Pokud ale odliv kapitálu je příliš velký, nezbude FKI 3 než odprodat i podíly v FKI, které nejsou zaměřeny na Střední a Východní Evropu, ale třeba na Severní Evropu. To v závislosti na stavu ekonomiky a rizikovosti strategie (s rostoucím obchodem na dluh roste i riziko) daných fondů může vyvolat naprosto stejný efekt jako ve Střední a Východní Evropě. Tudíž s rostoucím vrstvením fondů z mého hlediska roste i problém systémového rizika vzájemné závislosti fondů, kde problém v jednom regionu může odstartovat kaskádový efekt úpadku fondů daleko za hranice daného regionu. Takové fondy pak budou mít problémy například s plněním podmínek půjček od bank, kde jednou z hlavních podmínek je poměr výše úvěru k hodnotě firmy. Banka by tak mohla požadovat zesplatnění úvěru. Dává tak mysl, že tyto FKI budou mít motivaci nadhodnocovat cenu společností, hlavně pokud se společnost dostane do problémů, jak bylo naznačeno výše v příkladu vrstvení. Z mého pohledu je i strategie minimalizace vrstvení v investičním portfoliu dobrou volbou, jelikož bývá tato strategie drahá a zároveň může představovat rizika spojené s tímto vrstvením, jelikož může docházet i k rozcházení motivací mezi jednotlivými vrstvami těchto fondů. Je tak vždy nutné si ověřit do jakých aktiv/společností/projektů člověk dává své peníze, ať už se jedná o akcie, dluhopisy nebo i fondy a rozhodně slepě nevěřit stranám, jejichž motivace se nutně nemusí shodovat s tou naší.

Zajímavosti z průběhu roku

Celý rok 2025 se nesl ve znamení "Co zase Trump vymyslí?". Skutečně bych nechtěl být v tomto období day-traderem (obchodníkem, který obchoduje na základě zpráv z trhů). V období zavádění cel nebylo neobvyklé, že tvrzení, která byla vyřčena jeden den, následující den už naplatila. Informace o kupování podílů v různých firmách, které vycházely z Bílého domu, posílaly ohodnocení různých malých firem do neobvyklých výšin. Zbrojení evropských států do značné míry záviselo na vyjádření Trumpa ohledně NATO. A pak obrovské šílenství ohledně umělé inteligence a kvantových počítačů, kde nejúspěšnější firmy (dle průměrné výnosnosti na finančních trzích) byly ty, které ještě ani nevykazují tržby. Ano, čtete správně. Ne že by tyto firmy byly neziskové, nemají dokonce ještě ani tržby! Investorům ovšem zcela stačí, že jsou nějakým způsobem ve spojení s umělou inteligencí nebo s kvantovými počítači. Velká část těchto firem se právě pohybuje v indexu microcapu, což vysvětluje jeho výrazný růst oproti ostatním indexům.

Geopolitické dopady, které mě nenapadly

Na začátku tohoto roku jsem do portfolia nakoupil firmu Tefron, o které jsem psal už v prvním pololetí. Nebudu tedy znovu popisovat obchodní model této izraelské firmy, která dodává bezešvé oblečení nejlepším americkým značkám a velkým obchodním domům jako např. Walmart. Disponuje tedy velmi dobrým postavením u svých odběratelů (alespoň jsem si to myslel). Že bude mít problémy s celní politikou USA nebylo překvapením a zahrnul



jsem tuto skutečnost i do svých predikcí. Ovšem dopady spojené se společenským tlakem vzhledem k akcím Izraele v pásmu Gaza mě opravdu nenapadly. Vznikla nátlaková politika na americké společnosti, které jakkoliv spolupracovaly s firmami pocházejícími z Izraele. V odvětví spojeném s oblečením a obecně s módou tvoří vnímání značky jeden z nejdůležitějších faktorů úspěchu. Nátlak ze strany anti-izraelského hnutí, které požadovalo ukončení spolupráce, tak byl úspěšný. Zbavit se menšího dodavatele, i když se zaběhlými a ověřenými vztahy je tak ze strany velkých společností preferovanější volbou než riskovat poškození vlastní značky nebo potahování skrze média. Tefron tak přišel zhruba o 25-30 % svého odbytu. Nechci samozřejmě tvrdit, že se jedná o jediný důvod, ale rozhodně (kromě cel a slábnoucí kupní síly americké populace) jde o jeden z hlavních důvodů, i když to veřejně velké značky nepotvrdí. Naštěstí to není problém obchodního modelu jako takového, a tak je možné, že v budoucnu fond opět udělá pozici v této firmě. Ne však dříve, než nastane opět vhodné globální klima a ekonomické podmínky v USA. Nicméně z toho plyne poučení ohledně vytváření pozic ve firmách, kde jsou tyto firmy pouze malými dodavateli velkým firmám.

Nekvalitní business v kombinaci s makroekonomickými problémy

Po zhruba dvou a půl letech držení v portfoliu jsem se rozhodl odprodat pozici ve firmě Touax. Byla to jediná pozice v portfoliu, která byla založena na myšlence návratu hodnoty společnosti na průměrnou úroveň. Účetní hodnota firmy se stále pohybuje v okolí 12 euro za akcii, ale bohužel je stále ubývána příliš vysokými úrokovými sazbami, které prodražují její vysoký dluh spojený s obchodním modelem pronájmu vysoce trvanlivých aktiv (vagóny, bárky, kontejnery). O Touaxu jsem toho už také hodně napsal, proto nebudu rozebírat tento obchodní model podrobně. Od začátku vytvoření pozice jsem věděl, že se nejedná o business, který by se dal označit za kvalitní. Nicméně jsem sledoval možný potenciál v nepochopení zadlužení společnosti, které je asi ze 70% zajištěné aktivy, kdy při selhání splácení půjček banka zabaví pouze aktivum, na které firma obdržela tuto půjčku (tzv. "non-recourse" půjčka). Rovněž jsem spoléhal na mnohem rychlejší pokles úrokové míry v rámci EU, což se nenaplnilo. A jsem si jist, že v současnosti se na finančních trzích nabízejí příležitosti s vyšším potencionálním výnosem a nižším rizikem. I proto jsem se rozhodl tuto pozici odprodat, a to bez plánu se do ní v budoucnu vrátet.

Hodnota kvality a prostoru pro růst

V prvním pololetí jsem psal i o Grown Rogue. Musím se přiznat, že tato firma mi obecně dělá radost bez závislosti na vývoji ceny akcií. Grown Rogue se pohybuje v prostředí, kde jsou zcela příjemci ceny a jako velmi chytří operátoři se podle toho i chovají. Snaží se o co největší kvalitu svých produktů za co nejnižší cenu. A snižování nákladů na vypěstování jedné libry marihuany se jim skutečně daří. Hlavně díky jejich speciální technologii, která přináší mnohem lepší výnos než třeba jejich konkurenci. Do toho expandují na nové trhy, na nichž rovněž pracují na zachování nízkých nákladů a kvality produkce. Nedávno ohlásili plány na vstup na dva nové trhy, které vypadají jako výborné příležitosti pro další rozvoj. Do toho jim ještě pomáhají vlivy makroprostředí, kdy je Trump velkým proponentem výzkumu marihuany pro lékařské účely a podepsal nařízení, které by mohlo poskytnout firmám zabývajícím se prodejem marihuany určité daňové úlevy. Navíc nedávno prošel senátem zákon, který omezuje produkty s THC, které předtím nebyly regulovány, čímž byla omezena konkurence Grown Rogue. Lze tedy říci, že i když cena akcie firmy Grown Rogue se v roce 2025 propadla asi o 25 %, tato firma mně dělala mnohem větší radost než jiné,



v roce 2025 výrazně úspěšnější firmy. U firem jako Grown Rogue je jen otázka času, kdy je trh ocení podle jejich kvality, a ne pouze podle odvětví, ve kterém se nachází.

Závěr

Roky jako 2025 nám velmi důrazně připomínají, jak je investování skutečně náročným řemeslem. Neustálá proměnlivost okolností na trzích nás nutí stále dokola přehodnocovat svá očekávání a úsudky. Nově nastalé situace nás stimulují k neutuchajícímu učení se nových věcí. Nové poznatky prohlubují pochopení fungování společností a pokrok technologií přináší nové analytické metody. A to vše je potřeba zpracovávat a vyhodnocovat konzistentně neboli co nejobjektivněji, aby z toho všeho vzešla skutečně aplikovatelná znalost/metoda. „*Informace není znalost.*“ jak říkal Albert Einstein. Zásadní součástí analytické práce je právě přetváření informací ve znalosti, což podle mnohých kolegů zastupovalo jeden z hlavních parametrů úspěchu Warrena Buffetta, zvaného „stroj na učení se“. Pokud vezmeme v potaz i faktor uchování těchto znalostí, pak lze Buffetta také nazvat chodící studnicí znalostí, kterou se chci stát i já sám. Bohužel žádný analytik však nemůže garantovat 100% neomylnost. Lze však slíbit, že nebude docházet k chybám stejného charakteru opakovaně. Charlie Munger to myslím vystihl nejlépe: „*Prožijte každý den tak, že se budete snažit být o trochu moudřejší, než jste byli, když jste se probudili. Plňte své povinnosti věrně a svědomitě. Systémově se tak posouváte vpřed, i když to nemusí být nutně v rychlých skocích. Nicméně budete si disciplínu tím, že se na takové skoky připravujete. Vybojujte si to krok po kroku, den za dnem.*“

Za Value Owls MicroCap a s poděkováním,

Ing. Roman Holík



Apendix 1

Indexace do USD

Hodnota pozice v akcii

$$\frac{\text{Cena pozice v základní měně}_t}{\text{Měnový kurz základní měny k CZK}_t}, \text{ kde}$$

základní měna značí denominaci podle měny akciové burzy, na které se tato pozice nachází,

t – poslední obchodní den v rámci období tohoto dopisu

Hotovost

$$\frac{\text{Hotovost v základní měně}_t}{\text{Měnový kurz základní měny k CZK}_t}, \text{ kde}$$

základní měna značí denominaci hotovosti v portfoliu fondu

t – poslední obchodní den v rámci období tohoto dopisu

Výpočet tržní hodnoty portfolia v CZK

$$NAV_t = \sum_1^i \frac{\text{Cena pozice v základní měně}_{t,i}}{\text{Měnový kurz základní měny k CZK}_t} + \sum_1^j \frac{\text{Hotovost v základní měně}_{t,j}}{\text{Měnový kurz základní měny k CZK}_t}, \text{ kde}$$

NAV_t – tržní hodnota portfolia v CZK k poslednímu obchodnímu dni období, kterým se zabývá tento dopis

i – počet pozic v portfoliu

j – počet měn v hotovosti v portfoliu

Hrubá hodnota portfolia v CZK

$$HH_t = NAV_t + PPF + DIVT, \text{ kde}$$

PPF – poplatky spojené s provozem fondu

DIVT – daně zaplacené z obdržených dividend za dané období a přepočítané na CZK podle příslušného kurzu v den obdržení dividendy



Výpočet změny ocenění portfolia v daném období v USD

$$\Delta USD = \left(\frac{\frac{HH_t}{\text{Měnový kurz USD/CZK}_t} - \frac{HH_{t-1}}{\text{Měnový kurz USD/CZK}_{t-1}} - NCF}{\frac{HH_{t-1}}{\text{Měnový kurz k USD/CZK}_{t-1}} + \sum_{i=1}^n (CF_i \times W_i)} \right), \text{ kde}$$

t_{-1} – značí poslední obchodní den období, které předchází danému období tohoto dopisu

ΔUSD – výsledná procentuální změna portfolia oceněného v USD na konci období týkající se tohoto dopisu

NCF – $NCF = \sum CF_i$, výsledná suma peněžních toků ve fondu za dané období

CF_i – vklady a výběry z fondu vztahující se ke konkrétnímu dni

W_i – váha časového vlivu na portfolio, kde

$$W_i = \frac{CD - D_i}{CD}, \text{ kde}$$

CD – celkový počet kalendářních dnů (365)

D_i – počet dní uplynulých daný rok před vznikem peněžního toku

Výpočet poplatků

Náklady spojené s prováděním finančních operací na trzích (TN)

Tyto náklady jsou součtem poplatků spojených s prováděním obchodů skrze brokerské společnosti (B), poplatků za konverze měn (FX), plateb za držení cenných papírů u konkrétního brokera (CP). NAV (Net Assets Value) je celková tržní hodnota v portfoliu obsažených aktiv k poslednímu obchodnímu dni období týkající se tohoto dopisu v CZK.

$$TN = \frac{B + FX + CP}{NAV}$$

Poplatky spojené s provozem fondu (PPF)

Celkové poplatky jsou složeny z poplatků za vedení fondu (Management Fees) a odměn z kladných výnosů (Performance Fees). Oba poplatky jsou placeny na měsíční bázi. Způsob výpočtu těchto poplatků je uveden v podmínkách smlouvy. Matematický výpočet vypadá takto:

$$MF = b * NAV, \text{ kde}$$

b – koeficient poplatků na měsíční bázi

NAV – celková tržní hodnota v portfoliu obsažených aktiv k poslednímu obchodnímu dni daného měsíce v CZK



Pro vznik nároku na odměnu z kladného výnosu musí platit, že:

$$CPJ_{t-1} * (1 + h) < CPJ_t , \text{ kde}$$

CPJ_{t-1} – cena podílové jednotky k poslednímu obchodnímu dni předcházejícího obchodního roku

CPJ_t – cena podílové jednotky k poslednímu obchodnímu dni daného měsíce

h – stanovený koeficient pro bezplatný výnos klientů (hurdle rate)

tedy platí, že:

$$VP = CPJ_t - CPJ_{t-1} * (1 + h) , \text{ pokud}$$

$$VP > 0 \text{ a } CPJ_t > \max CPJ_{t-a} , \text{ kde}$$

$\max CPJ_{t-a}$ – maximální dosažená cena podílové jednotky v minulosti

pak tedy platí, že:

$$PF = VP * c , \text{ kde}$$

c – koeficient odměny za kladné výnosy

Konečný výpočet celkových nákladů je tedy následující:

$$PPF = MF + PF$$

Stanovení kapitálové struktury

Denominace investičních aktiv

Např. pro USD:

$$IA_{USD} = \sum_1^i Akcie_{USD,i} + Hotovost_{USD} , \text{ pak}$$

$$IA_{USD \rightarrow CZK} = \frac{IA_{USD}}{\text{Měnový kurz k USD}}$$

Celková aktiva vyjádřená v CZK pak tedy získáme takto:

$$IA_{Total} = \sum IA_{FX \rightarrow CZK} , \text{ kde}$$

FX – vyjadřuje všechny jednotlivé měny obsažené v portfoliu



Procentuální podíl aktiv denominovaných v určité měně tak bude tedy:

$$IA_{FX/Total} = \frac{IA_{FX}}{IA_{Total}} * 100$$

Podíl typů aktiv na celkové portfoliu

Např. pro akcie

$$Akcie_{FX \rightarrow CZK} = \frac{Akcie_{FX}}{\text{Měnový kurz k FX}} ,$$

$$TA_{Akcie} = \sum Akcie_{FX \rightarrow CZK} , \text{ pak}$$

Celkové součet všech typů aktiv v portfoliu bude:

$$TA_{Total} = \sum TA_{CP} , \text{ kde}$$

CP – značí různé druhy cenných papírů (typů aktiv) v portfoliu

Podíl jednotlivého typu aktiv na celé portfolia tak bude vyjádřen takto:

$$TA_{CP/Total} = \frac{TA_{CP}}{TA_{Total}} * 100$$