



**VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ**

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

**FAKULTA PODNIKATELSKÁ**

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

**ÚSTAV EKONOMIKY**

INSTITUTE OF ECONOMICS

**DIVERZIFIKACE PORTFOLIA NEMOVITOSTNÍHO  
PODÍLOVÉHO FONDU**

DIVERSIFICATION OF THE REAL ESTATE MUTUAL FUND PORTFOLIO

**DIPLOMOVÁ PRÁCE**

MASTER'S THESIS

**AUTOR PRÁCE**

AUTHOR

**Bc. Marek Coufal**

**VEDOUCÍ PRÁCE**

SUPERVISOR

**prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.**

**BRNO 2019**

# Zadání diplomové práce

Ústav:	Ústav ekonomiky
Student:	<b>Bc. Marek Coufal</b>
Studijní program:	Ekonomika a management
Studijní obor:	Podnikové finance a obchod
Vedoucí práce:	<b>prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.</b>
Akademický rok:	2018/19

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů a se Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně zadává diplomovou práci s názvem:

## Diverzifikace portfolia nemovitostního podílového fondu

### Charakteristika problematiky úkolu:

Úvod  
Cíle práce, metody a postupy zpracování  
Teoretická východiska práce  
Analýza současného stavu  
Vlastní návrhy řešení  
Závěr  
Seznam použité literatury  
Přílohy

### Cíle, kterých má být dosaženo:

Navržení změn ve skladbě portfolia nemovitostí s ohledem na rozložení segmentového rizika.

### Základní literární prameny:

BACON, Carl R. a Jeffrey D. FISHER. Practical portfolio performance: measurement and attribution. 2nd ed. Hoboken, NJ: Wiley, c2008. Wiley finance series. ISBN 04-700-5928-1.

BRUEGGEMAN, William B. a Jeffrey D. FISHER. Real estate finance and investments: real estate investment trusts. 14th ed. New York: McGraw-Hill Irwin, c2011. McGraw-Hill/Irwin series in finance, insurance, and real estate. ISBN 978-0-07-337733-9.

LIŠKA, Václav a Jan GAZDA. Kapitálové trhy a kolektivní investování: measurement and attribution. Praha: Professional Publishing 2004. ISBN 80-86419-63-0.

POLÁCH, Jiří et al. Reálné a finanční investice. Vyd. 1. V Praze: C.H. Beck, 2012. xvi, 263 s. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-436-0.

REJNUŠ, O. Finanční trhy. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014. Partners. ISBN 978-80-2-7-3671-6.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2018/19

V Brně dne 28.2.2019

L. S.

---

doc. Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.  
ředitel

---

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.  
děkan

## **Abstrakt**

Diplomová práce se zabývá složením portfolia nemovitostního fondu a doporučením možných změn. Fond je složen z nemovitostí na území České republiky. Skladba portfolia nemovitostí je volena na základě vyhodnocení výnosnosti nemovitostí, a dále na základě jejich profilu z hlediska využití budovy pro diverzifikaci rizika spojeného se zaměřením na jednotný segment.

## **Klíčová slova**

PORTFOLIO, NEMOVITOSTNÍ FOND, VÝNOSNOST, RENTABILITA, DIVERZIFIKACE, REALITNÍ TRH

## **Abstract**

The thesis deals with the composition of the real estate fund portfolio and recommendations for possible changes. The fund consists of real estate in the Czech Republic. The composition of the real estate portfolio is chosen based on an evaluation of the profitability of the property, and on the basis of their building use profile to diversify the risk of focusing on the single segment.

## **Key words**

PORTFOLIO, REAL ESTATE FUND, PRODUCTIVITY, PROFITABILITY, DIVERSIFICATION, REAL ESTATE MARKET



COUFAL, Marek. *Diverzifikace portfolia nemovitostního podílového fondu* [online]. Brno, 2019 [cit. 2019-05-12]. Dostupné z: <https://www.vutbr.cz/studenti/zav-prace/detail/116683>. Diplomová práce. Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, Ústav ekonomiky. Vedoucí práce Oldřich Rejnuš.

## **Čestné prohlášení**

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracoval jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušil autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 12. května 2019

.....  
Podpis autora

## **Poděkování**

Tímto bych rád poděkoval vedoucímu mé diplomové práce panu prof. Ing. Oldřichu Rejnušovi, CSc. za jeho trpělivost, odborné vedení, cenné rady a připomínky. Dále bych rád poděkoval panu Ing. Petru Bartoňovi a panu Martinu Krejčířovi za ochotu a poskytování podkladů při zpracování této diplomové práce. Též děkuji své rodině a blízkým přátelům za pomoc a podporu během studia.

# OBSAH

ÚVOD.....	11
CÍLE PRÁCE.....	13
METODY A POSTUPY ZPRACOVÁNÍ.....	13
1 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE.....	14
1.1 Kolektivní investování.....	14
1.1.1 Vymezení pojmu.....	14
1.1.2 Historie kolektivního investování.....	15
1.1.3 Výhody a rizika kolektivního investování.....	16
1.1.4 Formy specializovaných institucí kolektivního investování.....	18
1.1.5 Druhy fondů v České republice.....	19
1.2 Legislativa kolektivního investování v České republice.....	21
1.3 Nemovitostní fondy.....	23
1.3.1 Fondy reálných aktiv.....	25
1.3.2 Trh s rezidenčními nemovitostmi.....	25
1.3.3 Trh s komerčními nemovitostmi.....	26
1.3.4 SPV (Special Purpose Vehicle).....	26
1.3.5 Silné a slabé stránky nemovitostních fondů.....	27
1.4 Ukazatele měření výkonnosti fondů.....	28
1.4.1 Výnosová metoda oceňování.....	28
1.4.2 Ostatní ukazatele měření výkonnosti fondů.....	33
2 ANALÝZA SOUČASNÉHO STAVU.....	35
2.1 Analýza realitních fondů v České republice.....	35
2.1.1 ČS nemovitostní fond.....	35
2.1.2 Conseq realitní fond.....	38
2.1.3 Fond Realita.....	40
2.1.4 ZFP realitní fond.....	42
2.1.5 Investika realitní fond.....	44
2.1.6 Czech Real Estate Investment Fund (CREIF).....	46
2.2 Vstupní data pro projekt.....	48
2.2.1 1. nemovitost s.r.o.....	48

2.2.2	2. nemovitost s.r.o.....	51
2.2.3	3. nemovitost-komplex nemovitostí s.r.o.....	54
2.3	Doporučení pro projekt .....	56
3	<b>PROJEKT: NÁVRH ZMĚN VE SKLADBĚ PORTFOLIA NEMOVITOSTNÍHO FONDU XYZ S OHLEDEM NA ROZLOŽENÍ SEGMENTOVÉHO RIZIKA .....</b>	<b>59</b>
3.1	4. nemovitost s.r.o.....	59
3.2	5. nemovitost s.r.o.....	61
3.3	Ovlivnění výkonnosti fondu při záměně nemovitosti za jinou .....	63
3.3.1	Dopad výměny nemovitosti č.3 za nemovitost č.4 .....	63
3.3.2	Dopad výměny nemovitosti č.3 za nemovitost č.5 .....	65
3.4	Výkonnost fondu XYZ při korekci segmentu prodejen z portfolia fondu .....	66
3.4.1	Modelace vývoje fondu .....	66
3.4.2	Návrh na změnu portfolia fondu XYZ.....	68
3.4.3	Konečná podoba nového portfolia fondu XYZ .....	69
	<b>ZÁVĚR .....</b>	<b>70</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ .....</b>	<b>72</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÝCH TABULEK.....</b>	<b>75</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÝCH GRAFŮ .....</b>	<b>77</b>



## ÚVOD

V poslední době roste významně obliba investic do nemovitostí v České republice a také v ostatních zemích regionu střední a východní Evropy. Nemovitostní fondy začínají být čím dál více zajímavou investicí nejen pro velké společnosti, ale také pro drobné investory. Za hlavní příčinu atraktivity investic do nemovitostních fondů lze označit především skutečnost, že fondy nakládají s hmotnými aktivy, což je pro investory velmi důležité, že nejde o značku, která nabízí jen nějaký produkt. Pronájem komerčních prostor, domů a bytů nebo jejich prodej je pro investora srozumitelný a jednoduchý obchodní model, který si každý umí představit.

Na českém trhu nyní působí celkem šest nemovitostních fondů, které byly založeny českými subjekty. Nejstarší nemovitostní fond působí na trhu již 12 let, od roku 2007, poslední dva byly založeny teprve nedávno v roce 2015. Obecně lze konstatovat, že nemovitostní fondy jsou v České republice zakládány od poslední celosvětové krize v roce 2009, tedy fungují převážně za doby ekonomického růstu, což doposud vedlo k jejich víceméně kladným výsledkům hospodaření. Velkým testem pro nemovitostní fondy však bude období ekonomické recese, která prověří jejich kvalitu.

Jako téma své diplomové práce jsem si vybral doporučení změn ve skladbě portfolia nemovitostního fondu, jehož všechny aktiva jsou rozložena pouze na území České republiky. Tento konkrétní nemovitostní fond za posledních několik let vykazoval stabilní zhodnocení na trhu, a také ostatní ukazatele fondu dosahovaly příznivých výsledků.

Teoretická část diplomové práce se zaměřuje na popis kolektivního investování, na jeho výhody, rizika a právní náležitosti. Blíže jsou také specifikovány instituce kolektivního investování a popsány druhy fondů v České republice. Dále se teoretická část věnuje nemovitostním fondům, jejich charakteristice, silným a slabým stránkám a pojmu SPV (Special Purpose Vehicle). Kapitola ukazatele měření výkonnosti fondů je zaměřena na metodologii výkonnosti realitních fondů, jak lze výkonnost měřit, které ukazatele jsou vhodné a co jaký ukazatel znamená.

V analýze současného stavu je nejdříve popsáno a analyzováno všech 6 realitních fondů, které působí na tuzemském trhu. Poté již bude v kapitole přikročeno k analýze tří nemovitostních SPV držících v majetku nemovitosti, které jsou v portfoliu konkrétního nemovitostního fondu XYZ. Tyto výpočty budou použity jako podklady pro projektovou část.

Poslední kapitola diplomové práce je zaměřena na nalezení řešení odhaleného problému ve složení portfolia fondu z analytické části. Pro výběr vhodného řešení bude použito porovnání namodelovaných změn v portfoliu fondu, které přicházejí v současné době v úvahu. Z porovnání výsledků namodelovaných fondů bude vybrána jedna varianta, která bude nadále porovnána s fondem v původním složení. A to také za podmínek, které mohou nastat v období recese ekonomiky, kterou fond za svého fungování prozatím neprošel. Výsledkem projektu bude doporučení zachování, nebo změny portfolia fondu XYZ, jehož primárním cílem by mělo být zajištění větší stability výnosnosti a fungování fondu.

Za vlastní přínos považuji skutečnost, že jako zaměstnanec spřízněné společnosti mám možnost vidět denně vývoj fondu, a jeho fungování zblízka a znám ho od začátku jeho působnosti na trhu, což mi také umožnilo získat od manažerů fondu souhlas se zpracováním finančních výkazů a informací, které budou v práci dále analyzována. Souhlas s uveřejněním konkrétního názvu fondu jsem neobdržel, tudíž bude v práci u názvu fondu uvedeno pouze provizorní označení „Fond XYZ“. Výsledky diplomové práce využije management nemovitostního fondu jako jedno z doporučení pro budoucí plánované změny v portfoliu fondu.



## **CÍLE PRÁCE**

Cílem diplomové práce je doporučit změny ve skladbě portfolia nemovitostního fondu, který je složen pouze z nemovitostí na území České republiky. Skladba portfolia nemovitostí je volena na základě vyhodnocení výnosnosti a rentability nemovitostí, a dále na základě jejich profilu z hlediska specifikace využití budovy pro diverzifikaci rizika spojeného se zaměřením na jednotný segment. Ke správnému ocenění je zapotřebí znalost realitního trhu společně s odborným odhadem, který se získává i porovnáním podobných objektů v okolí nemovitosti. Srovnání jsem provedl, aby ocenění nemovitostí a data získaná k dalším výpočtům odpovídala, co nejvíce realitě a praktickému využití.

## **METODY A POSTUPY ZPRACOVÁNÍ**

Jako téma své diplomové práce jsem si vybral doporučení změn ve skladbě portfolia nemovitostního fondu, jehož všechny aktiva jsou rozložena pouze na území České republiky. Tento konkrétní nemovitostní fond za posledních několik let vykazoval stabilní zhodnocení na trhu, a také ostatní ukazatele fondu dosahovaly příznivých výsledků. Za vlastní přínos považuji skutečnost, že jako zaměstnanec spřízněné společnosti mám možnost vidět denně vývoj fondu, a jeho fungování zblízka a znám ho od začátku jeho působnosti na trhu, což mi také umožnilo získat od manažerů fondu souhlas se zpracováním finančních dat, které budu v práci dále analyzovat. Výchozí výpočty z analytické části budou použity jako podklady pro projektovou část. Souhlas s uveřejněním konkrétního názvu fondu jsem neobdržel, tudíž bude v práci u názvu fondu uvedeno pouze provizorní označení „Fond XYZ“. Výsledky diplomové práce využije management nemovitostního fondu jako jedno z doporučení pro budoucí plánované změny v portfoliu fondu.

# 1 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE

## 1.1 Kolektivní investování

### 1.1.1 Vymezení pojmu

Pojmem kolektivní investování bývá označováno tzv. podnikání na principu shromažďování peněžních prostředků od veřejnosti, a jeho následné investování na principu rozložení rizika a správě takto vytvořeného portfolia přísně regulovanými specializovanými institucemi. Shromažďovat finanční prostředky od běžných občanů lze upisováním akcií investičního fondu nebo vydáváním podílových listů podílového fondu. Kolektivní investování může být také definováno jako společný zájem individuálních investorů, kteří chtějí co nejvíce zhodnotit své volné peněžní prostředky, a současně minimalizovat rizika diverzifikací společného portfolia (Rejnuš, 2014).

V odborné literatuře se definice kolektivního investování v některých znacích shodují a v jiných rozcházejí. Podstatu investičního fondu lze charakterizovat jako shromažďování finančních prostředků jeho účastníků a ve vzdání se práva na jejich aktivní správu (Lomnicka, 2009). Kolektivní investování lze také chápat jako převedení svých časových možností, osobních schopností a dostupnosti lepších investičních příležitostí na profesionální management, který za investory bude spravovat svěřené finanční prostředky (Benjamin, 2007).

Za tři základní pilíře kolektivního investování je tedy možné označit shromažďování finančních prostředků, určitý právní prostředek k dosažení cílů a zvýšenou ochranu garantovanou investorům. Finanční prostředky se získávají od více investorů, typicky jsou jejich peníze pak vloženy do jiného právního prostředku, který bývá charakterizován kolektivním zájmem, jež je odlišný od zájmů jednotlivých investorů. Investoři se výměnou za spoluúčast v investičním fondu a za uvedené výhody z ní plynoucí vzdávají práva disponovat se svými finančními prostředky či je přímo spravovat, a to ve prospěch profesionálního managementu, který tak shromážděné finanční prostředky investuje dále na základě vlastního rozhodování. Poslední pilíř tvoří zvýšená ochrana pro investory, zajišťovaná státem (např. skrze licencování subjektů), nebo administrátorem či deponitářem (Liška a kol., 2004).

### 1.1.2 Historie kolektivního investování

I když došlo v posledních několika letech v oblasti kolektivního investování k velkému rozmachu, v porovnání s vyspělými státy a jejich kapitálovými trhy, je investiční historie v ČR podstatně kratší a český fondový byznys se teprve v současnosti postupně rozrůstá. V letech 1992–1994 v naší zemi proběhly dvě vlny kupónové privatizace a právě s tou je rozvoj investičních fondů spojován. Právě kupónová privatizace významně ovlivnila podobu a vývoj českého kolektivního investování, neboť naše hospodářství se v této době přetvářelo z centrálně plánovaného na tržní a přes 1700 státních podniků se začalo postupně transformovat na akciové společnosti s veřejně obchodovatelnými cennými papíry. Veřejnosti se tímto otevřely nové možnosti investovat své soukromé prostředky do některé takovéto společnosti a tím v ní získat podíl. Pokud se občané do tohoto kroku obávali pustit na vlastní pěst, byla tu možnost vložit peněžní prostředky do fondů, které se tak staly přijatelným řešením pro nezkušené investory (Historie kolektivního investování, ©2019).

Již v první vlně privatizace se svou nabídkou přišlo více než 400 fondů, které dokázaly získat od občanů asi 73 % celkového majetku přiděleného pro první vlnu. Druhá vlna kupónové privatizace měla menší účast fondů, a to 353 fondů, na které připadlo 65 % privatizovaného majetku. První vlna privatizace měla přísnější regulace, kdy se podle zákona směly zúčastnit pouze investiční fondy mající formu akciové společnosti (a tedy právní subjektivitu), naproti tomu do druhé vlny mohly již vstoupit i fondy podílové, tj. subjekty bez právní subjektivity založené investičními společnostmi. Po privatizačním období zájem drobných investorů o dění na kapitálovém trhu silně poklesl a počet realizovaných obchodů byl tehdy téměř nulový. Obchodování tehdy probíhalo pouze přes investičních a podílové fondy. V této době docházelo, často za velmi nesrozumitelných podmínek, k přeměnám fondů na jiné právní subjekty. Tehdy se objevuje v souvislosti s investičními a podílovými fondy termín „tunel“, kdy na řadu fondů byla uvalena nucená správa a některé fondy se potýkaly s konkurzem a následnou likvidací (Historie kolektivního investování, ©2019).

Oživení na poli investičních a uzavřených podílových fondů přichází až po roce 2000, kdy v roce 2001 byla schválena novela zákona o investičních společnostech a investičních fondech, která podmínila působení všech subjektů kolektivního investování v ČR

získáním povolení od Komise pro cenné papíry. V této době nastal proces otevírání investičních a uzavřených podílových fondů, kdy zákonná lhůta otevření byla stanovena na rok 2002. Pro fondové investování byl neméně důležitý také rok 2004, neboť vstup do EU a harmonizace české legislativy s EU přinesly pozitivní změny, především v oblasti zvýšení ochrany investorů a rozšíření nabídky fondů a také investičních příležitostí (Historie kolektivního investování, ©2019).

### **1.1.3 Výhody a rizika kolektivního investování**

Kolektivní investování přináší výhody nejen drobným individuálním investorům, ale také celé ekonomice. Za hlavní výhody je možné považovat dostupnost a jednoduchost, diverzifikaci, likviditu, snadný přehled a zhodnocení investice, dosažení vyšších výnosů a možnost podílet se na nákupu i takových titulů, ke kterým by se při individuálním investování drobný investor neměl téměř nikdy možnost dostat (Rejnuš, 2014).

Nyní podrobněji popíšu uvedené výhody z předchozího odstavce. Výhoda dostupnosti a jednoduchosti kolektivního investování spočívá v tom, že většina otevřených podílových fondů umožňuje investovat i drobným investorům. Nakoupení podílového listu lze totiž snadno provést po schválení smlouvy jednoduše zadáním nákupního pokynu na zvolený fond. Investor může tedy podíly nakupovat přes internet nebo telefonicky. Mimo jiné může investor využít výhody spoření, což je automatické pravidelné investování do fondu, a tak si postupně vytvářet investiční portfolio, jehož hodnota poroste v čase (Steigauf, 2003).

Diverzifikace (neboli tzv. rozložení investic) znamená, že se jedná o jednu z největších výhod kolektivního investování. Fond zpravidla investuje do několika desítek titulů a tím umí velmi efektivně rozložit riziko. Lze tedy říci, že jeden podílový fond může mít ve svém vlastním portfoliu až stovky cenných papírů od různých emitentů, čímž fond dosáhne na požadovanou úroveň diverzifikace, kterou by individuální investoři nebyli téměř nikdy schopni dosáhnout. Zabrání se tomu, že v případě provedení špatné investice do jedné společnosti, která by zkrachovala, investor nepřijde o celou svoji investici (Polách a kol., 2012).

Likvidita znamená kdykoli požádat investiční společnost, která je obhospodařovatelem fondu o zpětný prodej podílových listů za aktuální kurz. Peníze investor obdrží podle

zákona nejpozději do 30 dnů od požádání. Většina fondů umožňuje vybírat investorům jejich investované prostředky bez sankcí, na rozdíl od střednědobých a dlouhodobých termínovaných vkladů (Patria.cz, ©2019).

Snadný přehled a zhodnocení investice je další velkou výhodou, neboť jednotlivé kurzy otevřeného fondu jsou pravidelně oznamovány a publikovány u správce fondu a na prodejních místech fondu. Oznamování kurzů probíhá nejméně jedenkrát týdně avšak většina členů AKAT ČR publikuje kurzy fondu denně. Výnos si tedy lze vypočítat tak, že vynásobím jmenovitou hodnotu podílového listu (kurzu) s počtem podílových listů, a tím si vypočítám celkovou hodnotu investice za daný okamžik. Instrukce kolektivního investování se snaží zajistit svým investorům profesionální správu úspor. Zaměstnávají odborníky, kteří sledují každodenní pohyb na trzích s cennými papíry a každodenně jsou vytvářeny detailní investiční analýzy, na jejichž základě bývá investiční portfolio spravováno. Správci aktiv také využívají nejrůznějších modelů řízení investičních rizik pomocí finančních derivátů. Profesionální správa aktiv přispívá k vyšší výkonnosti investičního portfolia (Polách a kol., 2012).

K hlavním rizikům kolektivního investování velmi často patří nečestné chování ze strany správce portfolia a střet zájmu mezi správcem portfolia a investory. Dále lze mezi nevýhody zařadit fakt, že investice do otevřených podílových fondů není pojištěna, výnos není garantován a také že není zaručena garance v případě bankrotu fondu nebo bankrotu jeho správce, kdy se fond dostane do likvidace. Investice do otevřených podílových fondů totiž zpravidla nebývá pojištěna. Otevřené podílové fondy však podléhají přísné regulaci, která vychází ze zákona. Současně jejich hospodaření dozoruje Česká národní banka, depozitář a nezávislý auditor. O majetku fondů se musí účtovat odděleně od majetku správce fondu a správce nesmí peníze investovat jinak, než ukládá zákon a statut fondu. Členové Asociace pro kapitálový trh ČR se však společně zavázali plnit daleko přísnější regulační pravidla a normy, než jim ukládá zákon, například pravdivě a spolehlivě informovat o zaměření fondu a rizicích, která jsou s každou investicí spjata (Patria.cz, ©2019).

Každý investor by při investování do otevřeného podílového fondu měl mít na paměti, že předchozí výkonnost fondu nikdy nezaručuje stejnou výkonnost také do budoucna. Hodnota investice či příjem z ní může růst nebo vykazovat pokles a zaručena není ani návratnost původně investované peněžní částky. Toto investiční riziko je možné snížit

dostatečně dlouho délkou investice, protože platí, že rizikovější investice (např. akcie) jsou dlouhodobě nejvýnosnější a naopak bezpečné instrumenty (např. peněžního trhu) mají dlouhodobý výnos nejnižší. Hodnota investice také velmi často kolísá. Zpravidla u investic do akciových a balancovaných fondů či do indexových fondů investujících do akciových indexů by měl investor nutně počítat s výraznými výkyvy v hodnotách kurzu a být na tyto situace připraven. Nákup podílových listů je také velmi často zatížen přírůžkou a srážkou, tedy vstupním poplatkem a u některých fondů také výstupním poplatkem (Patria.cz, ©2019).

#### **1.1.4 Formy specializovaných institucí kolektivního investování**

Existují dva modely institucionálního uspořádání kolektivního investování, a to otevřený a uzavřený model. Otevřený model kolektivního investování nemá předem stanoven počet emitovaných cenných papírů a nově emitované cenné papíry jsou vydávány na základě poptávky investorů, kteří mají právo na jejich zpětný prodej emitentům. Uzavřený model kolektivního investování je naopak typický tím, že počet emitovaných cenných papírů je přesně stanoven a počáteční nabídka těchto cenných papírů se organizuje tzv. ručitelským způsobem pomocí investičních zprostředkovatelů. Investoři nemají právo zpětného prodeje cenných papírů emitentům, a to vede k poklesu jejich likvidity. Tyto cenné papíry bývají obchodovány na sekundárních trzích (Rejnuš, 2014).

Rozdělení fondů probíhá nejčastěji dle těchto tří hlavních kritérií:

- Předmět investování,
- způsob rozdělování dosažených výnosů investorům,
- investiční strategie správců portfolia.

Z pohledu předmětu investování lze dělit fondy na fondy finanční a fondy reálných aktiv. Majetek finančních fondů je tvořen převážně finančními deriváty, cennými papíry a ostatními investičními nástroji. Předmětem investování fondů reálných aktiv bývají nemovitosti, komodity a drahé kovy (Rejnuš, 2014).

Mezi důchodovými fondy, smíšenými fondy a fondy růstovými je patrný rozdíl především z pohledu rozdělování dosažených výnosů investorům. Cílem důchodového fondu bývá vyzískání co nejvyšší výplaty při stabilní výši čisté hodnoty aktiv na jeden

cenný papír, přičemž zisky a inkasované důchody jsou vypláceny. Smíšený fond bývá zaměřen na kombinaci důchodové a růstové politiky, a to podle tržní situace a stanovení hlavních cílů. Hlavním cílem smíšeného fondu je dosažení vysoké výplaty v kombinaci s odpovídajícím růstem čisté hodnoty aktiv na jeden cenný papír. Růstový fond se zabývá růstem čisté hodnoty aktiv na jeden cenný papír, na běžné výplaty bývá kladen menší důraz (Liška a kol., 2004).

Dále lze rozdělit fondy z pohledu investiční strategie správců portfolia a to na fondy indexované, aktivní a garantované. Indexované fondy se opírají o hypotézu efektivního trhu, kde se předpokládá, že investiční nástroje bývají na trhu oceněny správně. Strategie aktivního fondu se zakládá na domněnce, že investiční trhy se nechovají efektivně a proto správci portfolií vyhledávají podhodnocené či nadhodnocené investiční nástroje a na tom staví svoji strategii. Garantovaný fond používá metodu zajištění portfolia, kdy tato metoda slouží k zabezpečení portfolia proti tržnímu riziku. Dále cenné papíry kolektivního investování můžeme rozdělit z hlediska finančního trhu na trh kapitálový, konkrétně trh dlouhodobých cenných papírů a z hlediska dělení investic je možné je charakterizovat jako investice do finančních instrumentů spojených s vlastnickým právem tzv. equity, jako investice portfoliové a nepřímé (Liška a kol., 2004).

### **1.1.5 Druhy fondů v České republice**

Nejdříve zmíním, že kolektivní investování v ČR je upraveno zákonem č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech. Tento zákon je známý pod zkratkou „ZISIF“ a tato zkratka bude dále používána v dalším textu.

ZISIF zavedlo nové členění investičních fondů:

- fondy kolektivního investování, jimiž jsou:
- standardní fondy,
- speciální fondy,
- fondy kvalifikovaných investorů, které nepatří pod fondy kolekt. investování.

Fond kolektivního investování má statut právnické osoby se sídlem v České republice. Naproti tomu fond kvalifikovaných investorů může získávat finanční prostředky nebo penězi ocenitelné věci od více kvalifikovaných investorů vydáváním účastnických

cenných papírů a podílových listů a provádět společné investování těchto prostředků nebo penězi ocenitelných hodnot na základě určené investiční strategie ve prospěch kvalifikovaných investorů a dále spravovat tento majetek. U fondů kvalifikovaných investorů dle zákona není požadováno vykonávat investování na principu rozložení rizika, dokonce ZISIF neobsahuje výslovně zákaz, že investiční fond nemůže být neomezeně ručícím společníkem osobní obchodní společnosti. Tato varianta dělá kolektivní investování v České republice významně přitažlivější (Neveselý a kol., 2019).

V zákoně je také stanoven požadavek na vedoucí osoby, tzn. každý obhospodařovatel a administrátor bude muset mít alespoň dvě vedoucí osoby s prokazatelnými zkušenostmi a znalostmi s obhospodařováním a administrací majetku investičního fondu, na který je zaměřena investiční strategie fondu. Vedoucí osoby nemusí mít dle zákona zkušenosti přímo s kolektivním investováním, největší změnou ale je, že nesamosprávný investiční fond nemusí mít žádné vedoucí osoby, což je nyní pro fondy velká úleva, neboť dříve platilo, že největším problémem u investičních fondů byla nutnost mít alespoň tři vedoucí osoby, z nichž jedna musela mít prokazatelné zkušenosti s kolektivním investováním (Neveselý a kol., 2019).

ZISIF také nově definoval samosprávné a nesamosprávné investiční fondy:

- **samosprávný investiční fond** s právní osobností, který je na základě povolení ČNB k činnosti samosprávného investičního fondu oprávněn se sám obhospodařovat a případně provádět svoji administraci;
- **nesamosprávný investiční fond** s právní osobností má individuální statutární orgán, kterým je právnická osoba oprávněná obhospodařovat tento investiční fond. Fond je oprávněn provádět svoji administraci pouze za předpokladu, že právnická osoba, která je jeho individuálním statutárním orgánem, je oprávněna provádět administraci tohoto fondu. Za nejdůležitější změnu je možné považovat skutečnost, že nesamosprávné investiční fondy s právní osobností nadále nepodléhají povolení ČNB ani jejímu dozoru a pouze se zapisují do seznamu ČNB. Povolení ČNB nebudou již nadále vyžadovány ani v případě uskutečnění přeměny nesamosprávného investičního fondu s právní osobností.



## 1.2 Legislativa kolektivního investování v České republice

Dne 19.8.2013 nabyt účinnosti nový zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech („ZISIF“), který nahradil dosavadní zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů („ZKI“), včetně prováděcích předpisů. ZISIF měl za cíl vytvořit kompaktní, moderní a flexibilní právní rámec pro kolektivní investování v České republice. Dosavadní ZKI byl komplikovaně přizpůsobitelný vůči novým trendům, které se již nový ZISIF snažil zohlednit a přimět tímto nové investory k investování.

ZISIF zcela konkrétně nařizuje vyšší rozhodného limitu pro obhospodařovatele fondu ve výši 100 mil. euro a v některých případech 500 mil. euro pro hodnotu majetku všech investičních fondů, které obhospodařovatel spravuje. V ostatních případech se se jedná o tzv. podlimitního obhospodařovatele, který není oprávněn obhospodařovat investiční fondy a v případě, že v České republice výdělečně živnostenským či obdobným způsobem spravuje či hodlá spravovat majetek investorů za účelem jeho společného investování dle určené strategie ve prospěch těchto investorů, je povinen podat žádost o zápis do seznamu vedeného ČNB.

Kvalifikovaným investorem může být dle ZISIF taková osoba, jejíž výše splaceného vkladu nebo splacené investice do fondu kvalifikovaných investorů odpovídá částce 125 tis. euro, a která si je vědoma rizik spojených s investováním do fondu kvalifikovaných investorů. ZISIF tak oproti ZKI navýšil minimální částku investice do fondu kvalifikovaných investorů. Je třeba podotknout, že ZISIF naopak snížil limit na vlastní kapitál fondu kvalifikovaných investorů, který musí do 12 měsíců od vzniku dosáhnout částky 1,250 mil. euro (dle ZKI byla dřívější minimální suma fondového kapitálu ve výši 50 mil. Kč).

Zkratka SICAV znamená, že investiční fondy můžou mít po nabytí platnosti rekonstrukce soukromého práva též právní formu akciové společnosti s proměnným základním kapitálem. Mezi výhody této nově zavedené právní formy patří především možnost vytvořit efektivní investiční instrument s flexibilní strukturou vstupu a výstupu investorů prostřednictvím dvou druhů akcií, které bude SICAV oprávněn emitovat. Jde o tzv. zakladatelské a investiční akcie:

- **zakladatelské akcie**, které jsou upisovány zakladateli SICAVu a bude s nimi spojeno předkupní právo ostatních vlastníků zakladatelských akcií;
- **investiční akcie**, které zajišťují onu proměnnost základního kapitálu SICAVu a tyto akcie lze rychle emitovat bez nutnosti zápisu zvýšení či snížení základního kapitálu do obchodního rejstříku. Investiční akcie mohou být zpětně odkoupeny na účet SICAVu s odůvodněním, že tímto odkupem zaniknou. Ve stanovách SICAVu může být také upraven způsob hlasovacích práv spojených s akciemi, avšak rovněž majitelé s investičními akciemi bez hlasovacích práv se budou moci hlasování zúčastnit a hlasovat v případě, pokud se bude hlasovat podle druhu akcií. Investiční akcie je možné upisovat na základě veřejné výzvy pouze kvalifikovanými investory, avšak obchodovat je bude možné na kterémkoli regulovaném trhu. Akcie zakladatelské i investiční jsou akciemi kusovými, bez jmenovité hodnoty, ale představující stejný podíl základního kapitálu.

Základní kapitál SICAVu je roven hodnotě jeho vlastního kapitálu, do obchodního rejstříku se zapisuje pouze tzv. zapisovaný základní kapitál jako částka vložená zakladateli SICAVu při úpisu zakladatelských akcií. Nyní se již nemusí zapisovat změny v základním kapitálu SICAVu do obchodního rejstříku při každé emisi nových a odkupu stávajících investičních akcií, což umožní rychle a včas reagovat na potřeby na trhu. Jeden z dalších symbolů SICAVu souvisí s obligatorní monistickou strukturou, kdy orgán SICAVu je tvořen správní radou a ředitelem (Neveselý a kol., 2019).

Mezi největší výhody SICAVu se jednoznačně řadí jeho možnost vytvářet podfondy jako účetně a majetkově oddělené části SICAVu. Každý podfond musí mít svůj samostatný status. Podfondy tak mohou být zakládány pro realizaci různých na sobě nezávislých investičních záměrů, aniž by k jejich založení bylo třeba povolení ČNB. Možnost zakládat podfondy musí být připuštěna stanovami SICAVu s tím, že informace o této možnosti se zapisuje do obchodního rejstříku, samotné podfondy však nikoliv. Podfondy emitují investiční akcie, jejichž vlastníci mohou o záležitostech podfondu hlasovat samostatně (Neveselý a kol., 2019).

### 1.3 Nemovitostní fondy

*„Trh nemovitostí je nejméně dokonalým trhem ovlivněný řadou neekonomických faktorů“*  
(Císař, 1996).

Nemovitostní fondy se řadí mezi speciální podílové fondy, které investují především do větších komerčních nemovitostí a to buď přímo nebo prostřednictvím nemovitostních společností. Nemovitostní fondy mohou mít menší podíl svých portfolií zainvestován také v dluhopisech nebo akciích. Nemovitostní fondy bývají finančně stabilní, neboť s domy a byty se neobchoduje na burze, a tudíž jejich cena nekolísá o několik procent za den, ale spíše se postupně mění o několik procent za rok (Korgerová, 2018).

V současné době se na českém trhu vyskytuje šest otevřených nemovitostních fondů, dále několik fondů pro kvalifikované investory a velké množství uzavřených nemovitostních fondů. Hospodaření nemovitostních fondů probíhá tak, že nákup nových nemovitostí do svého portfolia financují zčásti z vlastního kapitálu, což znamená z vložených peněžních prostředků od investorů, a zčásti na úvěr. Tento způsob umožňuje nemovitostním fondům zvyšovat potenciální výnosy fondu, tedy rentabilitu vlastního kapitálu. Je ale důležité zmínit, že příliš vysoké úvěrové zadlužení může přivodit fondům i velká rizika, ostatně vysoké zadlužení způsobuje problémy i u jiných druhů podnikání, stejně tak v případě hypotéky na vlastní bydlení. Stále platí, že peněžní prostředky půjčené od banky za nízký úrok zvyšují výnos z vlastního kapitálu, avšak potíže nastávají v okamžiku, když banky začnou zvedat úrokovou míru, tzn. při větším navýšení úrokové sazby již nemusí být výnosy z nájmu schopny pokrýt úrok z úvěru a nastává zlom. Vyšší výnosnost bývá velmi často spojena s vysokým rizikem (Korgerová, 2018).

Při rozhodování o investování do nemovitostního fondu se tedy musí brát v potaz jeho průměrná úvěrová angažovanost. I když nelze obecně určit žádný skutečně ideální poměr mezi vlastním a cizím kapitálem, stále platí pravidlo, že čím větší bude mít zastoupení v majetku fondu cizí kapitál, tím půjde o rizikovější investici. Nemovitostní fondy s podílem úvěrů do 30 % lze definovat jako konzervativní fondy, nemovitostní fondy s podílem úvěrů nad 70 % je možné definovat jako velmi agresivní a silně rizikové. Investoři jsou však různě založení lidé a každý investor hledá něco jiného. Konzervativní

investoři dávají přednost úvěrové angažovanosti do 30 %, naopak agresivní investoři dokáží snést úvěrovou angažovanost fondu v mnohem větší míře (Traxler, 2016).

Při detailnějším pohledu do aktiv fondů však investoři žádnou konkrétní nemovitost nalézt nemusejí, často nemovitostní fondy mají podíly na speciálních nemovitostních společnostech, a teprve tyto mají ve svých aktivech konkrétní nemovitosti. Jde o běžnou praxi, neboť tento model lze nalézt také u developerských společností, kdy se na každý nový projekt raději zřizuje nová tzv. účelová firma, jež se po realizaci projektu ukončí svoji činností. Velmi podobné chování lze vypočítávat i v případech, kdy se na správu nemovitostí také zakládají účelové společnosti s označením SPV (Special purpose vehicle), které podrobněji popíší v jedné z dalších kapitol. I když z pohledu investora může na první pohled SPV působit netransparentně, má zakládání SPV společností své opodstatnění. Především pokud je mateřská společnost více zadluženější než SPV, které se překupují do fondu, který je oddělen od zakládající společnosti, je to v konečném důsledku výhodnější pro všechny zúčastněné strany (Traxler, 2016).

Největší vliv na vývoj hodnoty investice má celkový vývoj ceny nemovitostí a hodnota nájmu. Nemovitostní fondy nakupují, spravují a pronajímají spíše komerční nemovitosti, v menší míře rezidenční a jejich odměnou je měsíční nájemné. Hodnota nájemného pravidelně zvyšuje hodnotu majetku nemovitostního fondu a tedy také hodnotu podílových listů. Platí, že nemovitostní fondy zaručují svým investorům stabilní výnosy, v závislosti na typu nemovitosti a v jaké lokalitě se daná nemovitost vyskytuje. Rentabilita nájmu se různí a platí pravidlo, že v hlavním městě bývá rentabilita nájmu nejmenší. Vývoj cen nemovitostí v portfoliu fondu má vliv na hodnotu podílového listu, nemovitostní fondy jsou povinny na pravidelné bázi přepočítávat hodnotu nemovitostí ve svém svěřeném majetku. Pro toto přeceňování nemovitostí na jejich aktuální hodnotu se používají nejrůznější výpočty a metody, které se pak zasílají investorům. Investoři zpravidla dávají přednost investování do takových nemovitostních fondů, kdy je výnos generován příjmem z pronájmu a nikoli jen přeceňováním hodnoty nemovitostí. Významné pro investory je také mít přehled o konkrétních nemovitostech ve fondu, do kterých fond investuje, s jakou rentabilitou a jakou částí portfolia tvoří, důležité jsou i poplatky, které si fond nárokuje ((Traxler, 2016).

### **1.3.1 Fondy reálných aktiv**

Fondy reálných aktiv se zaměřují na reálné investice, včetně komodit, nemovitostí a různých věcí movitých jako jsou například umělecké předměty a starožitnosti. Fondy reálných aktiv vykazují největší míru zhodnocení obzvláště v čase vysoké inflace a podstatné je také zmínit období velkých otřesů (korekce) na finančních trzích, kdy se právě fondy reálných aktiv těší velké investorské oblibě (Rejnuš, 2014).

### **1.3.2 Trh s rezidenčními nemovitostmi**

Obliba investic do nemovitostí roste nejen v České republice, ale také v ostatních zemích regionu střední a východní Evropy a celkově na trhu s nemovitostmi narůstá počet specializovaných realitních fondů. Nemovitosti umístěné v centru velkých měst nevykazují však podobně vysoké výnosy, jako fondy, které vyhledávají méně kvalitní objekty, které se pak snaží rekonstruovat, restrukturalizovat či zvětšit nákupem vedlejších pozemků či objektů a tyto pak s vysokou přidanou hodnotou prodat (Richter, 2019).

Ekonomický růst za posledních několik období zvedal poptávku po průmyslových a logistických nemovitostech, nárůst mezd opětovně zvyšoval růst tržeb v obchodních centrech, a to celkově přispělo ke zvýšenému zájmu investorů k nákupu obchodních center a ostatních retailových nemovitostí. V České republice ještě navíc došlo k velmi prudkému zdražení nemovitostí na trhu s rezidenčním bydlením z důvodu jejich velkého nedostatku (Richter, 2019).

Rezidenční bydlení lze dle Šourkové (s.13, 2003) rozdělit dle jednoduché klasifikace následovně:

- pozemky pro rezidenční výstavbu,
- rodinné domy,
- nájemní domy,
- byty,
- rekreační objekty.

### 1.3.3 Trh s komerčními nemovitostmi

Komerční nemovitosti lze rozdělit následujícím způsobem:

- pozemky pro komerční výstavbu,
- kancelářské prostory,
- obchodní prostory,
- prostory pro jiný typ služeb,
- výrobní a živnostenské objekty.

Toto rozdělení je pouze informativní a tvoří jen jednu z mnoha jiných variant a je možné použít rozdělení detailnější, podle jinak stanovených kritérií, pro účely této práce je však dostačující.

### 1.3.4 SPV (Special Purpose Vehicle)

Special Purpose Vehicle (SPV) je označení pro společnost zvláštního určení, která bývá zřízena za účelem realizace konkrétního projektu. SPV je svým charakterem velmi podobná dceřině společnosti, avšak má samostatné právní, majetkové a finanční hospodaření a výkaznictví. SPV se tedy využívá nejvíce v případech vzniku nového projektu a tento projekt se odděluje od mateřské společnosti, aby se eliminovalo finanční nebo jiné riziko. Mateřské společnosti si tímto tzv. strukturovaným finančním nástrojem chrání svůj majetek a finanční prostředky (Organizace a pravomoci SPV, ©2019).

Při zakládání SPV je nejdůležitější vytvořit právní strukturu, kde by mělo být přesně definováno za jakých podmínek může SPV společnost získávat a držet vlastní aktiva a ošetřit majetek SPV tak, aby se zabránilo účasti na aktivitách mateřské společnosti. Chráněná však nemusí být primárně vždy jen mateřská společnost. Může se stát opačný případ, kdy se do finančních potíží dostane právě mateřská společnost a pak jsou chráněny také zájmy SPV společnosti. Výhody SPV tedy spočívají v daňových aspektech. Když se nemovitosti nakupují do fondu jako SPV, jedná se o nákup firmy, tudíž není nutné platit daň z nemovitosti, oproti tomu, když se nakupuje nemovitost napřímo, musí kupující zaplatit daň z nemovitosti a také ostatní poplatky spojené s procesem nákupu nemovitosti (Organizace a pravomoci SPV, ©2019).

Jak již bylo popsáno, společnosti SPV mají své pravomoci omezeny jen na účel, pro který byly vytvořeny, tzn. pokud konkrétní projekt dosáhne svého cíle, SPV společnost by měla

ukončit svoji činnost. Společnosti SPV jsou vedeny programově, tzn. že mají nastavené všechny hlavní procesy víceméně automaticky, a z toho důvodu u nich není třeba činit žádná vysoce kvalifikovaná manažerská rozhodnutí. Společnosti SPV jsou nejčastěji zřizovány bankami, finančními institucemi a vlastníky podniků, neboť namísto rozšiřování podniku se vytvoří pouze speciální projekt. SPV společnosti bývají také často jednou z variant pro zahraniční investory, kteří si takto zajišťují přístup k obchodním příležitostem v cizích zemích a z důvodu rychlejšího růstu a překonávání byrokracie volí tento snadnější obchodní model (Organizace a pravomoci SPV, ©2019).

### **1.3.5 Silné a slabé stránky nemovitostních fondů**

Mezi silné stránky nemovitostních fondů patří zejména stabilita jejich výnosů, nízká volatilita a nezávislost na vývoji akciových a dluhopisových trhů (nízká korelace). Dále ochrana proti růstu inflace a zpravidla vyšší zhodnocení, než u běžných bankovních a depozitních produktů. K výhodám lze také přiřadit fakt, že není zákonem stanovena minimální výše vkladu investice, což otevírá šanci i menším drobným investorům. Realitní fondy pravidelně zpracovávají přehledy o svém hospodaření a poskytují svým investorům velmi podrobné informace. Za další silnou stránku nemovitostních fondů je možné označit osvobození od daně z výnosů investic do podílových listů, což platí pro investory, kteří jsou fyzickými osobami, kteří nemají podílové listy ve svém obchodním majetku, tyto podílové listy ale musí vlastnit nejméně půl roku (Richter, 2019).

Nevýhody nemovitostních fondů lze spatřovat především ve vysokých transakčních nákladech a poplatcích spojených se správou a oceňováním nemovitostního portfolia, což často vede ke snižování výnosnosti fondu. Slabou stránkou rovněž je, že návratnost investice do podílových listů neboť výnos není zajištěn ani garantován a také je třeba na investice pohlížet dlouhodobě a velmi záleží na době, kdy byly prostředky do fondu vloženy. Pro některé investory je velkou nevýhodou tzv. ztráta investiční volnosti, kdy se o jejich vložené finanční prostředky stará někdo cizí – management fondu a oni sami nemohou s prostředky fondu nijak nakládat a nemají okamžitý přehled. Slabou stránkou jsou také maximální limity, které mají souvislost s hodnotou nemovitosti nebo účasti na nemovitostní společnosti vlastněné fondem (Richter, 2019).

## 1.4 Ukazatele měření výkonnosti fondů

Přáním každého investora bývá dosáhnout na co nejvyšší výnos za předpokladu co nejnižšího rizika. Někteří investoři řeší riziko fondu a výkonnost fondu odděleně, jiní si riziko vůbec nepřipouštějí. První předpoklad pro to, aby si mohl investor sám začít srovnávat a vyhodnocovat fondy, je velmi důležité vybrané ukazatele poměřovat za stejné časové období, tzn. průměrná roční výkonnost by měla být shodná s volatilitou fondu. V měsíčních či ročních výkazech fondů či v tisku je možné oba tyto ukazatele nalézt a zjistit si jejich historické hodnoty. Co ale investor ve výročních zprávách nenalezne je rizikovitost fondu. Ta se počítá jako anualizovaná volatilita hodnoty kurzů na konci měsíce počítaná na periodě posledních tří let, jde tedy o směrodatnou odchylku, která poskytuje informace o kurzu fondu, zda se v čase pohybuje nahoru či dolů. Čím nižší volatility kurzu fondu dosahuje, tím je riziko menší, protože tržní hodnota majetku je stabilnější (Polách a kol., 2012).

### 1.4.1 Výnosová metoda oceňování

Výnosová metoda oceňování nemovitosti se počítá jako součet všech předpokládaných budoucích výnosů a jejím výpočtem se zjistí tzv. výnosová hodnota, kterou můžeme definovat jako součet veškerých předpokládaných budoucích výnosů z nemovitosti kapitalizovaných na současnou hodnotu. Výnosová metoda vychází z výpočtu časové hodnoty peněz a relativního rizika investice, přičemž očekávané výnosy z nemovitosti musí zohlednit nejen všechny pravděpodobné změny výnosů a kapitalizačních měř, ale také změny hodnoty nemovitosti související s technickým opotřebením, a také změnami funkčními, právními, užitkovými, finančními, ekonomickými a ostatními. U výpočtu výnosové hodnoty platí, že čím bude větší počet a rozsah pronajímatelných ploch a jejich kvalita vyšší, tím bude výsledek výnosové hodnoty také vyšší. Princip poptávky a nabídky je základním principem tržního oceňování a v souvislosti s výnosovou hodnotou působí na stav poptávky a nabídky vliv odhadu budoucích výnosů z nemovitostí a z druhé strany působí očekávání investorů na trhu o míře návratnosti a míře výnosnosti. Rozsah a kvalita služeb nemovitostí jsou obvykle při srovnání s konkurencí velmi podobné i co se týče velikosti výnosů, což vede k poměrně podobným cenám u těchto nemovitostí (Schneiderová, 2009).



## Výnos z nemovitosti

Výnos z nemovitosti lze také charakterizovat jako budoucí prospěch, který je tvořen z rozdílu mezi pozitivními výnosy z vlastnictví nemovitosti a negativními efekty, tzn. náklady. Jinak řečeno jde o rozdíl mezi všemi předpokládanými příjmy a výdaji spojenými s vlastnictvím a provozováním nemovitosti, měřené zpravidla za časovou jednotku jednoho roku. Výnosy lze definovat třemi způsoby, buď jako jediný reprezentativní výnos (tzv. přímá kapitalizace), nebo jako časovou řadu výnosů po předpokládanou dobu (tzv. diskontování jednotlivých výnosů, analýza cash-flow), anebo jako řadu systematicky se chovajících výnosů, které mohou mít konstantní, klesající nebo rostoucí trend (Schneiderová, 2009).

Nyní budou popsány následující čtyři typy výpočtu výnosů:

- potenciální hrubý výnos (PHV),
- efektivní hrubý výnos (EHV),
- čistý provozní výnos (V),
- čistý provozní výnos po odpočtu splátek (VM).

Dalšími znaky důležitými pro výpočet výnosů budou:

- výpadek nájemného a ztráty ( $r_{VN}$ ),
- provozní náklady (PN),
- splátky půjčky ( $R_S$ ).

### Tabulka č. 1: Vztah mezi jednotlivými výnosy

(Zdroj: Schneiderová, 2009)

<b><i>potenciální hrubý výnos (PHV)</i></b>
- výpadek nájemného a ztráty ( $r_{VN}$ )
<b><i>= efektivní hrubý výnos (EHV)</i></b>
- provozní náklady (PN),
<b><i>= čistý provozní výnos (V)</i></b>
- splátky půjčky ( $R_S$ ).
<b><i>= čistý provozní výnos po odpočtu splátek (VM)</i></b>

**Potenciální hrubý výnos** v sobě zahrnuje výnos z nemovitostí za předpokladu sto procentního využití nemovitosti za období jednoho roku.

**Tržní nájemné** bývá ovlivněno stavem poptávky a nabídky na trhu, kdy je konkrétní nemovitost pronajímána za cenu obvykle akceptovatelnou na trhu.

**Smluvní nájemné** může, ale nemusí být rovno nájemnému tržnímu, k nesouladu dochází v okamžiku, kdy změna vlastníka nemovitosti neumožňuje změnu nájemného na nájemné tržní po dobu zafixovaného (nasmlouvaného) období.

**Analýza nájemních smluv** vyhodnocuje vliv sjednaných změn nájemného po dobu, po kterou trvá nájemní vztah. Důkladná analýza nájemních smluv může přispět k větším výnosům, jejich budoucímu rozložení v čase a může mít vliv na způsob kapitalizace nebo diskontování odhadnutých budoucích výnosů.

**Efektivní hrubý výnos** je definován jako potenciální hrubý výnos ponížený o předpokládaný výpadek nájemného, tedy například ztráty příjmu z neobsazených částí prostor, prodlení nájemníků s placením nájemného, živelnými katastrofami, dlouhodobými poruchami. Předvídatelné riziko při výpočtech efektivního hrubého výnosu je možné nejčasněji zohlednit srážkou z hrubého potenciálního výnosu a nepředvídatelné riziko jako procentní snížení odhadnuté na základě dřívějších zkušeností.

**Čistý provozní výnos** lze charakterizovat jako budoucí čistý výnos z nemovitostí, který se vypočítá odečtením celkových provozních nákladů od efektivního hrubého výnosu, zpravidla za roční období. Provozní náklady je třeba definovat pro potřeby oceňování nemovitostí jako náklady potřebné k provozu nemovitostí, které přispívají k dosažení a udržení efektivního hrubého výnosu.

**Provozní náklady** jsou takové náklady, které závisí na technickém řešení, vybavení a provozních podmínkách stavby, na dělbě provozních nákladů mezi vlastníky a nájemníky. Pro účely oceňování je můžeme členit na fixní, variabilní a obnovovací.

- **Fixní náklady** jsou takové náklady, které nejsou nijak podmíněny obsazeností a intenzitou využití nemovitosti, je nutné je vynakládat bez ohledu na výnos, jako například daň z nemovitostí či pojištění nemovitostí,

- **variabilní náklady** zahrnují například náklady na odvoz a likvidaci odpadů, na provoz technických zařízení, na údržbu a opravy, pravidelné revize a preventivní prohlídky technických zařízení, náklady na úklid, správu nemovitosti či nejrůznější provize a poplatky,
- **obnovovací náklady** souvisí s náklady na průběžnou výměnu stavebních konstrukcí a vybavení s krátkodobou životností, jde o střešní krytinu, výplně otvorů (okna), vnitřní a vnější povrchové úpravy jako například omítky, obklady, povrchy podlah, zařizovací předměty a vnitřní hygienické vybavení (Schneiderová, 2009).

**Čistý provozní výnos po odpočtu splátek** je definován jako očekávaný budoucí výnos z nemovitosti vypočtený z čistého provozního výnosu odečtením ročních splátek úvěru. Roční splátky úvěru se počítají především u zadlužených nemovitostí a výpočet ovlivňují také periodické splátky jistiny a úroků z úvěru.

**Transformace výnosů na současnou hodnotu** je možné dvěma metodami, diskontem či kapitalizací. Diskontování se využívá když je k dispozici větší množství jednotlivých budoucích výnosů, jejich výše bývá proměnlivá. Kapitalizování se využívá, pokud máme k dispozici jediný výnos, kdy se použije tzv. kapitalizační míra zahrnující míru výnosu vloženého kapitálu a zohledňuje jeho návratnost.

**Přímé kapitalizování** probíhá na základě budoucího odhadnutého ročního výnosu. Princip se zakládá na domněnce, že mezi ročním výnosem a hledanou výnosovou hodnotou existuje pro daný segment trhu rovnováha a hledanou výnosovou hodnotu nemovitosti je možné zjistit jako násobek ročního výnosu. Výpočet pomocí přímého kapitalizování lze využít jako rychlou orientaci o pravděpodobné úrovni výnosové hodnoty.

**Výnosové kapitalizování** se zakládá na vztahu mezi budoucím očekávaným reprezentativním výnosem z nemovitosti a současnou výnosovou hodnotou nemovitosti. Na rozdíl od diskontování nemusíme odhadovat budoucí výnosy nemovitosti v přesné číselné hodnotě. Míra kapitalizace se odhaduje na základě součtu nebo rozdílu míry výnosnosti a složky na návratnost.

**Věčná renta** předpokládá, že kdykoliv bude tato renta přerušena, je možné nemovitost prodat bez relativní ztráty její hodnoty (Schneiderová, 2009).

$$VH = V / i_v$$

**VH** je výnosová hodnota nemovitosti,

**V** reprezentativní výnos z nemovitosti,

**i<sub>v</sub>** je míra výnosnosti rovna míře kapitalizace (Schneiderová, 2009).

**Výnosová a kapitalizační míra** u nemovitosti znázorňuje potenciální investici, kdy racionálně chovající se účastníci trhu očekávají dva základní měřitelné efekty a to návratnost vloženého kapitálu (výnos z budoucího prodeje) a zisk nebo odměnu za vložení kapitálu (tzn. výnosy z nemovitosti plynoucí v jednotlivých letech), to vše měřeno ve vztahu k budoucí akceptované současné výnosové hodnotě, která reprezentuje vložený kapitál. Rozdíl mezi výnosovou a kapitalizační mírou je v tom, že míra kapitalizace vyjadřuje poměr mezi jediným očekávaným ročním výnosem a současnou hodnotou nemovitosti. U přímé kapitalizace je kapitalizační míra podobná jako kompaktní číslo, ve kterém je složka výnosnosti a návratnosti reprezentována konkrétně v blíže nedefinovaném poměru na základě přímé reflexe trhu. V případě výnosové kapitalizace je míra kapitalizace podobná součtu nebo rozdílu složky výnosnosti a návratnosti v závislosti na budoucí modelované situaci. Celková míra kapitalizace není mírou výnosnosti, může být nižší nebo vyšší než míra výnosnosti, může s ní být shodná v závislosti na předpokládaných změnách ročních výnosů a hodnoty nemovitosti v budoucnosti (Schneiderová, 2009).

**Odhad míry výnosnosti** není možné exaktně vypočítat, jen odhadnout. Za pomoci využití stavebnicového způsobu modelu odhadu míry výnosnosti jako dosahovanou míru výnosnosti u podobných typů nemovitostí upravenou o přírážky nebo srážky potenciální rizika se vypočítá takto:

$$i_v = i_p + \Delta i$$

**i<sub>v</sub>** je míra výnosnosti,

$i_p$  je míra výnosnosti dosahovaná u obdobných nemovitostí,

$\Delta i$  jsou přírážky a srážky reprezentující odlišnosti výchozí míry výnosnosti.

Další možností je srovnání s výnosností relativně bezpečného typu investic, například státních pokladničních poukázek, a připočtení rizikové premie:

$$i_v = i_b + \Delta i$$

$i_v$  je míra výnosnosti,

$i_b$  je míra výnosnosti bezpečné investice na finančním trhu,

$\Delta i$  jsou přírážky reprezentující rizika ve srovnání s bezpečnou investicí.

Na závěr doplním k této kapitole poslední bod, kterým jsou rizika. Ty ve vztahu k nemovitostem rozdělujeme na systémová a nesystémová. Systémová se týkají makroekonomického pohledu a působí globálně, jako například politická a hospodářská situace, globalizace a provázanost trhů či pohyb devizových kurzů, změny úrokových měr, inflace apod. Za nesystémová rizika lze považovat taková rizika, které se v případě nemovitostí mění podle druhu nemovitosti a segmentu trhu (Schneiderová, 2009).

#### 1.4.2 Ostatní ukazatele měření výkonnosti fondů

Nyní budou ve stručnosti popsány také ostatní ukazatele měření výkonnosti fondů Sharpe ratio, Information ratio, Jensen Alpha a Treynorův index. Jelikož žádný z těchto jmenovaných ukazatelů nebude předmětem další náplně mé práce, věnuji se jim pouze okrajově.

**Sharpe ratio** bývá jedním z nejpoužívanějších ukazatelů pro posouzení investic, kromě samotné výnosové metody oceňování. Sharpe ratio zahrnuje nejen výnos, ale také samotné riziko investice, což znamená, že poměří dodatečnou výnosovou míru portfolia se směrodatnou odchylkou. Čím vyšší Sharpův poměr je, tím je to pro investory výhodnější. Jeho nedostatkem může být, že nezohledňuje asymetrické riziko, z tohoto důvodu není vhodným ukazatelem například pro hedgové fondy (Finance-Management, ©2019).

**Information ratio** (informační poměr) se používá jako ukazatel úspěšnosti fondu a vyjadřuje, jak se fondu daří v porovnání s benchmarkem při zohlednění rizika, přičemž riziko se měří směrodatnou odchylkou rozdílu měsíčních výkonností fondu a benchmarku. Čím je číslo vyšší, tím je to pro investora výhodnější (Finance-Management, ©2019).

**Jensen Alpha** je ukazatel, který slouží k hodnocení výkonnosti fondu a měří absolutní výkonnost fondu. Jensen Alpha se tímto odlišuje od výše zmíněných indexů, které měří pouze relativní výkonnost fondu. Jensen Alpha porovnává reálnou dodatečnou výnosovou míru fondu k požadované výnosové míře fondu, informuje tedy o výkonnosti fondu vzhledem k výkonnosti daného trhu. Nevýhoda tohoto ukazatele spočívá v tom, že se jedná o absolutní podobu ukazatele. Výsledky mají smysl jen tehdy, pokud lze porovnat dva nebo více fondů s podobnými hodnotami. V praxi bývají hodnoty alfa často doplňovány hodnotami Sharpeho a Treynorova indexu (Finance-Management, ©2019).

**Treynorův index** bývá zaměřen jen na systematické riziko, a tím se odlišuje od Sharpeho indexu, který se naopak zaměřuje na riziko celkové. Treynorův index implicitně očekává nepřítomnost jedinečného rizika, a to z důvodu správně diverzifikovaného portfolia. Treynorův index poukazuje na výši výnosu na jednotku systematického rizika. Pokud jsou výsledné hodnoty Treynorova indexu blízké číslu jedna, výnosová míra portfolia se pohybuje v pozitivní synchronizaci jako výnosová míra tržního portfolia. Pokud jsou výsledné hodnoty větší než jedna, investice do fondu je spojena s vyšším rizikem než představuje celý trh a naopak pokud je beta koeficient záporný, výnosová míra portfolia fondu se bude pohybovat opačným směrem než trh (Finance-Management, ©2019).

## 2 ANALÝZA SOUČASNÉHO STAVU

### 2.1 Analýza realitních fondů v České republice

Na českém trhu nyní působí celkem šest nemovitostních fondů, které byly založeny českými subjekty. Nejstarší nemovitostní fond ČS nemovitostní působí na trhu již 12 let, od roku 2007. Obecně lze konstatovat, že nemovitostní fondy byly v České republice zakládány od poslední celosvětové krize, ale povětšinou až po ní, tedy v dobách ekonomického růstu.

**Tabulka č. 2: Přehled nemovitostních fondů na trhu ČR**  
(Zdroj: Vlastní zpracování)

Nemovitostní fond	Vznik fondu
ČS nemovitostní	02/2007
Conseq realitní	01/2008
Fond Realita	04/2009
ZFP realitní fond	06/2013
Czech Real Estate Investment Fund	08/2015
Investika	09/2015

#### 2.1.1 ČS nemovitostní fond

ČS nemovitostní fond byl založen v roce 2007, jako tehdy úplně první takto zaměřený fond na trhu ČR. ČS nemovitostní fond spravuje investiční společnost REICO, spadající pod Českou spořitelnu, a.s. Jedná se o největší fond v této kategorii, k čemuž nejvíce přispívá jeho distribuce skrze pobočkovou síť České spořitelny. ČS nemovitostní fond je jediným bankovním nemovitostním fondem v tuzemsku. Fond je zaměřen především na větší nemovitosti s přibližnou hodnotou více než 750 milionů CZK. ČS nemovitostní fond nevyplácí dividendy, veškeré výnosy plynoucí z investic do pronajatých nemovitostí,

logistických parků či obchodních center, jsou reinvestovány a zisk je tedy realizován rozdílem mezi kupní a prodejní cenou podílového listu.

Následující dvě tabulky popisují základní informace fondu a jeho poplatky.

**Tabulka č. 3: ČS nemovitostní fond – základní informace**  
(Zdroj: Vlastní zpracování na základě webových stránek reico.cz)

Informace k datu	30.01.2019
Založení fondu	09.02.2007
Kategorie produktu	Podílový fond
Země registrace	Česká republika
ISIN	CZ0008472545
Obhospodařovatel	REICO investiční společnost České spořitelny, a.s.
Administrátor	REICO investiční společnost České spořitelny, a.s.
Depozitář	Česká spořitelna, a.s.
Distributor	Česká spořitelna, a.s.
Typ	Otevřený podílový fond
Převažující typ aktiv	Nemovitosti
Regionální zaměření	Česká republika
Další zaměření	OECD
Měna	CZK
AUM (mil.) CZK	21 873
Minimální investice	300 CZK

**Tabulka č. 4: ČS nemovitostní fond – poplatky fondu**  
(Zdroj: Vlastní zpracování na základě webových stránek reico.cz)

Maximální vstupní poplatek	1,5 %
Výstupní poplatek	0 %
Správcovský poplatek	1,75 %
Max. správcovský poplatek	2 %
Nákladovost (TER)	1,92 %
Výkonnostní poplatek	0 %

Fond investuje do nemovitostí nebo SPV společností především v oblasti:

- administrativních budov a center,
- multifunkčních center,
- logistických parků,



- rezidenčních projektů,
- hotelových komplexů atd.

Tento největší český realitní fond spravuje majetek v hodnotě přes 21 miliard Kč a je tak suverénně s velkým náskokem největším ze všech českých nemovitostních fondů. Rizikovost fondu dle stupnice SRRI (Synthetic Risk and Reward Indicator) je na úrovni 2, tedy pásmo volatility od 0,5 % do 2 %. Výjimkou byl pouze duben 2009, kdy fond zasáhl dopad celosvětové finanční krize a během pár měsíců zaznamenal propad o 13 %, viz následující graf vývoje hodnoty podílových listů.

**Graf č. 1: ČS nemovitostní fond – vývoj kurzu podílového listu 2007-2018**  
(Zdroj: Vlastní zpracování na základě webových stránek reico.cz)



Od dramatického propadu v době krize generuje fond výnos od 2,29 % p.a. po 3,62 % p.a., za rok 2018 vygeneroval výnos ve výši 3,38 %. Od založení do konce roku 2018, tedy za 12 let působení ČS nemovitostní zhodnotil o 19,38 %, což je 1,615 % ročního zhodnocení, které nepokrývá ani inflaci.

Fond není velmi ziskový, protože spíše investuje do prestižních nemovitostí, které mají nízkou hodnotu výnosů oproti ceně nemovitostí a dále velkou část výnosů spolknou poplatky na řízení a správu fondu.

## 2.1.2 Conseq realitní fond

Conseq realitní fond působí na trhu ČR od roku 2008 a alokuje svůj majetek převážně ze 70 % do nemovitostí a z 30 % do likvidních aktiv. Nemovitostní fond spravuje společnost Conseq Funds investiční společnost, a.s., která je zároveň zakladatelem, obhospodařovatelem, administrátorem a také distributorem fondu.

Následující dvě tabulky popisují základní informace fondu a jeho poplatky.

**Tabulka č. 5: Conseq realitní fond – základní informace**  
(Zdroj: Vlastní zpracování na základě webových stránek conseq.cz)

Data k datu	30.01.2019
Založení fondu	31.01.2008
Kategorie produktu	Podílový fond
Země registrace	České republiky
ISIN	CZ0008472859
Obhospodařovatel	Conseq Funds investiční společnost, a.s.
Administrátor	Conseq Funds investiční společnost, a.s.
Depozitář	UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s.
Distributor	Conseq Funds investiční společnost, a.s.
Typ	Otevřený podílový fond
Převažující typ aktiv	Nemovitosti
Regionální zaměření	České republiky
Měna	CZK
AUM (mil) CZK	1 950
Minimální investice	500 CZK

**Tabulka č. 6: Conseq realitní fond – poplatky fondu**  
(Zdroj: Vlastní zpracování na základě webových stránek conseq.cz)

Max vstupní poplatky	5%
Max výstupní poplatek	0%
Správcovský poplatek	1,5%
Max správcovský poplatek	2%
Nákladovost (TER)	1,74%
Výkonnostní poplatek	0,0%

Fond investuje zejména do:

- rezidenčních projektů a obytných domů,
- administrativních budov,

- retailových budov pro obchod a služby,
- skladových a logistických parků,
- průmyslových objektů,
- pozemků a developmentu.

Conseq realitní fond může nakupovat nemovitosti, nebo nemovitostní společnosti SPV a to nejen na území České republiky, ale také v dalších zemích střední a východní Evropy. Zaměření fondu je spíše na menší objekty a investiční projekty přibližně od 50 do 200 mil. Kč na jednu investici. Na webových stránkách ani v klíčových informacích pro investory není uvedena hodnota SRRI, která je povinnou informací. Výkon fondu je oproti fondu ČS nemovitostní o dost volatilnější, tudíž se dá odhadnout, že SRRI se bude pohybovat někde na hodnotě 3 – 5.

**Graf č. 2: Conseq realitní fond – vývoj kurzu podílového listu 2008-2018**  
(Zdroj: Vlastní zpracování na základě webových stránek conseq.cz)



Od založení fondu v roce 2008 došlo k jeho zhodnocení o 33,54 %. Za posledních 10 let byla jeho průměrná roční výkonnost 2,45 % p.a., na pětiletém horizontu dosahoval hodnotu okolo 3,17 % p.a. Výkonnost fondu tedy již převyšuje výši inflace, což je pozitivní. Zatím však nejde o významné procento výkonnosti fondu a je také potřeba vzít v potaz současný trend stálého růstu, kdy se také daří všem ostatním fondům. Růst fondu však nemusí trvat věčně a poté se může výkonnost fondu významně zhoršit. Historicky během poslední krize byl fond na počátku své existence, kdy se krize ve fondu projevila v roce 2009 poklesem přibližně o 10,5 %.

### 2.1.3 Fond Realita

Fond Realita byl založen v dubnu roku 2009 a měl velmi dobře naplánován start svého spuštění, neboť se vyhnul dopadům celosvětové finanční krize a prosperuje již 10 let, tedy od svého vzniku. Zvláštní na tomto fondu je skutečnost, že byl za své existence již několikrát přejmenován a přejmenován byl nejen samotný fond, a to nejméně třikrát, ale přejmenováním a rebrandingem prošla také investiční společnost, která je současně jeho obhospodařovatelem, administrátorem a distributorem, a jejíž názvy byly WMS investiční společnost, FINESKO investiční společnost, Realita investiční společnost a v současnosti poslední název TESLA investiční společnost, a.s.

Následující dvě tabulky popisují základní informace fondu a jeho poplatky.

**Tabulka č. 7: Fond Realita – základní informace**

(Zdroj: Vlastní zpracování na základě webových stránek teslainvest.cz)

Data k datu	04.01.2019
Založení fondu	27.04.2009
Kategorie produktu	Podílový fond
Země registrace	Česká republika
ISIN	CZ0008473139
Obhospodařovatel	TESLA Investiční společnost, a.s.
Administrátor	TESLA Investiční společnost, a.s.
Depozitář	Československá obchodní banka, a.s.
Distributor	TESLA investiční společnost, a.s.
Typ	Otevřený podílový fond
Převažující typ aktiv	Nemovitosti
Regionální zaměření	Česká republika
Měna	CZK
AUM (mil) CZK	1 802
Minimální investice	500 CZK

**Tabulka č. 8: Fond Realita – poplatky fondu**

(Zdroj: Vlastní zpracování na základě webových stránek teslainvest.cz)

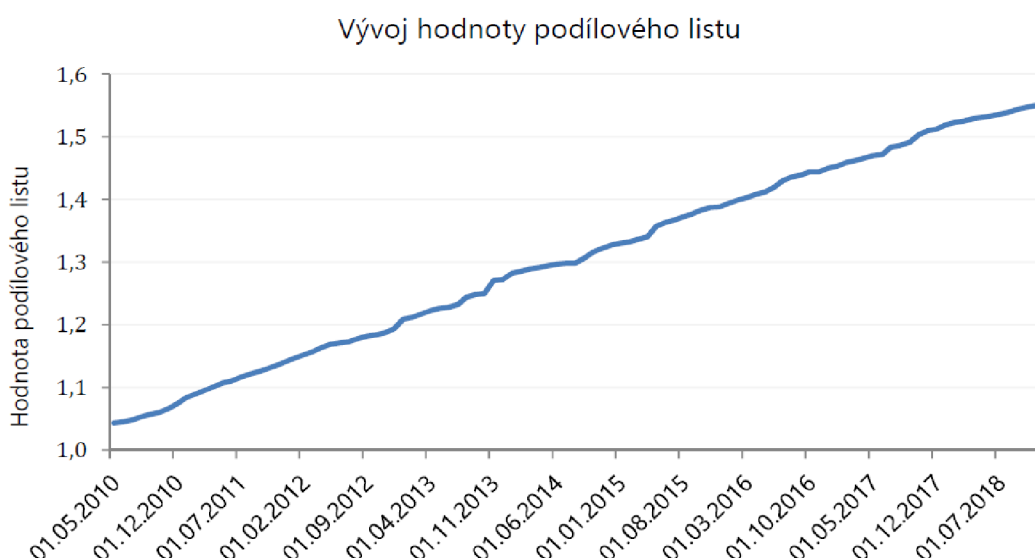
Max vstupní poplatek	3 %
Max výstupní poplatek	1 %
Správcovský poplatek	2,5 %
Nákladovost (TER)	2,74 %
Výkonnostní poplatek	50 % z výnosu nad 6 %

Fond je zaměřen na menší komerční nemovitosti, ve svém portfoliu má objekty:

- administrativními prostory,
- výrobní prostory a haly,
- prodejny maloobchodu.

Všechny nemovitosti sídlí na území České republiky. Fond se zaměřuje především na komerční nemovitosti, které mají příjmy z nájemného v rozmezí hodnoty nemovitostí na úrovni 50 – 150 mil. Kč. Fond nemá na svých stránkách nikde uvedeny informace o rizikovosti fondu, tedy hodnotu SRRI (pouze v prezentaci fondu je vyznačeno, že je rizikovost fondu střední, z čehož se dá vydedukovat, že na stupnici SRRI by se mohlo jednat o hodnotu 3 - 4, tedy pásmo volatility do 10 %).

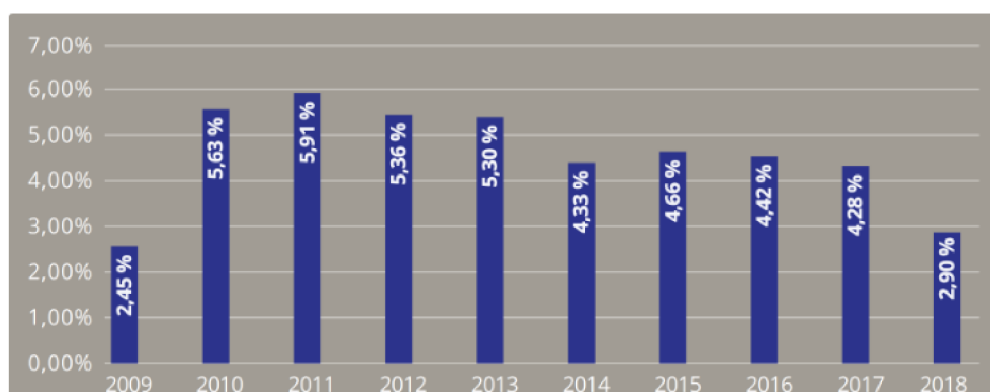
**Graf č. 3: Fond Realita – vývoj kurzu podílového listu 2010-2018**  
(Zdroj: Vlastní zpracování na základě webových stránek teslainvest.cz)



Jak lze vidět na grafu, je výkonnost fondu přímočará bez významnějších výkyvů, což je důsledek po krizového období růstu. Ovšem při pohledu na výkonnosti fondu na webových stránkách je patrné zpomalování a postupné snižování výnosnosti každým rokem. V letech 2010 – 2013 se výkonnost držela nad 5,30 % p.a., od roku 2014 -2017 se již pohybovala v pásmu kolem 4,30 % p.a. a v roce 2018 byla výkonnost na hodnotě 2,90 % p.a.

**Graf č. 4: Fond Realita – vývoj ročního výnosu 2009-2018**  
(Zdroj: Vlastní zpracování na základě webových stránek teslainvest.cz)

Graf vývoje – roční výnos (v % p.a.)



#### 2.1.4 ZFP realitní fond

ZFP fond je součástí velké investiční skupiny ZFP GROUP, pod kterou patří 8 odnoží dceřiných společností vytvářejících symbiózu a navzájem se doplňující efekt. Konkrétně jde o ZFP Akademie, na Slovensku ZFP Akadémia, dále ZFP Energy s dodavatelem energií, ZFP Gold s investicemi do zlata, ZFP Hotely, ZFP Maklér s řešením pojištění pro korporátní klientelu, ZFP Reality zajišťující nákupy a prodeje nemovitostí a veškeré služby s tím spojené a nakonec ZFP Investments spravující realitní fond skupiny.

**Tabulka č. 9: ZFP realitní fond – základní informace**  
(Zdroj: Vlastní zpracování na základě webových stránek zfpgroup.cz)

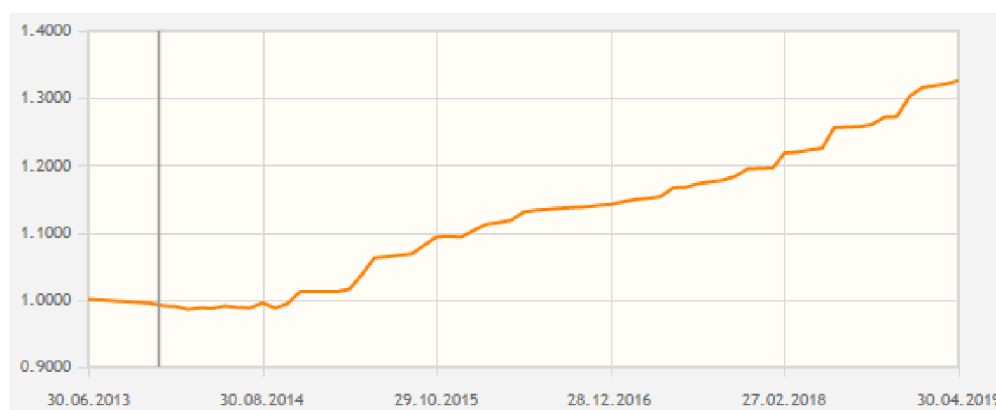
Data k datu	30.01.2019
Založení fondu	17.06.2013
Kategorie produktu	Podílový fond
Země registrace	České republiky
ISIN	CZ0008474046
Obhospodařovatel	ZFP Investments, investiční společnost, a.s.
Administrátor	ZFP Investments, investiční společnost, a.s.
Depozitář	Československá obchodní banka, a.s.
Distributor	ZFP akademie, a.s.
Typ	Otevřený podílový fond
Převažující typ aktiv	Nemovitosti
Regionální zaměření	České republiky
Další zaměření	OECD
Měna	CZK
AUM (mil) CZK	6 919
Minimální počáteční investice/následná investice	3 000 CZK/500 CZK

**Tabulka č. 10: ZFP realitní fond – poplatky fondu**  
(Zdroj: Vlastní zpracování na základě webových stránek zfpgroup.cz)

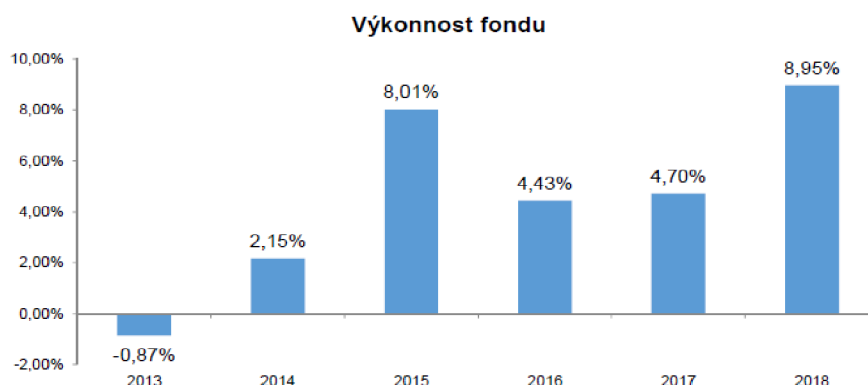
Max vstupní poplatky	3%
Max výstupní poplatek	0%
Správcovský poplatek	1,75%
Max správcovský poplatek	2,50%
Nákladovost (TER)	1,86%
Výkonnostní poplatek	10%

ZFP Fond je druhým největším fondem na českém trhu s nemovitostními fondy. Jeho aktiva se blíží objemu ve výši 7 miliard Kč. Rychlý růst objemu fondu je způsoben fungováním veškerých investičních aktivit celé skupiny dohromady. Skupina má vlastní distribuční síť, která shání investory do fondu. Výnosnost fondu je velmi vyčnívající a převyšující výnosnosti všech ostatních nemovitostních fondů a to z toho důvodu, že příjmy fondu jsou tvořeny nejen z pronájmu z vlastněných nemovitostí, ale velké zisky byly za rok 2015 a 2018 vytvořeny díky přeceňování nemovitostí. Je možné, že byly velmi dobře načasované nákupy nemovitostí a jejich přecenění je skutečně způsobeno růstem cen nemovitostí. Jelikož do vlastního fondu jsou překupovány nemovitosti z vlastního portfolia skupiny, je možná také varianta, že fond uměle nakoupil podhodnocené nemovitosti, a jejich přeceněním na skutečnou hodnotu na konci účetního období, fond získal navíc výnosy ze změny hodnoty nemovitostí. Což ovšem může to mít velmi negativní dopad v budoucnosti, pokud přijde ochlazení realitního trhu a korekce již vyšroubovaných cen nemovitostí přispějí k budoucím vyšším ztrátám výkonnosti fondu.

**Graf č. 5: ZFP realitní fond – vývoj kurzu podílového listu 2013-2019**  
(Zdroj: Vlastní zpracování na základě webových stránek zpfinvest.cz)



**Graf č. 6: ZFP realitní fond – vývoj ročního výnosu 2013-2018**  
(Zdroj: Vlastní zpracování na základě webových stránek zfpinvest.cz)



ZFP fond nemá stejně jako předchozí dva konkurenti zveřejněnou hodnotu SRRI určující výkyvy a tedy rizikovost tohoto investičního produktu. Z důvodů vysokého přeceňování nemovitostí v majetku fondu může dojít k prudkému propadu a z toho důvodu bude rizikovost vyšší než u předchozích fondů.

### 2.1.5 Investika realitní fond

Investika realitní fond je jedním ze dvou nejmladších realitních fondů. Zaměřením fondu nejsou prémiové top lokality ani nemovitosti, fond se zaměřuje na starší nemovitosti (i 50 let a více), s čímž jsou spojené náklady na rekonstrukci.

**Tabulka č. 11: Investika realitní fond – základní informace**  
(Zdroj: Vlastní zpracování na základě webových stránek investika.cz)

Data k datu	30.01.2019
Založení fondu	16.09.2015
Kategorie produktu	Podílový fond
Země registrace	České republiky
ISIN	CZ0008474830
Obhospodařovatel	INVESTIKA, investiční společnost, a.s.
Administrátor	INVESTIKA, investiční společnost, a.s.
Depozitář	Česká spořitelna a.s.
Distributor	INVESTIKA, investiční společnost, a.s.
Typ	Otevřený podílový fond
Převažující typ aktiv	Nemovitosti
Regionální zaměření	České republiky
Měna	CZK
AUM (mil) CZK	2 570 CZK
Minimální investice	500 CZK



**Tabulka č. 12: Investika realitní fond – poplatky fondu**  
(Zdroj: Vlastní zpracování na základě webových stránek investika.cz)

Max vstupní poplatky	5%
Max výstupní poplatek	0%
Správcovský poplatek	1,70%
Max správcovský poplatek	2%
Nákladovost (TER)	1,87%
Výkonnostní poplatek	0%

Podílový fond investuje zejména do nemovitostí v oblasti:

- bytových domů,
- administrativní,
- obchodní prodejny,
- pozemků.

Některé z budov v portfoliu mají nižší obsazenost, což je nejspíše spojené s tím, že se nejedná o prémiové a atraktivní lokality a stáří nemovitostí je v průměru velmi vysoké, což na atraktivitě k pronájmu také nepřispívá. V tomto spatřuji určité riziko, které se může v budoucnu projevit na výkonnosti, která je prozatím velmi dobrá na výši lehce přes 5 % za celé tři roky fungování (2016-2018). Záleží, zda tato výkonnost není doháněna možnostmi, které se naskýtají v případě, že zakladatel, obhospodařovatel i administrátor je jeden a tentýž subjekt.

**Graf č. 7: Investika realitní fond – vývoj kurzu podílového listu 2015-2018**  
(Zdroj: Vlastní zpracování na základě webových stránek investika.cz)



## 2.1.6 Czech Real Estate Investment Fund (CREIF)

Tento druhý nejmladší nemovitostní fond na českém investičním trhu je oproti ostatním ojedinělý v tom, že jeho zakladatelem je česká investiční skupina DRFG a.s., ale obhospodařovatelem a administrátorem je lichtenštejnská společnost CAIAC Fund Management AG, jelikož byl fond založen v Lichtenštejnsku z důvodu zkušeností tehdejších pracovníků skupiny na tamní fungování fondů a jejich rychlejší založení.

Následující dvě tabulky popisují základní informace fondu a jeho poplatky.

**Tabulka č. 13: CREIF – základní informace**

(Zdroj: Vlastní zpracování na základě webových stránek drfg.cz)

Informace k datu	30.04.2019
Založení fondu	25.08.2015
Kategorie produktu	Podílový fond
Země registrace	Lichtenštejnsko
ISIN	LI0294389098
Obhospodařovatel	CAIAC Fund Management AG
Administrátor	CAIAC Fund Management AG
Depozitář	NEUE BANK AG Marktgass 20, FL-9490 Vaduz
Distributor	EFEKTA obchodník s cennými papíry a.s.
Typ	Otevřený podílový fond
Převažující typ aktiv	Nemovitosti
Regionální zaměření	Česká republika
Měna	CZK
AUM (mil.) CZK	2 892 CZK
Minimální investice	100 CZK

**Tabulka č. 14: CREIF – poplatky fondu**

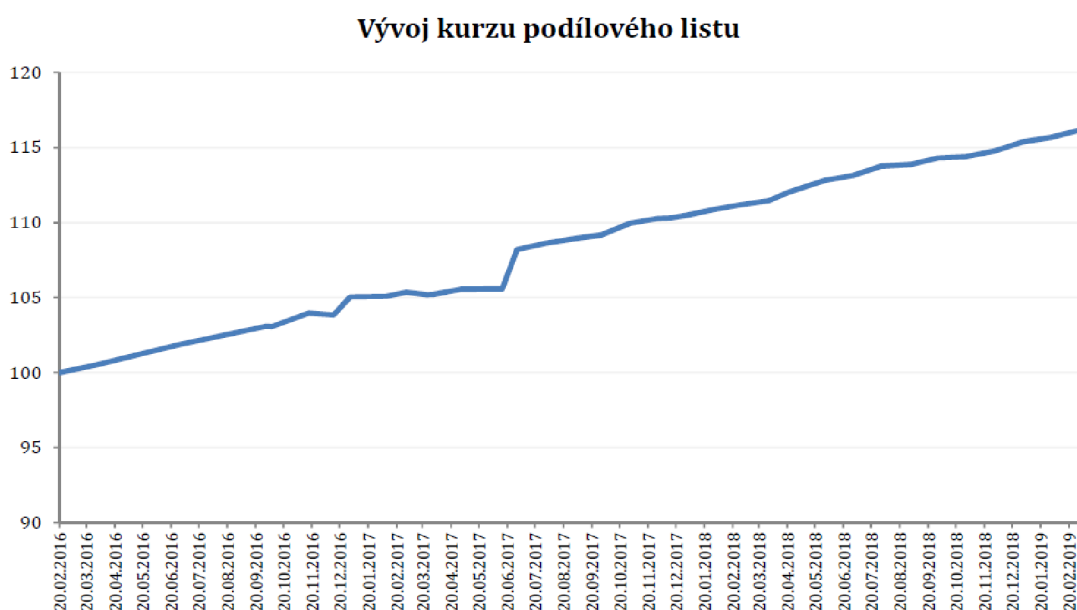
(Zdroj: Vlastní zpracování na základě webových stránek drfg.cz)

Max vstupní poplatky	5 %
Max výstupní poplatek	1 %
Správcovský poplatek	1,03 %
Nákladovost (TER)	1,26 %
Výkonnostní poplatek	0,0 %

CREIF byl zpočátku zřízen jako fond kvalifikovaných investorů, poté získal statut a schválení ČNB pro distribuci retailovým investorům. Začínal také s tříměsíční valuací, která se změnila na jednoměsíční, a tudíž lze nakoupit a prodat podílové listy fondu každý měsíc. Růst fondu a prodej podílových listů je zajištěn distribuční sítí skupiny. Ve

výkonnosti fondu se odráží propojení s brněnskou investiční skupinou DRFG, jež investuje do nemovitostních společností skrze své dceřiné společnosti, které pod svojí správou nakoupené objekty opraví a připraví k přeprodání do fondu CREIF. Do fondu tak putují opravené a prověřené nemovitostní SPV s dlouhodobými nájemními smlouvami a prověřeným stálým nájemním příjmem. Díky tomu od založení fondu roste zhodnocení pro investory ve výši 4 - 5 % p.a.

**Graf č. 8: CREIF – vývoj kurzu podílového listu 2016-2019**  
(Zdroj: Vlastní zpracování na základě webových stránek drfg.cz)



Dle stupnice SRRI fond dosahuje hodnoty rizikovosti č. 2, čímž se fond řadí mezi konzervativní investice. Mezi největší rizika fondu patří tržní riziko, které je však přítomné u každého fondu, a také výpadky plánovaných příjmů nájemného.

Výpadky, či snížení výše nájemného může nastat nahodile, nebo mohou být ovlivněny hospodářským cyklem. Do fondu jsou prodávány nemovitosti spadající do kategorie B, ovšem jsou umístěné na přiměřeně atraktivních lokalitách, aby byl o pronájem ve vlastněných budovách vždy zájem.

Od svého založení CREIF zhodnotil a vydělal svým investorům okolo 16,37 %. Zhodnocení za rok 2016 dosáhlo hodnoty 5,08 % p.a., za rok 2017 dokonce 5,17 % p.a. a za poslední dokončený rok 4,43 % p.a. Lze říci, že se jedná o stabilní výnos.

## 2.2 Vstupní data pro projekt

V této kapitole již dochází k podrobnější analýze konkrétního nemovitostního fondu. Od managementu fondu jsem obdržel souhlas se zpracováním částečných výkazů, dat a informací o fondu. Neobdržel jsem však souhlas s použitím názvu fondu a kompletních informací, tudíž bude v dalších částech této práce u názvu zkoumaného fondu pouze provizorní označení „Fond XYZ“.

V této části budou analyzovány tři konkrétní nemovitosti, které fond XYZ vlastní a jejich podrobnějším rozbořem s výpočty budou odhaleny jejich slabé stránky a rizika, ke kterým může v budoucnu dojít. Na konci této analytické části budou definovány doporučení pro projektovou část.

Analyzovaný fond XYZ tvoří 3 nemovitostní SPV. Fond je distribuovaný na českém trhu s povolením distribuce také pro retailové investory a to od minimální hodnoty investice 100 Kč, případně hodnoty 1 podílového listu (PL). Správce a distributor fondu se rozhodli o nastavení minimální investice od 500 Kč z důvodu stále rostoucí hodnoty PL.

Statut fondu dále stanovuje, že maximálně lze investovat 80 % majetku fondu. Zbýlých 20 % musí být drženo v likvidních aktivech, aby měl fond stále dostatek prostředků pro vypořádání PL. Fond tak v současnosti drží tyto prostředky na bankovním účtu banky, která vykonává zároveň funkci depozitáře. Bankovní účet je s 0% úročením těchto volných peněžních prostředků, které budou v práci označeny jako cash (ovšem zároveň si musíme uvědomit, že funkce depozitáře je zpoplatněna poplatkem ve výši 0,30 %).

### 2.2.1 1. nemovitost s.r.o.

SPV společnost drží v majetku jednu nemovitost, která byla postavena jako malé obchodní centrum s prostory pro prodejny a showroomy, ke kterým je možné využít i možnosti pronájmu menších kanceláří pro administrativní potřeby spojené s prodejny s ojedinělým umístěním i stavbou. Výhodou budovy je její konstrukce, kterou lze relativně snadno překonfigurovat tak, aby poskytovala větší počet menších jednotek, nebo méně větších souvislých ploch v závislosti na poptávce nájemců. Stejně tak rozdělení prostoru, které je aktuálně užíváno, není definitivní, a zatímco některé části nemovitosti jsou vhodnější pro maloobchod, na rozdíl od kancelářských nebo skladovacích prostor

(ve které se mohou některé prostory snadno přeměnit), velká část prostoru by byla vhodná pro alternativní využití. Tato flexibilita je pozitivním rysem nemovitosti, pokud jde o její dlouhodobou udržitelnost, neboť je možné, že prostor bude v budoucnu přeměněn v reakci na měnící se nájemní poptávku a dynamiku trhu. To je možná obzvláště důležité pro takovou nemovitost, jakou je určitě atypická lokalita než pro nemovitost, například v zavedené „kancelářské“ nebo „maloobchodní“ lokalitě. V současnosti je nemovitost pronajata 17 nájemníkům obsazena z 95,48 %, z důvodu nedávno ukončeného nájemního vztahu v prostorách jedné z prodejen. Tato skutečnost je využita k projektovaným úpravám prostor pro nového nájemce a plánovanou revitalizací budovy, pro její vyšší atraktivitu pro nájemce i návštěvníky. Nemovitost se nachází v okrajové lokalitě Brna na místě s velmi dobrou dostupností z dálnice vedoucí kolem města Brna. Dostupnost z města je po obchvatu města také přijatelná automobilovou dopravou a u nemovitosti jsou i parkovací místa. Horší je dostupnost městskou hromadnou dopravou, která má nejbližší zastávku 500 metrů, což je určitá limitace dostupnosti.

**Tabulka č. 15: Parametry nemovitosti č.1**  
(Zdroj: Vlastní zpracování)

Parametry 1. nemovitosti	
Počet nemovitostí	1
Počet podlaží	3
Kvalita	2*
Využití	Obchodní centrum Brno
Obsazenost	95,48%
Počet nájemníků	17
* (1-5, kde 1 je prémiová, 5 je špatná)	

Vzhledem k atypické povaze nemovitosti a (zejména) lokality není možné identifikovat přímo srovnatelné nemovitosti, což ztěžuje stanovení hodnoty tržního nájemného, než by tomu bylo v případě typičtějších a homogennějších vlastností. V některých ohledech by ve skutečnosti mohlo být argumentováno tím, že nemovitost představuje svůj vlastní „trh“. Lze tedy vyvodit nějaké srovnání mezi prostorem, který nabízí předmětový majetek, a široce (ne-li přesně) podobným prostorem dostupným na brněnském trhu. Vzhledem k tomu, že v tomto světle dochází k pronajímání, lze říci, že nájemné za showroom a kancelářské prvky (ležící v rozsahu 145 Kč / m<sup>2</sup> / měsíc až 230 Kč / m<sup>2</sup> /

měsíc) s průměrem 194,57 Kč / m<sup>2</sup> / měsíc jsou v souladu s nájemným placeným za zhruba stejný prostor. Historicky jsou nájemny prodlužovány již několikrát po sobě, z čehož lze velmi pozitivně hodnotit spokojenost nájemníků a v tomto směru i dobré vyhlídky na udržitelnost nájemníků do budoucna.

Kompletní přehled příjmů z nájemného s celkovou plochou i aktuální neobsazeností prostor, jsou shrnuty v následující tabulce:

**Tabulka č. 16: Souhrn dat k nemovitosti č.1**  
(Zdroj: Vlastní zpracování)

Souhrn dat k nemovitosti č.1				
	GLA - Hrubá pronajimatelná plocha	Cena m2/měsíc	Cena pronájmu/měsíc	Cena pronájmu/rok
Nájemné	5070,54	194,8 Kč	1 005 668,9 Kč	12 068 027,4 Kč
Ostatní příjem	0,00	- Kč	18 000,0 Kč	216 000,0 Kč
Neobsazeno	240,00	190,0 Kč	45 600,0 Kč	547 200,0 Kč
Plocha celkem	5310,54	194,57 Kč	1 051 268,9 Kč	12 615 227,4 Kč
Neobsazenost	4,52%			

Ze získaných informací jsem výnosovou metodou oceňování věčnou rentou, jak je v praxi běžně využíváno, vypočítal tržní hodnotu nemovitosti ve výši 127 709 887,5 Kč při požadované míře výnosnosti 8 %, která zohledňuje riziko spojené s umístěním budovy mimo podobné komplexy a atypickou konstrukci. Potenciální hrubý výnos budovy vychází 12 615 227,4 Kč ročně. Při výpočtu jsem počítal s možným výpadkem nájemného, či jeho ztráty na úrovni 10 %.

Provozní náklady se dlouhodobě pohybují v průměru okolo 6 % potenciálního hrubého výnosu. Čistý provozní výnos společnosti 1. nemovitost s.r.o. je 10 596 791 Kč. Kvůli pákovému efektu je společnost spolufinancována bankovním úvěrem, jehož splátka je ročně ve výši 3 153 806,8 Kč.

Čistý provozní výnos po odpočtu splátek vychází ve výši 7 442 984,2 Kč. Při výpočtu konečné hodnoty nemovitosti je nutné odečíst projektované kapitálové výdaje na revitalizaci budovy, které jsou ve výši 4,75 mil. Kč. Hodnota nemovitosti ve fondu je v konečném součtu **88 287 301,9 Kč**.

**Tabulka č. 17: Ocenění nemovitosti č.1**  
(Zdroj: Vlastní zpracování)

<b>Ocenění nemovitosti č.1</b>		
Nájemné		12 068 027,4 Kč
Ostatní příjem		216 000,0 Kč
Neobsazeno		547 200,0 Kč
<b>potenciální hrubý výnos (PHV)</b>		<b>12 615 227,4 Kč</b>
- výpadek nájemného a ztráty (rVN)	10,0%	1 261 522,7 Kč
<b>= efektivní hrubý výnos (EHV)</b>		<b>11 353 704,6 Kč</b>
- provozní náklady (PN)	6,0%	756 913,6 Kč
<b>= čistý provozní výnos (V)</b>		<b>10 596 791,0 Kč</b>
- splátky půjčky (Rs)	25,0%	3 153 806,8 Kč
<b>= čistý provozní výnos po odpočtu splátek (VM)</b>		<b>7 442 984,2 Kč</b>
<b>Hodnota nemovitosti (perpetuitní mírou výnosnosti)</b>	<b>8,0%</b>	<b>93 037 301,9 Kč</b>
projektované kapitálové výdaje		4 750 000,0 Kč
<b>Aktuální hodnota nemovitosti ve fondu</b>		<b>88 287 301,9 Kč</b>
Aktuální tržní hodnota nemovitosti		127 709 887,5 Kč

### 2.2.2 2. nemovitost s.r.o.

Společnost drží v majetku jednu nemovitost. Ta byla postavena jako obchodní centrum.

**Tabulka č. 18: Parametry nemovitosti č.2**  
(Zdroj: Vlastní zpracování)

<b>Parametry 2.nemovitosti</b>	
Počet nemovitostí	1
Počet podlaží	3
Kvalita	2
Využití	Obchodní centrum České Budějovice
Obsazenost	100,00%
Počet nájemníků	15
* (1-5, kde 1 je prémiová, 5 je špatná)	

V přízemí 1. podlaží jsou umístěny prostory prodejen pro maloobchod, 2. podlaží zaujímají taktéž prodejny s pár prostory kanceláří a 3. podlaží je menších rozměrů, které jsou kompletně zařízeny jako kancelářské prostory. Prostředí kolem nemovitosti zaujímají obdobné budovy, které mají taktéž kancelářské nebo maloobchodní zaměření a tvoří dohromady dnes moderní prostředí nově vystavovaných „business parků“. Ten je



umístěn s vynikající dostupností automobilovou dopravou jako i MHD města Českých Budějovic, což bývá u podobných komplexů domluveno a zajištěno s městem již před zahájením výstavby. Jedná se o relativně mladou nemovitost. V současnosti je nemovitost pronajata 15 nájemníkům a 100% obsazena. Prodejny jsou pronajaty obchodním značkám, které mají dobrou kredibilitu, ovšem průměrná délka nájemních smluv není velmi dlouhá, což se může v budoucnosti nepříjemně projevit. Ovšem největší prostor je pronajat na dalších 5 let s doložkou o možnosti prodloužení. Velmi pozitivní jsou nájemní smlouvy s téměř všemi nájemníky kancelářských prostor, jejichž nájemní smlouvy jsou uzavřeny na dobu neurčitou, což alespoň částečně zajišťuje příjmy do budoucnosti. Průměrné nájemné za celý komplex vychází na hodnotě 182,2 Kč / m<sup>2</sup> / měsíc, z čehož rozsah nájemného za prodejní prostory se pohybuje od 120 Kč / m<sup>2</sup> / měsíc do 260 Kč / m<sup>2</sup> / měsíc. Kancelářské prostory jsou pronajaty za přijatelnější cenové politiky a výše jejich ceny nájemného se pohybuje od 200 Kč / m<sup>2</sup> / měsíc po 274 Kč / m<sup>2</sup> / měsíc. Způsobeno je to okolním prostředím business parku, ve kterém jsou tyto nájemní u podobných prostor uzavírány, i přestože se jedná o území Českých Budějovic. Poměrně vysoká část nájemních smluv uzavřených na prodejní prostory dosáhne maturity do 2 let. Tato skutečnost otevírá možnost o vyjednávání o vyšší nájemné, ale taktéž skrývá riziko v možnosti výpadků některých nájemníků a potřeby vyhledání a uzavření smluv s jinými. Jelikož se jedná o nemovitost stojící na velmi dobrém strategickém místě se zajištěnou fluktuací lidí, neměl by toto být dlouhodobý problém. Především z tohoto důvodu je při výpočtu hodnoty nemovitosti počítáno pouze s maximálně 5% výpadkem z celkového nájemného.

Kompletní přehled příjmů z nájemného s celkovou plochou i aktuální neobsazeností prostor, jsou shrnuty v následující tabulce:

**Tabulka č. 19: Souhrn dat k nemovitosti č.2**  
(Zdroj: Vlastní zpracování)

Souhrn dat k nemovitosti č.2				
	GLA - Hrubá pronajimatelná plocha	Cena m2/měsíc	Cena pronájmu/měsíc	Cena pronájmu/rok
Nájemné	6175,83	182,5 Kč	1 143 243,5 Kč	13 718 921,8 Kč
Ostatní příjem	0,00	- Kč	16 250,0 Kč	195 000,0 Kč
Neobsazeno	0,00	- Kč	- Kč	- Kč
Plocha celkem	6175,83	182,48 Kč	1 143 243,5 Kč	13 718 921,8 Kč
Neobsazenost	0,00%			



Ze získaných informací jsem výnosovou metodou oceňování věčnou rentou, jak je v praxi běžně využíváno, vypočítal tržní hodnotu nemovitosti ve výši 158 224 898 Kč při požadované míře výnosnosti 7,5 %, která zohledňuje riziko spojené s krátkou dobou vypršení většiny nájemních smluv v oblasti prostor prodejen, jichž je většina z celkové plochy nemovitosti. Potenciální hrubý výnos budovy vychází 13 718 921,8 Kč ročně. Při výpočtu jsem počítal s možným výpadkem nájemného, či jeho ztráty na úrovni již zmíněných 5 %. Provozní náklady se dlouhodobě pohybují v průměru okolo 8,5 % z potenciálního hrubého výnosu, což je způsobeno vysokou fluktuací lidí, novou stavbou, o kterou se provozující snaží co nejvíce pečovat a udržet tak její atraktivitu pro nájemníky nadstandardními službami spojenými s provozem budovy. Čistý provozní výnos společnosti 2. nemovitost s.r.o. je 11 866 867,3 Kč. Kvůli pákovému efektu je společnost spolufinancována bankovním úvěrem, jehož splátka je ročně ve výši 3 978 487,3 Kč. Čistý provozní výnos po odpočtu splátek vychází ve výši 7 888 380 Kč. Hodnota nemovitosti ve fondu je v konečném součtu **105 178 400,4 Kč**.

**Tabulka č. 20: Ocenění nemovitosti č.2**  
(Zdroj: Vlastní zpracování)

<b>Ocenění nemovitosti č.2</b>		
Nájemné		13 718 921,8 Kč
Ostatní příjem		195 000,0 Kč
Neobsazeno		- Kč
<b>potenciální hrubý výnos (PHV)</b>		<b>13 718 921,8 Kč</b>
- výpadek nájemného a ztráty (rVN)	5,0%	685 946,1 Kč
<b>= efektivní hrubý výnos (EHV)</b>		<b>13 032 975,7 Kč</b>
- provozní náklady (PN)	8,5%	1 166 108,4 Kč
<b>= čistý provozní výnos (V)</b>		<b>11 866 867,3 Kč</b>
- splátky půjčky (Rs)	29,0%	3 978 487,3 Kč
<b>= čistý provozní výnos po odpočtu splátek (VM)</b>		<b>7 888 380,0 Kč</b>
<b>Hodnota nemovitosti (perpetuitní mírou výnosnosti)</b>	<b>7,5%</b>	<b>105 178 400,4 Kč</b>
projektované kapitálové výdaje		- Kč
<b>Aktuální hodnota nemovitosti ve fondu</b>		<b>105 178 400,4 Kč</b>
Aktuální tržní hodnota nemovitosti		158 224 898,0 Kč

### 2.2.3 3. nemovitost-komplex nemovitostí s.r.o.

Společnost drží v majetku celkem tři nemovitosti, jejichž poloha je rozmanitá. Jedná se o tři budovy, kde v každé z nich je jedním z nájemníků nábytkový řetězec JYSK. Tento řetězec se nechtěl starat o provoz nemovitostí, ale být v nich pouze nájemníkem a to i přesto, že si budovy nechal postavit přímo podle svých požadavků na umístění i dispozice a konstrukci. Dobré je, že podobné řetězce, případně i některé potravinářské maloobchodní společnosti jsou povětšinou nájemníky velmi podobných objektů. To znamená, že v případě ukončení nájemního vztahu s řetězcem JYSK bude možné najít náhradní nájemce a nebude to vyžadovat extrémně vysoké náklady na rekonstrukce.

**Tabulka č. 21: Parametry nemovitosti č.3**

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Parametry 3.nemovitosti	
Počet nemovitostí	3
Počet podlaží	1
Kvalita	2
Využití	Obchodní domy JYSK
Obsazenost	100,00%
Počet nájemníků	4
* (1-5, kde 1 je prémiová, 5 je špatná)	

Hlavní nájemník je stálým nájemníkem již po dlouhou dobu, ale i přesto je s ním spojeno velmi vysoké riziko, protože může nastat situace, kdy může být například nucen opustit český trh, a tím pádem vypadne největší nájemník ze všech tří nemovitostí a nemusí se podařit nalézt včas nové nájemníky do všech objektů. Menší pojistkou je zajisté půlroční výpovědní lhůta jako dodatek ke smlouvě o nájmu pro případ předčasného ukončení nájemního vztahu. Budovy jsou u okresních měst Jindřichův Hradec, Písek a Mělník. Velikost budov je přizpůsobena velikosti měst, což je v pořádku a lze to hodnotit dobře. Dvě z budov jsou rozšířeny o 1 - 2 prodejny pro další maloobchodní nájemníky. Tato nízká diverzifikace nájemníků je považována za velmi vysoce rizikovou záležitost. V současnosti je nemovitost pronajata 4 nájemníkům a je 100% obsazena.

Průměrné nájemné za všechny tři nemovitosti vychází ve výši 214,7 Kč / m<sup>2</sup> / měsíc, z čehož rozsah nájemného za prodejní prostory se pohybuje od 192 Kč / m<sup>2</sup> / měsíc do 256 Kč / m<sup>2</sup> / měsíc v závislosti na nejbližším městě a jeho prosperitě. Nájemní smlouvy uzavřené s největším nájemníkem vyprší za 2,5 roku. V případě takovéto skladby

nájemníků bude potřeba začít co nejdříve s předstihem řešit s nájemníky prodloužení smlouvy, aby nedošlo k dlouhodobějšímu výpadku nájemného.

Kompletní přehled příjmů z nájemného s celkovou plochou i aktuální neobsazeností prostor, jsou shrnuty v následující tabulce:

**Tabulka č. 22: Souhrn dat k nemovitosti č.3**  
(Zdroj: Vlastní zpracování)

Souhrn dat k nemovitosti č.3				
	GLA - Hrubá pronajímatelná plocha	Cena m2/měsíc	Cena pronájmu/měsíc	Cena pronájmu/rok
Nájemné	5748,90	214,7 Kč	1 254 021,6 Kč	15 048 259,2 Kč
Ostatní příjem	0,00	- Kč	20 000,0 Kč	240 000,0 Kč
Neobsazeno	0,00	- Kč	- Kč	- Kč
Plocha celkem	5748,90	214,65 Kč	1 254 021,6 Kč	15 048 259,2 Kč
Neobsazenost	0,00%			

Ze získaných informací jsem výnosovou metodou oceňování věčnou rentou, jak je v praxi běžně využíváno, vypočítal tržní hodnotu nemovitosti ve výši 182 728 861,7 Kč při požadované míře výnosnosti 7,0 %, která zohledňuje především velkou bonitu a stabilitu největšího z nájemníků.

Potenciální hrubý výnos budovy vychází 15 048 259,2 Kč ročně. Při výpočtu jsem počítal s možným výpadkem nájemného, či jeho ztráty na úrovni 10 %. Provozní náklady se dlouhodobě pohybují v průměru okolo standardní hodnoty u obdobných budov 5 %.

Čistý provozní výnos společnosti 3. nemovitost-komplex nemovitostí s.r.o. je 12 791 020,3 Kč. Kvůli pákovému efektu je společnost spolufinancována bankovním úvěrem, jehož splátka je ročně ve výši 4 815 442,9 Kč. Čistý provozní výnos po odpočtu splátek vychází ve výši 7 975 577,4 Kč. Hodnota nemovitosti ve fondu je v konečném součtu **113 936 819,7 Kč**.

**Tabulka č. 23: Ocenění nemovitosti č.3**  
(Zdroj: Vlastní zpracování)

<b>Ocenění nemovitosti č.3</b>		
Nájemné		15 048 259,2 Kč
Ostatní příjem		240 000,0 Kč
Neobsazeno		- Kč
<b>potenciální hrubý výnos (PHV)</b>		<b>15 048 259,2 Kč</b>
- výpadek nájemného a ztráty (rvN)	10,0%	1 504 825,9 Kč
<b>= efektivní hrubý výnos (EHV)</b>		<b>13 543 433,3 Kč</b>
- provozní náklady (PN)	5,0%	752 413,0 Kč
<b>= čistý provozní výnos (V)</b>		<b>12 791 020,3 Kč</b>
- splátky půjčky (Rs)	32,0%	4 815 442,9 Kč
<b>= čistý provozní výnos po odpočtu splátek (VM)</b>		<b>7 975 577,4 Kč</b>
<b>Hodnota nemovitosti (perpetuitní mírou výnosnosti)</b>	<b>7,0%</b>	<b>113 936 819,7 Kč</b>
projektované kapitálové výdaje		- Kč
<b>Aktuální hodnota nemovitosti ve fondu</b>		<b>113 936 819,7 Kč</b>
Aktuální tržní hodnota nemovitosti		182 728 861,7 Kč

## 2.3 Doporučení pro projekt

Ocenění nemovitostí v majetku fondu bylo již vypočítáno. Ze získaných dat je možné získat celkový AUM fondu, jeho výnosy v korunách a z toho dospět k výnosu fondu po zaplacení veškerých poplatků spojených se správou a distribucí fondu.

Výpočet konečného AUM fondu představuje následující tabulka:

**Tabulka č. 24: Konečný AUM fondu XYZ**  
(Zdroj: Vlastní zpracování)

<b>Majetek fondu</b>	<b>[Kč]</b>	<b>[%]</b>
1.nemovitost s.r.o.	88 287 301,91 Kč	22,43%
2.nemovitost s.r.o.	105 178 400,39 Kč	26,72%
3. nemovitost-komplex nemovitostí s.r.o.	113 936 819,66 Kč	28,94%
Cenné papíry		0,00%
Celkem hodnota nemovitostí	307 402 521,95 Kč	78,09%
Cash	86 272 585,06 Kč	21,91%
Ostatní aktiva		0,00%
Celkem aktiva	393 675 107,01 Kč	100,00%
Pasiva		0,00%
AUM fondu (Čistá aktiva)	393 675 107,01 Kč	100,00%

Aktuální majetek fondu je ve výši 393 675 107 Kč z čehož tvoří 21,91 % volných finančních prostředků na účtu depozitáře, které z 20 % musí být drženy v likvidní složce. Výnosy fondu z příjmů nemovitostních SPV v majetku fondu jsou v absolutní hodnotě ve výši 23 306 941,56 Kč.

Ze získaných dat je nyní vypočítán výnos fondu z vlastněných aktiv ve výši 7,58 %, který negativně ovlivňují volné finanční prostředky držené na bankovním účtu jako povinná finanční rezerva s nulovou hodnotou úročení. Po započítání volných prostředků označených jako cash je výnos fondu na úrovni 5,92 %.

Další položkou snižující výkonnost fondu jsou poplatky. Poplatek depozitáře je v maximální výši 0,30 %, poplatek administrátorovi fondu 0,20 %, management fee je 0,20 % a distribution fee pro podporu prodeje fondu je možné v maximální výši mít na hodnotě 0,80 %, jak dovoluje statut fondu, ale distributor se rozhodl pro využití částečné výše na hodnotě 0,50 %, aby nebylo zatížení fondu tak vysoké. Zatížení fondu poplatky je v celkové výši 1,20 %, čímž se dostáváme k čisté výkonnosti fondu **4,72 %** p.a., viz tabulka níže.

**Tabulka č. 25: Výnos fondu XYZ v %**  
(Zdroj: Vlastní zpracování)

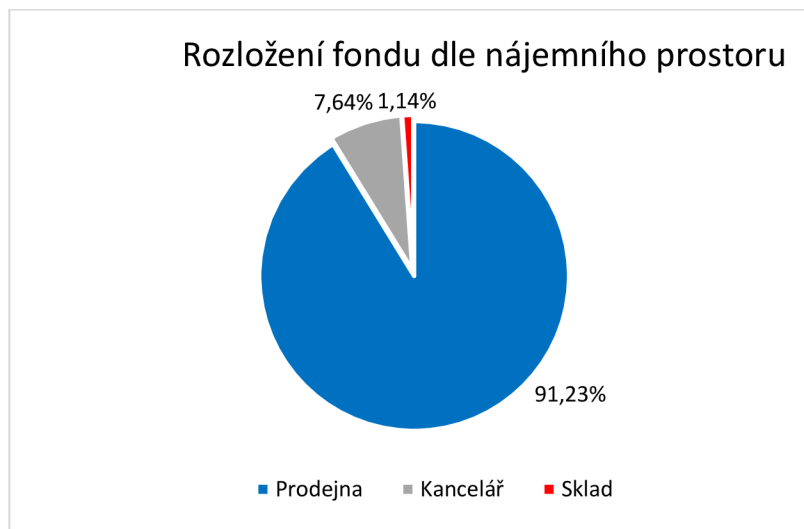
Výnos fondu [%]	
<b>Výnos z aktiv</b>	7,58%
<b>Výnos z aktiv s cash</b>	5,92%
Poplatek depozitáře	0,30%
Poplatek administrátora	0,20%
Management fee	0,20%
Distribution fee	0,50%
<b>Poplatky celkem</b>	1,20%
<b>Čistý výnos fondu</b>	<b>4,72%</b>

Výkonnost fondu je složena primárně z nájemného plynoucího z pronajímaných ploch. K výkonnosti fondu může v budoucnosti přispět, nebo ubrat přecenění nemovitostí. Ty byly do fondu prodány tak, aby tato složka byla absolutně minimální a fond tak neovlivňovala.

Portfolio fondu XYZ je složeno z obchodních center a obchodních domů, které mají pronajímatelné plochy z většiny tvořeny prodejny pro maloobchodní nájemníky. Minoritní části jsou tvořeny kancelářskými prostory a téměř zanedbatelnou částí jsou skladové prostory, v čemž spatřuji největší hrozbu pro stabilní výkonnost fondu.

Tento fakt je tudíž největší hrozbou pro fond z důvodu možné změny ekonomické situace na trhu českého maloobchodního trhu. Z celkové pronajímatelné plochy 17 235,27 m<sup>2</sup> tvoří prodejní plochy 15 723,28 m<sup>2</sup>, 1 315,99 m<sup>2</sup> je zastoupeno kancelářskými prostory a 196 m<sup>2</sup> zastupují sklady. Graficky zobrazené rozložení fondu dle nájemního prostoru:

**Graf č. 9: Rozložení fondu dle nájemního prostoru**  
(Zdroj: Vlastní zpracování)



Z grafu je patrné, že prioritou managementu fondu by nyní mělo být zaměření se na riziko spojené s rozložením segmentu nájemních prostor. Největší plochu s nájemním prostorem prodejen pro maloobchod zabírá 3. nemovitost-komplex nemovitostí s.r.o., která má zároveň i nejvyšší průměrnou cenu nájemného na m<sup>2</sup>. Projektová část bude tedy zaměřena na hledání a doporučení záměny tohoto SPV ve fondu za jinou nemovitost.

### 3 PROJEKT: NÁVRH ZMĚN VE SKLADBĚ PORTFOLIA NEMOVITOSTNÍHO FONDU XYZ S OHLEDEM NA ROZLOŽENÍ SEGMENTOVÉHO RIZIKA

V této části budou provedeny výpočty a porovnání nemovitostí s vybráním nejvhodnější varianty postupu pro dobré rozhodnutí, které povede k lepší diverzifikaci portfolia fondu za účelem stabilnějšího fungování fondu.

Z předchozí části vyplynulo, že prioritou managementu fondu nyní bude zaměřit se na riziko spojené s rozložením segmentu nájemních prostor. Největší plochu s nájemním prostorem prodejen pro maloobchod zabírá 3. nemovitost-komplex nemovitostí s.r.o., která má zároveň i nejvyšší průměrnou cenu nájemného na m<sup>2</sup>. Tato projektová část bude tedy zaměřena na hledání a doporučení záměny tohoto SPV ve fondu za jinou nemovitost. V současné chvíli jsou v hledáčku pouze dva nemovitostní projekty, které je možné v nejbližší době do fondu nakoupit.

#### 3.1 4. nemovitost s.r.o.

Tato společnost je SPV držící ve svém majetku logistický park umístěný na okraji města Olomouc, dostupnost je velmi dobrá a místo je na půli cesty mezi Ostravou a Brnem.

**Tabulka č. 26: Parametry nemovitosti č.4**  
(Zdroj: Vlastní zpracování)

Parametry nemovitosti č.4	
Počet nemovitostí	1
Počet podlaží	2
Kvalita	3*
Využití	Logistic park Olomouc
Obsazenost	89,54%
Počet nájemníků	9
* (1-5, kde 1 je prémiová, 5 je špatná)	

Jedná se o dvoupodlažní budovu, jejíž přízemní patro zabírají skladové prostory uzpůsobené k využití logistiky pro různé firmy. Rozlohy všech skladů mají stejné rozměry a cenu, konstrukce budovy je jednoduchá a dovoluje propojení, a tím pádem zvětšení rozměrů jednotlivých skladů dle potřeb a velikosti nájemníka. Ten má možnost



si tak pronajmout i několik skladů vedle sebe. Tato flexibilita prostoru je velkou výhodou pro získávání nájemníků. Vrchní patro zabírají kancelářské prostory, které tak doplňují sklady a vytváří komplexní zázemí pro správu administrativních potřeb firem, které si většinou pronajmou sklad i kancelář.

Celková pronajímatelná plocha budovy je 4 644,76 m<sup>2</sup>, z čehož je nyní 486 m<sup>2</sup> neobsazených (s touto neobsazeností se počítá i ve výpočtu ocenění nemovitosti). Průměrná cena nájemného je 178,2 Kč. Nájemné skladových ploch je jednotné 110 Kč / m<sup>2</sup> / měsíc a cena kancelářských prostor se pohybuje v rozmezí od 205 do 325 Kč / m<sup>2</sup> / měsíc. Příjem z pronajatých prostor je celkem ve výši 9 071 381,4 Kč ročně, viz následující souhrnná tabulka:

**Tabulka č. 27: Souhrn dat k nemovitosti č.4**  
(Zdroj: Vlastní zpracování)

Souhrn dat k nemovitosti č.4				
	GLA - Hrubá pronajímatelná plocha	Cena m2/měsíc	Cena pronájmu/měsíc	Cena pronájmu/rok
Nájemné	4158,76	178,6 Kč	755 948,4 Kč	9 071 381,4 Kč
Ostatní příjem	0,00	- Kč	13 333,0 Kč	159 996,0 Kč
Neobsazeno	486,00	175,1 Kč	85 080,0 Kč	1 020 960,0 Kč
Plocha celkem	4644,76	178,20 Kč	841 028,4 Kč	10 092 341,4 Kč
Neobsazenost	10,46%			

Ze získaných dat nemovitosti jsem provedl ocenění SPV stejnou metodou jako u ostatních projektů ve fondu. Výpadek nájemného na úrovni 10 % nyní odpovídá přesně stavu, v jakém se nemovitost nachází. Provozní náklady jsou ve výši 6 % potenciálního hrubého výnosu. SPV je spolufinancováno bankovním úvěrem s roční splátkou ve výši 2 523 085,3 Kč.

Požadovaná míra výnosnosti je ve výši 8,0 %. Tržní hodnota SPV je 102 469 584,6 Kč, což po zohlednění zbývajících nedoplněného bankovního úvěru a nákladů s projektovanými kapitálovými výdaji znamená ocenění ve výši 70 931 017,7 Kč pro přeprodej do majetku fondu, viz výpočet níže.



**Tabulka č. 28: Ocenění nemovitosti č.4**  
(Zdroj: Vlastní zpracování)

<b>Ocenění nemovitosti č.4</b>		
Nájemné		9 071 381,4 Kč
Ostatní příjem		159 996,0 Kč
Neobsazeno		1 020 960,0 Kč
<b>potenciální hrubý výnos (PHV)</b>		<b>10 092 341,4 Kč</b>
- výpadek nájemného a ztráty (rVN)	10,0%	1 009 234,1 Kč
<b>= efektivní hrubý výnos (EHV)</b>		<b>9 083 107,2 Kč</b>
- provozní náklady (PN)	6,0%	605 540,5 Kč
<b>= čistý provozní výnos (V)</b>		<b>8 477 566,8 Kč</b>
- splátky půjčky (Rs)	25,0%	2 523 085,3 Kč
<b>= čistý provozní výnos po odpočtu splátek (VM)</b>		<b>5 954 481,4 Kč</b>
<b>Hodnota nemovitosti (perpetuitní mírou výnosnosti)</b>	<b>8,0%</b>	<b>74 431 017,7 Kč</b>
projektované kapitálové výdaje		3 500 000,0 Kč
<b>Aktuální hodnota nemovitosti ve fondu</b>		<b>70 931 017,7 Kč</b>
Aktuální tržní hodnota nemovitosti		102 469 584,6 Kč

### 3.2 5. nemovitost s.r.o.

Jedná se o velmi podobné SPV, co se týče využití, jako bylo popsáno u předchozí společnosti, pouze s tím rozdílem, že budova v majetku 5. nemovitost s.r.o. je na Hodonínsku.

**Tabulka č. 29: Parametry nemovitosti č.5**  
(Zdroj: Vlastní zpracování)

<b>Parametry nemovitosti č.5</b>	
Počet podlaží	2
Kvalita	3*
Využití	Logistic park Hodonín
Obsazenost	94%
Počet nájemníků	11
* (1-5, kde 1 je prémiová, 5 je špatná)	

Přízemí této dvoupodlažní budovy je složeno ze skladových prostor, příjem navíc tvoří i reklamní plocha na budově ze strany silnice hlavního tahu okolo Hodonína. Vrchní patro

tvoří prostory kanceláří v kombinaci s prodejny, které zde firmy využívají spolu se sklady. Jedním z prostorů je i konferenční místnost, kterou mohou firmy využívat a dělí si rovnoměrně náklady s tímto prostorem spojené.

Celková plocha k pronájmu činí 8 868,46 m<sup>2</sup>, z čehož je aktuálně neobsazeno 5,81 % a to především menších ploch. Průměrná cena nájemného vychází ve výši 132,61 Kč / m<sup>2</sup> / měsíc. Nájemné skladových ploch je v rozmezí od 90 do 128 Kč / m<sup>2</sup> / měsíc, cena kancelářských prostor se pohybuje v rozmezí od 186 do 276 Kč / m<sup>2</sup> / měsíc a cena prodejen v rozmezí od 150 do 190 Kč / m<sup>2</sup> / měsíc.

Výše nájmů odpovídají umístění objektu i jeho atraktivnosti a jsou na úrovni srovnatelných budov v okolí. Příjem z pronajatých prostor je celkem ve výši 13 260 243 Kč ročně, viz následující souhrnná tabulka:

**Tabulka č. 30: Souhrn dat k nemovitosti č.5**  
(Zdroj: Vlastní zpracování)

Souhrn dat k nemovitosti č.5				
	GLA - Hrubá pronajimatelná plocha	Cena m2/měsíc	Cena pronájmu/měsíc	Cena pronájmu/rok
Nájemné	8353,38	130,8 Kč	1 105 020,3 Kč	13 260 243,0 Kč
Ostatní příjem	0,00	- Kč	12 000,0 Kč	144 000,0 Kč
Neobsazeno	515,08	161,2 Kč	83 026,0 Kč	996 312,0 Kč
Plocha celkem	8868,46	132,61 Kč	1 188 046,3 Kč	14 256 555,0 Kč
Neobsazenost	5,81%			

Ocenění SPV s logistickým parkem ve svém majetku bylo počítáno s úrovní 10% výpadku nájemného, mírou výnosnosti ve výši 7,5 % a provozními náklady, které jsou na úrovni 6 % potenciálního hrubého výnosu.

Aktuální tržní hodnota SPV je 159 673 416,2 Kč. Roční splátka bankovního úvěru, který se na nemovitosti podílí je 4 134 401 Kč. Ocenění díky tomu vychází ve výši 104 548 070,1 Kč pro přeprodej do majetku fondu, viz výpočet níže.

**Tabulka č. 31: Ocenění nemovitosti č.5**  
(Zdroj: Vlastní zpracování)

<b>Ocenění nemovitosti č.5</b>		
Nájemné		13 260 243,0 Kč
Ostatní příjem		144 000,0 Kč
Neobsazeno		996 312,0 Kč
<b>potenciální hrubý výnos (PHV)</b>		<b>14 256 555,0 Kč</b>
- výpadek nájemného a ztráty (rVN)	10,0%	1 425 655,5 Kč
<b>= efektivní hrubý výnos (EHV)</b>		<b>12 830 899,5 Kč</b>
- provozní náklady (PN)	6,0%	855 393,3 Kč
<b>= čistý provozní výnos (V)</b>		<b>11 975 506,2 Kč</b>
- splátky půjčky (Rs)	29,0%	4 134 401,0 Kč
<b>= čistý provozní výnos po odpočtu splátek (VM)</b>		<b>7 841 105,3 Kč</b>
<b>Hodnota nemovitosti (perpetuitní mírou výnosnosti)</b>	<b>7,5%</b>	<b>104 548 070,1 Kč</b>
projektované kapitálové výdaje		
<b>Aktuální hodnota nemovitosti ve fondu</b>		<b>104 548 070,1 Kč</b>
Aktuální tržní hodnota nemovitosti		159 673 416,2 Kč

### 3.3 Ovlivnění výkonnosti fondu při záměně nemovitosti za jinou

Na konci analytické části práce jsem identifikoval problém fondu a ze získaných dat definoval, že z důvodu lepší diverzifikace portfolia fondu je potřeba z fondu prodat 3. nemovitost-komplex nemovitostí s.r.o., a místo ní do fondu nakoupit jinou SPV.

Pro nalezení vhodnější varianty ke splnění diverzifikace a docílení větší stability výkonnosti fondu, jsem provedl výpočty ke zjištění výkonnosti fondu při výměně již zmiňované SPV z fondu za 4. nemovitost s.r.o., a nebo 5. nemovitost s.r.o.

#### 3.3.1 Dopad výměny nemovitosti č.3 za nemovitost č.4

Výpočet majetku fondu při variantě výměny nemovitosti č.3 za nemovitost č.4 zobrazuje následující tabulka.

**Tabulka č. 32: Výpočet majetku fondu (s novou nemovitostí č.4)**  
(Zdroj: Vlastní zpracování)

Majetek fondu	[Kč]	[%]
1.nemovitost s.r.o.	88 287 301,91 Kč	22,43%
2.nemovitost s.r.o.	105 178 400,39 Kč	26,72%
4.nemovitost s.r.o.	70 931 017,74 Kč	18,02%
Cenné papíry		0,00%
Celkem hodnota nemovitostí	264 396 720,03 Kč	67,16%
Cash	129 278 386,98 Kč	32,84%
Ostatní aktiva		0,00%
Celkem aktiva	393 675 107,01 Kč	100,00%
Pasiva		0,00%
Čistá aktiva	393 675 107,01 Kč	100,00%

Nejvýznamnějším aspektem ovlivňujícím výkonnost fondu jsou volné prostředky na účtu, které negenerují žádný výnos (naopak generují ztrátu v podobě poplatku depozitáři). Rozdíl hodnot nemovitostí + prodejní cena – nákupní cena vytváří v tomto případě rozdíl 43 005 801,92 Kč, o které vzrostla výše volných prostředků na účtu na hodnotu 129 278 386,98 Kč, a to se negativně promítne do výkonnosti fondu. Výkonnost fondu primárně určují výnosy fondu z nájemních příjmů.

Celkový výnos z aktiv je vyšší než u původní varianty složení fondu a to o 0,47 % ve výši 8,05 %, ovšem při započítání volných prostředků, tedy celkového AUM fondu je výnos 5,41 %. Po odečtení poplatků celkem je výnos 4,21 %, tedy nižší o 0,51 %, než u původní varianty, kvůli vyššímu poměru volných prostředků na účtu.

**Tabulka č. 33: Výnos fondu (s novou nemovitostí č.4)**  
(Zdroj: Vlastní zpracování)

Výnos fondu [%]	
<b>Výnos z aktiv</b>	8,05%
<b>Výnos z aktiv s cash</b>	5,41%
Poplatek depozitáře	0,30%
Poplatek administrátora	0,20%
Management fee	0,20%
Distribution fee	0,50%
<b>Poplatky celkem</b>	1,20%
<b>Čistý výnos fondu</b>	<b>4,21%</b>

### 3.3.2 Dopad výměny nemovitosti č.3 za nemovitost č.5

Výpočet majetku fondu při variantě výměny nemovitosti č.3 za nemovitost č.5 zobrazuje následující tabulka.

**Tabulka č. 34: Výpočet majetku fondu (s novou nemovitostí č.5)**  
(Zdroj: Vlastní zpracování)

Majetek fondu	[Kč]	[%]
1.nemovitost s.r.o.	88 287 301,91 Kč	22,43%
2.nemovitost s.r.o.	105 178 400,39 Kč	26,72%
5.nemovitost s.r.o.	104 548 070,13 Kč	26,56%
Cenné papíry		0,00%
Celkem hodnota nemovitostí	298 013 772,42 Kč	75,70%
Cash	95 661 334,59 Kč	24,30%
Ostatní aktiva		0,00%
Celkem aktiva	393 675 107,01 Kč	100,00%
Pasiva		0,00%
Čistá aktiva	393 675 107,01 Kč	100,00%

Rozdíl hodnot nemovitostí + prodejní cena – nákupní cena vytváří v tomto případě rozdíl 9 388 749,53 Kč, o které vzrostla výše volných prostředků na účtu na hodnotu 95 661 334,59 Kč, což se taktéž negativně promítne do výkonnosti fondu. Celkový výnos z aktiv je vyšší než u původní varianty složení fondu a to o 0,2 % ve výši 7,78 %, ovšem při započítání volných prostředků, tedy celkového AUM fondu je výnos 5,89 %. Po odečtení poplatků celkem je výnos 4,69 %, tedy nižší o 0,03 %, než u původní varianty, kvůli vyššímu poměru volných prostředků na účtu.

**Tabulka č. 35: Výnos fondu (s novou nemovitostí č.5)**  
(Zdroj: Vlastní zpracování)

Výnos fondu [%]	
<b>Výnos z aktiv</b>	7,78%
<b>Výnos z aktiv s cash</b>	5,89%
Poplatek depozitáře	0,30%
Poplatek administrátora	0,20%
Management fee	0,20%
Distribution fee	0,50%
<b>Poplatky celkem</b>	1,20%
<b>Čistý výnos fondu</b>	<b>4,69%</b>

Z výše uvedených výpočtů budu dále pracovat s 2) variantou. Zkoumáním, zda se výměna nemovitosti č.3 za nemovitost č.5 skutečně vyplatí a odrazí se ve větší stabilitě výkonnosti fondu. Nemovitostí č.4 se již není potřeba zabývat, protože rozdíl současné

výkonnosti fondu je tak velký, že výhodnější oproti 2) variantě by byl až v momentě poklesu cen nájemného pouze v segmentu prodejen ve výši 72,5 %, oproti stávajícím hodnotám nájemného. Toto považuji za extrémně nepravděpodobné v reálném prostředí ekonomiky z toho důvodu, že kdyby k tomuto jevu došlo, jistě by se snížily nájemné nějakou měrou i v ostatních segmentech a tudíž by se tato hodnota dále zvyšovala.

### **3.4 Výkonnost fondu XYZ při korekci segmentu prodejen z portfolia fondu**

Zjištěné skutečnosti je potřeba dát do souvislosti a porovnat chování fondu v podmínkách, které mohou nastat. Rozložení původního fondu a fondu s novým složením, ve kterém je počítáno s výměnou SPV nemovitost č.3 za nemovitost č.5 této případové studie je velmi dobré v obou variantách z pohledu počtu nájemníků (ani v jednom složení nestojí velká část nájmů pouze na jednom subjektu, i když v původní variantě je již tato záležitost také na zvážení a právě u SPV nemovitosti č.3, dále z pohledu rozložení lokalit (v obou případech jsou nemovitosti všech SPV ve fondu rozmístěny veskrze po celém území České republiky). Problémem fondu je tedy segmentové zaměření nemovitostí, které nabízejí v původním složení přes 91 % nájemních ploch pouze v segmentu maloobchodu, tedy prodejen.

#### **3.4.1 Modelace vývoje fondu**

K porovnání a zjištění efektivity diverzifikace z pohledu segmentového zaměření fondu použiji situaci, která může reálně nastat a to při zhoršení ekonomických podmínek, které nejvíce ovlivní maloobchod a nájemníci z tohoto segmentu budou tlačeni na snižování svých fixních nákladů, které budou řešit buď snižováním počtu svých prodejen ukončováním nájmů, nebo se budou snažit vyjednat snížení výše nájemného na úroveň, kterou budou schopni akceptovat. Tato situace může mít za následek zvýšení neobsazenosti ploch prodejen spolu s nižšími příjmy z nadále pronajímaných prostor tohoto zaměření.

Ve spojení těchto dvou efektů jsem pro výpočet zvolil celoplošné snížení příjmů z nájemného pouze u ploch ze segmentu prodejen na úrovni 20 % (plochy s ostatním zaměřením mají výši příjmů z jejich pronájmů na původní, stále stejné hodnotě).

### Původní složení fondu:

**Tabulka č. 36: Původní výnos fondu (v %)**  
(Zdroj: Vlastní zpracování)

Výnos fondu [%]	
<b>Hrubý výnos z aktiv</b>	6,18%
<b>Výnos z aktiv s cash</b>	4,82%
Poplatek depozitáře	0,30%
Poplatek administrátora	0,20%
Management fee	0,20%
Distribution fee	0,50%
<b>Poplatky celkem</b>	1,20%
<b>Čistý výnos fondu</b>	<b>3,62%</b>
Původní výnos fondu	4,72%
<b>Rozdíl</b>	<b>-1,10%</b>

Hrubý výnos z aktiv se snížil na 6,18 %, tedy o 1,40 %. Výnos z AUM fondu je 5,92 %.  
Čistý výnos fondu po odečtení celkových poplatků je 3,62 %, nižší o 1,10 %.

### Nové složení fondu:

**Tabulka č. 37: Nově namodelovaný výnos fondu (v %)**  
(Zdroj: Vlastní zpracování)

Výnos fondu [%]	
<b>Hrubý výnos z aktiv</b>	6,72%
<b>Výnos z aktiv s cash</b>	5,09%
Poplatek depozitáře	0,30%
Poplatek administrátora	0,20%
Management fee	0,20%
Distribution fee	0,50%
<b>Poplatky celkem</b>	1,20%
<b>Čistý výnos fondu</b>	<b>3,89%</b>
Původní výnos fondu	4,69%
<b>Rozdíl</b>	<b>-0,80%</b>

Hrubý výnos z aktiv se snížil na 6,72 %, tedy o 1,06 %. Výnos z AUM fondu je 5,09 %.  
Čistý výnos fondu po odečtení celkových poplatků je 3,89 %, nižší o 0,80 %.

### 3.4.2 Návrh na změnu portfolia fondu XYZ

Nové složení portfolia vykazuje výkonnost fondu při stávajících podmínkách o 0,03 % nižší, než tomu je při aktuálním složení portfolia fondu. Ovšem v době ekonomické korekce v nejvíce zastoupeném segmentu zaměření pronajímatelných ploch ve fondu, o 20% snížení nájemného, vykazuje pokles výkonnosti o 0,30 % nižší změnu z původní hodnoty a výnosnost je tedy u nového složení o 0,27 % vyšší.

Tímto můžeme fond považovat za více stabilnější, protože propady v ostatních segmentech jej tolik nezasáhnou a celkové rozložení dle segmentu zaměření pronajímatelných ploch je rovnoměrněji rozloženo. Doporučení z dosažených výsledků je z důvodu vyšší stability, a tudíž ochrany a prosperity majetku podílníků, provést změnu portfolia.

**Tabulka č. 38: Rozložení fondu dle nájemního prostoru (s nemovitostí č.5)**  
(Zdroj: Vlastní zpracování)

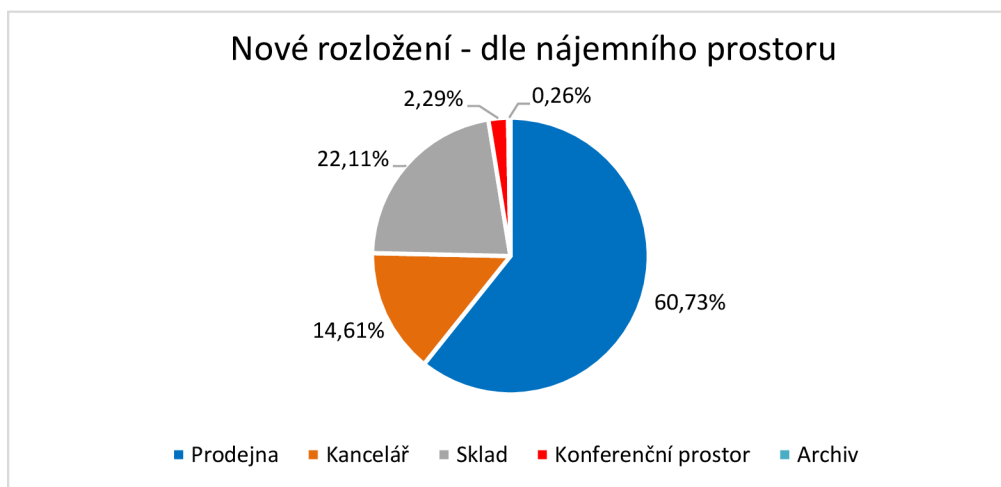
Rozložení fondu - dle nájemního prostoru	Prodejna	Kancelář	Sklad	Konferenční prostor	Archiv
1. nemovitost s.r.o.	25,01%	1,13%	0,00%	0,00%	0,00%
2. nemovitost s.r.o.	24,08%	5,35%	0,96%	0,00%	0,00%
5. nemovitost s.r.o.	11,63%	10,24%	21,14%	2,29%	0,26%
100,00%	60,73%	14,61%	22,11%	2,29%	0,26%



### 3.4.3 Konečná podoba nového portfolia fondu XYZ

Z celkové pronajimatelné plochy 20 315,83 m<sup>2</sup> tvoří prodejní plochy 12 337,08 m<sup>2</sup>, 2 968,12 m<sup>2</sup> je zastoupeno kancelářskými prostory, 4491,58 m<sup>2</sup> zastupují sklady, 465 m<sup>2</sup> představuje konferenční prostor a 53,55 m<sup>2</sup> archiv. V procentuálním vyjádření je rozložení nájemních prostor následující:

**Graf č. 10: Rozložení nájemního prostoru fondu v % (s novou nemovitostí č.5)**  
(Zdroj: Vlastní zpracování)



## ZÁVĚR

Cílem mé diplomové práce bylo vypracovat doporučení změn ve skladbě portfolia nemovitostního fondu XYZ, jehož všechny aktiva jsou rozložena pouze na území České republiky. Tento konkrétní nemovitostní fond XYZ za posledních několik let vykazoval nadprůměrné zhodnocení na trhu, a také ostatní ukazatele fondu dosahovaly příznivých výsledků, důležité bylo ho podrobit tzv. zátěžovým testům, které mohou přijít v době krize.

Teoretická část diplomové práce byla zaměřena na popis kolektivního investování, na jeho výhody, rizika a právní náležitosti. Blíže byly také specifikovány instituce kolektivního investování a druhy fondů v České republice. Dále se teoretická část věnovala nemovitostním fondům, jejich charakteristice, silným a slabým stránkám a také pojmu SPV (Special Purpose Vehicle). Kapitola ukazatele měření výkonnosti fondů byla zaměřena na metodologii výkonnosti realitních fondů, jak lze výkonnost měřit, které ukazatele jsou vhodné a co jaký ukazatel znamená.

V analýze současného stavu bylo nejdříve popsáno a analyzováno všech 6 realitních fondů, které působí na tuzemském trhu. Poté již bylo přikročeno k analýze tří nemovitostních SPV držících v majetku nemovitosti, které jsou v portfoliu konkrétního nemovitostního fondu XYZ. Na konci analytické části práce jsem identifikoval problém fondu a ze získaných dat definoval, že z důvodu lepší diverzifikace portfolia fondu je potřeba z fondu prodat nemovitost č.3 a místo ní do fondu nakoupit nemovitost č.5.

U původního složení fondu se při modelaci sníženého nájemného v oblasti prodejen o 20 % snížil hrubý výnos z aktiv na 6,18 %, tedy o 1,40 %, výnos z AUM fondu 5,92 % a čistý výnos fondu po odečtení celkových poplatků dosahoval 3,62 %, nižší o 1,10 %. U nového složení fondu (s výměnou nemovitosti č.3 za novou nemovitost č.5) dosahoval hrubý výnos z aktiv 6,72 %, výnos z AUM fondu 5,09 % a čistý výnos fondu po odečtení celkových poplatků byl 3,89 %, nižší o 0,80 %. Nové složení portfolia vykazuje výkonnost fondu při stávajících podmínkách o 0,03 % nižší, než tomu je při aktuálním složení portfolia fondu. Ovšem v době ekonomické korekce v nejvíce zastoupeném segmentu zaměření pronajimatelných ploch ve fondu o 20% snížení nájemného vykazuje

pokles výkonnosti o 0,30 % nižší změnu z původní hodnoty a výnosnost je tedy u nového složení o 0,27 % vyšší. Tímto můžeme fond považovat za více stabilnější, protože propady v ostatních segmentech jej tolik nezasáhnou a celkové rozložení dle segmentu zaměření pronajimatelných ploch je rovnoměrněji rozloženo. Tímto mohu konstatovat, že po navržené změně v portfoliu je fond případně lépe schopen ustát období ekonomické recese.

Za vlastní přínos diplomové práce považuji skutečnost, že jako zaměstnanec spřízněné společnosti mám možnost vidět denně vývoj fondu XYZ, a jeho fungování zblízka a znám ho od začátku jeho působnosti na trhu, což mi také umožnilo získat od manažerů fondu souhlas se zpracováním finančních výkazů a informací, které byly v práci využity. Souhlas s uveřejněním konkrétního názvu fondu jsem neobdržel, tudíž bylo v práci u názvu fondu uvedeno pouze provizorní označení „Fond XYZ“. Výsledky diplomové práce budou využity managementem nemovitostního fondu jako jedno z doporučení pro budoucí plánované změny v portfoliu fondu.

# SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

## Tištěné zdroje

BACON, Carl R. a Jeffrey D. FISHER. *Practical portfolio performance: measurement and attribution*. 2nd ed. Hoboken, NJ: Wiley, c2008. Wiley finance series. ISBN 04-700-5928-1.

BENJAMIN, J. *Financial law*. Oxford: Oxford University Press, 2007. s. 187-188. ISBN: 0199282935.

BRUEGGEMAN, William B. a Jeffrey D. FISHER. *Real estate finance and investments: real estate investment trusts*. 14th ed. New York: McGraw-Hill Irwin, c2011. McGraw-Hill/Irwin series in finance, insurance, and real estate. ISBN 978-0-07-337733-9.

CÍSAŘ, J.: *Vybrané otázky z trhu nemovitostí*, VŠE, Praha 1996.

JÍLEK, Josef. *Finanční trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, a.s., 2009, 648 s. *Finanční trhy a instituce*. ISBN 978-80-247-1653-4.

KOHOUT, Pavel. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. 6. přepracované vydání Praha: Grada Publishing a.s., 2010, ISBN 978-80247-3315-9.

LIŠKA, Václav a Jan GAZDA. *Kapitálové trhy a kolektivní investování: measurement and attribution*. Praha: Professional Publishing, 2004. 525 s. ISBN 80-86419-63-0.

LOMNICKA, E. *Collective Investment Schemes*. In: BLAIR, M., G. A. WALKER a R. L. PURVES et al. *Financial services law*. 2nd ed. New York: Oxford University Press, 2009. ISBN: 0199564183. s. 873.

MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2. aktualizované a rozšířené vydání Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, ISBN 978-80-86929-70-5.

POLÁCH, Jiří, DRÁBEK, Josef, MERKOVÁ, Martina, POLÁCH, Jiří jr. *Reálné a finanční investice*. Beckova edice ekonomie. 1. vydání. Praha: C.H. Beck, 2012. 280 s. ISBN 978-80-7400-436-0.

REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014. Partners. ISBN 978-80-247-3671-6.

REJNUŠ, Oldřich. *Teorie a praxe obchodování s cennými papíry*. Praha: Computer Press, 2001. 257 s. ISBN 80-7226-571-7.

STEIGAUF, Slavomír. *Fondy: jak vydělávat pomocí fondů*. Praha: Grada, 2003, 191 s. ISBN 80-247-0247-9.

ŠOURKOVÁ, Michaela. *Prostorové a ekonomické aspekty trhu nemovitostí*, 2003. 75 s. Ekonomicko-správní fakulta. Masarykova univerzita. Katedra regionální ekonomie a správy. Vedoucí diplomové práce Žitek V.

## **Elektronické zdroje**

Finance-Management. *Středoevropské centrum pro finance a management: Ukazatele měření výnosnosti*. [online]. © 2019 [cit. 2019-05-08]. Dostupné z: <http://www.finance-management.cz /080vypisPojmu.php?IdPojPass=78>.

Historie kolektivního investování. *Letmý pohled do historie*. [online]. © 2019 [cit. 2019-04-25]. Dostupné z: <https://investice.finance.cz/podilove-fondy/co-jsou-to-podilove-fondy/kolektivni-investovani/>.

KORGEROVÁ, Iva. *Zpráva Raiffeisenbank a České spořitelny*. [online]. © 2018 [cit. 2019-05-03]. Dostupné z: <https://www.finparada.cz/4895-Nemuzete-si-dovolitinvesticni-nemovitost-zkuste-nemovitostni-fondy.aspx>.

Organizace a pravomoci SPV. *Výhody SPV společnosti u developerských projektů*. [online]. © 2018 [cit. 2019-05-07]. Dostupné z: <https://www.officehouse.cz/2018/08/07/vyhody-spv-spolecnosti-u-developerskych-projektu/>.

PATRIA.CZ. *Výhody a nevýhody kolektivního investování do otevřených podílových fondů*. [online]. © 2019 [cit. 2019-05-03]. Dostupné z: <https://www.patria.cz/Others/TextDialog.aspx?textId=Funds.SmallWindowDescription>.

RICHTER, Jan. *Ekonom: Realitní investice už lákají i Čechy*. [online]. © 2019 [cit. 2019-05-05]. Dostupné z: <https://ekonom.ihned.cz/c1-66434080-realitni-investice-uz-lakaji-i-cechy>.

SCHNEIDEROVÁ HERÁLOVÁ, Renáta. *Verlag Dashöfer. Oceňování nemovitostí výnosovým způsobem*. [online]. © 2009 [cit. 2019-05-07]. Dostupné z: [https://www.stavebniklub.cz/33/ocenovani-nemovitosti-vynosovym-zpusobem-uniqueidgOkE4NvrWuOKaQDKuox\\_Z6P9I5JGOuJZOAjUoCP6IWE/](https://www.stavebniklub.cz/33/ocenovani-nemovitosti-vynosovym-zpusobem-uniqueidgOkE4NvrWuOKaQDKuox_Z6P9I5JGOuJZOAjUoCP6IWE/).

TRAXLER, Jan. *Investice do nemovitostí*. [online]. © 2016 [cit. 2019-05-04]. Dostupné z: <https://www.penize.cz/podilove-fondy/318380-investice-do-nemovitosti-misto-bytu-nemovitostni-fond>.

## **Zákony a vyhlášky**

Zákon č.240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech (ZISIF).

Zákon č.189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů (ZKI).

SMĚRNICE EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY 2011/61/EU ze dne 8. června 2011 o správcích alternativních investičních fondů a o změně směrnic 2003/41/ES a 2009/65/ES a nařízení (ES) č. 1060/2009 a (EU) č. 1095/2010.

E-PRAVO.cz. NEVESELÝ, David, KARÁSKOVÁ, Klára. *E-pravo.cz: Nová úprava kolektivního investování* [online]. © 2009 [cit. 2019-05-07]. Dostupné z: <https://www.epravo.cz/top/clanky/nova-uprava-kolektivniho-investovani-93176.html>.

## SEZNAM POUŽITÝCH TABULEK

- Tabulka č. 1: Vztah mezi jednotlivými výnosy
- Tabulka č. 2: Přehled nemovitostních fondů na trhu ČR
- Tabulka č. 3: ČS nemovitostní fond – základní informace
- Tabulka č. 4: ČS nemovitostní fond – poplatky fondu
- Tabulka č. 5: Conseq realitní fond – základní informace
- Tabulka č. 6: Conseq realitní fond – poplatky fondu
- Tabulka č. 7: Fond Realita – základní informace
- Tabulka č. 8: Fond Realita – poplatky fondu
- Tabulka č. 9: ZFP realitní fond – základní informace
- Tabulka č. 10: ZFP realitní fond – poplatky fondu
- Tabulka č. 11: Investika realitní fond – základní informace
- Tabulka č. 12: Investika realitní fond – poplatky fondu
- Tabulka č. 13: CREIF – základní informace
- Tabulka č. 14: CREIF – poplatky fondu
- Tabulka č. 15: Parametry nemovitosti č.1
- Tabulka č. 16: Souhrn dat k nemovitosti č.1
- Tabulka č. 17: Ocenění nemovitosti č.1
- Tabulka č. 18: Parametry nemovitosti č.2
- Tabulka č. 19: Souhrn dat k nemovitosti č.2
- Tabulka č. 20: Ocenění nemovitosti č.2

- Tabulka č. 21: Parametry nemovitosti č.3
- Tabulka č. 22: Souhrn dat k nemovitosti č.3
- Tabulka č. 23: Ocenění nemovitosti č.3
- Tabulka č. 24: Konečný AUM fondu XYZ
- Tabulka č. 25: Výnos fondu XYZ v %
- Tabulka č. 26: Parametry nemovitosti č.4
- Tabulka č. 27: Souhrn dat k nemovitosti č.4
- Tabulka č. 28: Ocenění nemovitosti č.4
- Tabulka č. 29: Parametry nemovitosti č.5
- Tabulka č. 30: Souhrn dat k nemovitosti č.5
- Tabulka č. 31: Ocenění nemovitosti č.5
- Tabulka č. 32: Výpočet majetku fondu (s novou nemovitostí č.4)
- Tabulka č. 33: Výnos fondu (s novou nemovitostí č.4)
- Tabulka č. 34: Výpočet majetku fondu (s novou nemovitostí č.5)
- Tabulka č. 35: Výnos fondu (s novou nemovitostí č.5)
- Tabulka č. 36: Původní výnos fondu (v %)
- Tabulka č. 37: Nově namodelovaný výnos fondu (v %)
- Tabulka č. 38: Rozložení fondu dle nájemního prostoru (s nemovitostí č.5)



## SEZNAM POUŽITÝCH GRAFŮ

Graf č. 1: ČS nemovitostní fond – vývoj kurzu podílového listu 2007-2018

Graf č. 2: Conseq realitní fond – vývoj kurzu podílového listu 2008-2018

Graf č. 3: Fond Realita – vývoj kurzu podílového listu 2010-2018

Graf č. 4: Fond Realita – vývoj ročního výnosu 2009-2018

Graf č. 5: ZFP realitní fond – vývoj kurzu podílového listu 2013-2019

Graf č. 6: ZFP realitní fond – vývoj ročního výnosu 2013-2018

Graf č. 7: Investika realitní fond – vývoj kurzu podílového listu 2015-2018

Graf č. 8: CREIF – vývoj kurzu podílového listu 2016-2019

Graf č. 9: Rozložení fondu dle nájemního prostoru

Graf č. 10: Rozložení nájemního prostoru fondu v % (s novou nemovitostí č.5)