

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra ekonomických teorií



Diplomová práce

Investiční rozhodování v kolektivním investování

Lukáš Toman

© 2016 ČZU v Praze

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou diplomovou práci "Investiční rozhodování v kolektivním investování" jsem vypracoval samostatně pod vedením vedoucí diplomové práce a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou citovány v práci a uvedeny v seznamu použitých zdrojů na konci práce. Jako autor uvedené diplomové práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušil autorská práva třetích osob.

V Praze dne 4. 3. 2016

Poděkování

Rád bych touto cestou poděkoval svým rodičům za důvěru ve mě vloženou. Zvláště bych chtěl poděkovat své matce za vytvoření výborných podmínek pro vznik této práce. Chci také poděkovat své přítelkyni Janě Příbylové za trpělivost ve dnech nikdy nekončící práce. Dále bych chtěl poděkovat své vedoucí práce Ing. Kamile Veselé, PhD. nejen za konzultace, ale především za povzbuzení ve chvíli nejtěžší. V neposlední řadě též děkuji svému nadřízenému Ing. Václavu Tomandlovi za umožnění studia při zaměstnání a to včetně napsání této práce.

Investiční rozhodování v kolektivním investování

Souhrn

Práce se zaměřuje na využití nástrojů kolektivního investování (podílových fondů) pro navržení efektivnějších finančních portfolií deseti reálných investorů. Pro dosažení cílů práce je nezbytné nejprve definovat základní teoretické poznatky spjaté s kolektivním investováním, respektive podílovými fondy (kapitola 2 – Teorie kolektivního investování). Následně je nutné určit, jakým způsobem bude postupováno při vytváření návrhů portfolií. Neméně důležité je též určení podstatných charakteristik investora, které budou ovlivňovat strukturu navrhovaných portfolií (kapitola 3 – Sestavování portfolií). Pro skutečně praktický přínos je poté klíčové vybrat konkrétní podílové fondy, které jsou vhodné pro sestavování navrhovaných portfolií (kapitola 4 – Výběr podílových fondů do portfolií). Stěžejní pasáží celé práce je kapitola 5 – Investiční případy, která zahrnuje deset reálných finančních portfolií. Pro každého investora je navrženo optimální investiční portfolio, které zohledňuje veškeré, o investorovi zjištěné, relevantní informace a u každého případu je též provedeno srovnání současného a navrženého portfolia. Práci shrnuje kapitola 6 – Souhrn investičních případů, ve které jsou diskutovány agregované výsledky z investičních případů v celkem třech oblastech: nejdůležitější ovlivňující charakteristiky investorů, složení portfolií podle tříd aktiv a statistické rozdíly mezi současnými a navrženými portfolii.

Klíčová slova: investice, investiční rozhodování, kolektivní investování, podílový fond, investiční portfolio, alokace aktiv, diverzifikace, charakteristiky investora, investiční horizont, návrh portfolia, výnos, volatilita.

Investment decision-making in collective investment

Summary

The thesis is focused on using instruments of collective investment (mutual funds) for recommendations of more effective financial portfolios of ten real investors. For accomplishing goals of the thesis, firstly it's essential to define basic theoretical knowledge in terms of collective investment or more precisely mutual funds (chapter 2 – Theory of collective investment). Subsequently it's necessary to set how will portfolio recommendations be formulated. It's also important to determine key investors' characteristics, which are going to effect recommendations (chapter 3 – Formulating portfolios). For real contribution it's vital to choose particular mutual funds, which are suitable for recommended portfolios (chapter 4 – Selection of mutual funds). Pivotal part of the thesis is the chapter 5 – Investment cases, which contains ten real financial portfolios. For each investor is recommended an optimal investment portfolio, which takes into account all known relevant information about the investor. For each case a comparison of current and recommended portfolio is created. The thesis is summarized by the chapter 6 – Summary of investment cases, in which a discussion of aggregated results is broken into three areas: the most important investors' characteristics, asset allocation of the portfolios and statistical differences between the current and the recommended portfolios.

Keywords: investment, investment decision-making, collective investment, mutual fund, investment portfolio, asset allocation, diversification, investor's characteristics, investment horizon, portfolio recommendation, yield, volatility.

Obsah

Úvod.....	12
1. Cíle práce a metodika	13
1.1. Cíle práce	13
1.2. Metodika	14
2. Teorie kolektivního investování.....	16
2.1. Kolektivní investování	16
2.1.1. Podílový fond	17
2.1.2. Informace o podílovém fondu	17
2.2. Druhy podílových fondů podle strategie	20
2.3. Analýza podílových fondů	23
2.3.1. Investiční strategie	23
2.3.2. Počet pozic.....	23
2.3.3. Měnové zajištění.....	24
2.3.4. Benchmark.....	24
2.3.5. Náklady.....	25
2.3.6. Rating	26
2.3.7. Statistická analýza	27
2.4. Investiční alternativy k podílovým fondům.....	30
2.4.1. Investiční životní pojištění	30
2.4.2. Strukturované dluhopisy.....	31
2.4.3. ETF.....	32
3. Sestavování portfolií.....	34
3.1. Alokace aktiv	34
3.1.1. Akcie x dluhopisy.....	34

3.1.2. Akcie.....	37
3.1.3. Podstatné charakteristiky investora	38
3.2. Porovnání portfolií.....	39
4. Výběr podílových fondů do portfolií.....	41
4.1. Akciové fondy zaměřené na Evropu.....	42
4.2. Akciové fondy zaměřené na USA.....	44
4.3. Akciové fondy zaměřené na rozvíjející se trhy.....	46
4.4. Dluhopisové fondy	47
5. Investiční případy.....	51
5.1. Investor A.....	51
5.1.1. Základní charakteristiky investora	51
5.1.2. Současné portfolio	52
5.1.3. Navržené portfolio.....	53
5.1.4. Srovnání portfolií.....	54
5.2. Investor B.....	56
5.2.1. Základní charakteristiky investora	56
5.2.2. Současné portfolio	57
5.2.3. Navržené portfolio.....	59
5.2.4. Srovnání portfolií.....	61
5.3. Investor C.....	62
5.3.1. Základní charakteristiky investora	62
5.3.2. Současné portfolio	63
5.3.3. Navržené portfolio.....	64
5.3.4. Srovnání portfolií.....	66
5.4. Investor D.....	67
5.4.1. Základní charakteristiky investora	67

5.4.2. Současné portfolio	68
5.4.3. Navržené portfolio	69
5.4.4. Srovnání portfolií.....	70
5.5. Investor E.....	71
5.5.1. Základní charakteristiky investora	71
5.5.2. Současné portfolio	71
5.5.3. Navržené portfolio	72
5.5.4. Srovnání portfolií.....	73
5.6. Investor F	74
5.6.1. Základní charakteristiky investora	74
5.6.2. Současné portfolio	75
5.6.3. Navržené portfolio	75
5.6.4. Srovnání portfolií.....	76
5.7. Investor G	77
5.7.1. Základní charakteristiky investora	77
5.7.2. Současné portfolio	78
5.7.3. Navržené portfolio	78
5.7.4. Srovnání portfolií.....	79
5.8. Investor H	80
5.8.1. Základní charakteristiky investora	80
5.8.2. Současné portfolio	81
5.8.3. Navržené portfolio	81
5.8.4. Srovnání portfolií.....	82
5.9. Investor I.....	84
5.9.1. Základní charakteristiky investora	84
5.9.2. Současné portfolio	84

5.9.3. Navržené portfolio	85
5.9.4. Srovnání portfolií.....	86
5.10. Investor J.....	87
5.10.1. Základní charakteristiky investora	87
5.10.2. Současné portfolio	88
5.10.3. Navržené portfolio	88
5.10.4. Srovnání portfolií.....	89
6. Souhrn investičních případů	91
6.1. Charakteristiky investorů	91
6.1.1. Investiční horizont	91
6.1.2. Zkušenost s akciemi	92
6.1.3. Ostatní charakteristiky	92
6.2. Složení portfolií.....	94
6.2.1. Využití vybraných osmi fondů	95
6.3. Statistické srovnání	96
Závěr	98
Seznamy.....	100
Seznam použitých zkratk.....	100
Seznam grafů	101
Seznam tabulek.....	101
Seznam použité tištěné literatury	102
Seznam použitých elektronických zdrojů	103
Seznam příloh	109
Přílohy	111

Úvod

Kolektivní investování. Pro jednoho je to způsob, jakým ochránit peníze před inflací, pro druhého nástroj, díky kterému je složené úročení mnohem více než jen nehmatatelná teoretická poučka, pro třetího spíše sprosté slovo, které je lepší neslyšet a pro čtvrtého jeden z nejlepších způsobů jak vydělat peníze. S pojmy jako kolektivní investování, podílový fond, dluhopisy, investice do akcií firem, se každopádně setkává čím dál více lidí, klientů bank, pojišťoven či finančních poradců.

Kolektivní investování se v posledních desetiletích stává čím dál více vyhledávaným nástrojem pro zhodnocování volných prostředků, který je dostupný a v základním principu dostatečně jednoduchým skutečně pro každého. Svou jednoduchostí se dostává do povědomí běžných lidí, kteří třeba nemají ekonomické vzdělání, nemusí možná znát ani vzorec pro výpočet složeného úročení, ale zajímají se o to, jak si zajistit lepší budoucnost. Chtějí výhodnější úročení, než jim poskytne jejich spořicí účet. Přejí si umožnit svým dětem studium na vysoké škole. Nechtějí se spoléhat jen na stát, že jim zajistí rozumné dožití v důchodovém věku. Touží po tom zažít svou vysněnou cestu kolem světa, ale přitom jejich příjmy jsou průměrné. To vše a mnohem více se dá pomocí kolektivního investování zařídit, stačí se držet alespoň základních doporučení.

A právě dodržování základních principů investování je pro drtivou většinu investorů nadlidský úkol. Investiční zprostředkovatelé se opravdu o své zaměstnání nemusí bát na hodně (desítek) let, protože základní pojmy jako výnos do splatnosti, durace či volatilita jsou „k ničemu“, vzhledem k tomu, že možná 95% investorů není schopno si ani kvalitně stanovit investiční horizont, nebo si snad dokonce zajistit vhodnou diverzifikaci portfolia. A přitom tyto základní principy investování jsou neměnné a známé desítky let. Co naplat, když nejúčinnějším prodejním materiálem je ukazatel historické výkonnosti, na jehož základě si investor klidně i dnes nakoupí podílový fond zaměřený na české státní dluhopisy, protože vždyť přeci vydělal za posledních 5 let 25%.

Práce nemá ambice okamžitě změnit myšlení investorů, na to je třeba čas a vzdělávat, vzdělávat a ještě jednou vzdělávat. Má však ambice ukázat, jak vypadají a jak by mohly vypadat finanční portfolia reálných investorů při dodržení základních principů alokace aktiv.

1. Cíle práce a metodika

1.1. Cíle práce

Hlavním cílem práce je navrhnout investiční portfolia pro reálné investory a především následně komplexně porovnat tato sestavená portfolia s portfolií, která investoři drží v současné chvíli.

Základním stavebním kamenem pro práci jsou tedy současná finanční portfolia celkem deseti reálných českých investorů, kteří již dnes aktivně investují na finančních trzích a mají značnou část svých finančních prostředků umístěnou do jiných nástrojů, než jsou běžný a spořicí účet či termínovaný vklad.

Jedním z postupných cílů práce je pro každého takového investora navrhnout vhodné investiční portfolio. Takové portfolio však musí být uzpůsobeno každému investorovi zvlášť, jelikož každý jednotlivý investor je unikátní kombinací věku, vzdělání (v našem případě především finančního), investičních zkušeností, majetku, cílů, přání a dalších vlastností. Proto je také důležité stanovit klíčové parametry, které obecně ovlivňují navržení portfolií a tyto parametry brát do úvahy u jednotlivých návrhů. Tyto parametry pak dávají základ pro rozhodování především o správné alokaci aktiv (v nejzákladnější podobě dluhopisy a akcie), která je v podstatě alfou a omegou správného nastavení portfolia.

Navržená portfolia kromě běžných bankovních produktů (běžný účet, spořicí účet) a současných investičních produktů investorů budou obsahovat již jen otevřené podílové fondy, které jsou dostupné českým investorům. Proč tomu tak je a proč nebudou využity například v poslední době neustále populárnější ETF¹ či jiné nástroje jsou dalšími důležitými otázkami, na které práce odpovídá.

Nicméně i u podílových fondů se rozhodně dá použít univerzální pořekadlo „není fond jako fond“. I podobně zaměřené podílové fondy nebudou pro investora nikdy nést stejný výnos, je tedy jen logické, že krátkodobě i dlouhodobě budou existovat fondy, kterým se bude dařit více, a kterým se bude dařit méně. Jedním z cílů práce tak je také specifikování

¹ ETF, neboli Exchange Traded Fund, je věnována kapitola 3.4.3.

vhodných parametrů, na základě kterých je možné jednotlivé podobně zaměřené fondy mezi sebou objektivně porovnat a toto srovnání také provést. Výsledkem této části práce je vybrání konkrétních podílových fondů, které budou použity pro navržená portfolia.

Po návržení každého jednotlivého portfolia následuje vždy srovnání s aktuálně drženým portfoliem investora a krátká diskuze ohledně klíčových rozdílů, které jsou i kvantifikované vybranými vhodnými veličinami. Celkovým cílem pak je navazující porovnání agregovaných současných a navržených portfolií a především diskuze na základě zjištěných skutečností. Základem konečného srovnání však není čistě statistická kvantifikace případného rozdílu, nicméně vyvození praktických závěrů z takového porovnání.

1.2. Metodika

Pro teoretickou část jsou využity především tištěné zdroje uvedené v seznamu použité bibliografie včetně aktuálních znění relevantních zákonů. Teoretická část se zabývá pouze oblastmi, které jsou klíčové pro část praktickou. V první části nechybí základní definování kolektivního investování a stanovení základních zdrojů informací o podílových fondech.

V druhé části teoretické přípravy jsou popsány základní druhy otevřených podílových fondů jak z pohledu tříd aktiv, tak z pohledu speciálních forem podílových fondů, se kterými se běžný investor může na českém trhu setkat.

Ve třetí části teorie jsou popsány klíčové prvky nezbytně nutné pro základní analýzu podílových fondů, které jsou navíc velmi často používány v dalších částech práce. V poslední teoretické části jsou krátce popsány investiční alternativy, se kterými se investor může setkat (a které jsou součástí současných portfolií investorů v investičních případech). Více pozornosti je věnováno ETF, přestože se tento investiční nástroj v dalších částech práce již neobjevuje.

První část praktické části je pojata jako příprava pro stěžejní část celé práce – sestavování investičních portfolií. Napřed je nezbytné definování základních principů, jak při navrhování portfolií postupovat. Značná pozornost je věnována především klíčovému rozhodování o alokačním poměru akcií a dluhopisů v portfoliu. Definovány jsou také

podstatné charakteristiky investora, které je třeba sledovat, aby bylo možné navrhnout vhodná portfolia.

Druhou částí je analýza nabídky podílových fondů na českém trhu a vybrání vhodných podílových fondů, které budou využívány v následné kapitole při vytváření portfolií. V úvahu jsou vzaty výhradně podílové fondy dostupné v České republice, které jsou zajištěné do české koruny. Konkrétní podílové fondy jsou vybrány v celkem čtyřech kategoriích – fondy zaměřené na evropské akcie, na americké akcie, na akcie rozvíjejících se trhů a dluhopisové fondy. Důležité je sestavení jednotlivých srovnávacích tabulek s analytickými údaji o podílových fondech, na základě kterých je proveden výběr nejvhodnější podílových fondů. Porovnávají jsou pouze ty fondy, které o vlastní činnosti poskytují dostatečné množství informací, především statistické charakteristiky vývoje jejich hodnoty.

Následuje nejrozsáhlejší část práce, která se věnuje navrhování vhodných investičních portfolií pro deset anonymních reálných investorů. Každý investiční případ je řešen ve čtyřech krocích – definování klíčových charakteristik investora, analýzy současného portfolia, navržení a popsání sestaveného portfolia a kvantifikované srovnání obou portfolií.

Stěžejní částí celé práce je pak celkový souhrn investičních případů a diskuze ohledně zjištěných skutečností. Kapitola obsahuje, na základě zjištění z investičních případů, znovu definování nejdůležitějších charakteristik investorů, a jak ovlivnily nastavení portfolií. Dále je porovnáno, z jakých podílových fondů jsou v průměru tvořena současná a navržená portfolia a na závěr jsou tato průměrná portfolia ještě statisticky porovnána.

2. Teorie kolektivního investování

Historie vzniku kolektivního investování se datuje až do 18. století, kdy byl v Nizozemí v roce 1774 založen fond Eendragt Maakt Magt. Název fondu by se dal přeložit jako „V jednotě je síla“ a odkazoval tak na základní princip kolektivního investování, kterým je sdružování investorů, aby si mohli dovolit finančně větší investice, než by mohli uskutečnit samostatně. Fond byl dostupný i drobným investorům a poskytl jim na danou dobu nevídané možnosti investování do dluhopisů zahraničních států a bank a do úvěrů na plantáže, což je další z typických rysů kolektivního investování – díky sdružení většího množství prostředků mohou investoři zhodnocovat peníze na jinak pro ně nedostupných trzích. Tyto a další typické vlastnosti kolektivního investování investoři využívají již déle než 240 let.

2.1. Kolektivní investování

„Kolektivní investování je podnikáním spočívajícím ve shromažďování peněžních prostředků od veřejnosti, v jejich následném investování na principu rozložení rizika a ve správě takto vytvořeného portfolia přísně regulovanými specializovanými institucemi. Je významné nejen pro drobné investory, ale i pro ekonomiku státu.“²

A právě pro drobné investory představuje kolektivní investování jednu ze základních investičních možností s celou řadou výhod. Základní motivem pro využívání kolektivního investování je dosažení vyššího zhodnocení než na bankovních depozitech. Díky jednomu podílovému fondu může investor diverzifikovat své prostředky do stovek různých cenných papírů, k tomu na trzích jinak běžně nedostupných, navíc prostředky může mít zpátky na svém běžném účtu už i za tři pracovní dny. Kromě toho je tato možnost dostupná opravdu pro každého, jelikož stačí i pouhá pětistovka měsíčně. Navíc ve prospěch investorů je formulována i česká legislativa z pohledu (ne)zdaňování dlouhodobějších výnosů.

² REJNUŠ, O., *Finanční trhy*, s. 110

2.1.1. Podílový fond

Když se řekne běžně užívaný termín „podílový fond“, tak po právní stránce se většinou jedná o investiční fond, skupina fond kolektivního investování, podskupina standardní³ (a ještě lze odlišit, jestli je to fond otevřený, nebo uzavřený). Může se jednat buď o právnickou osobu, která kolektivně sdružuje její akcionáře, nebo se může jednat skutečně o podílový fond, který vydává a odkupuje podílové listy, které představují podíl podílníka na majetku podílového fondu.

Český investor se pak nejčastěji setká s variantou **Otevřený podílový fond (OPF)**. Ten se vyznačuje především tím, že má neustále proměnlivý počet vydaných podílových listů. OPF totiž může emitovat neomezeně podílových listů. V praxi tedy investor za své zaslané peníze výměnou získá počet podílových listů, které určují jeho podíl na celkovém majetku fondu, tzv. NAV (= Net Asset Value, čistá hodnota aktiv).

OPF tak průběžně vydává podílové listy pro nové investory a zároveň odkupuje podílové listy od současných investorů, kteří již nechtějí podílové listy držet. Likvidita je pro investory ošetřena dokonce přímo v zákoně a tak typický podílový fond má dva týdny na odkup podílových listů od investora.

2.1.2. Informace o podílovém fondu

Každý investor, který uvažuje o tom, že by investoval své prostředky prostřednictvím podílových fondů, by se měl seznámit s tím, jak jím vybrané jednotlivé fondy investují. K tomuto účelu pak podílové fondy pravidelně vytvářejí několik základních materiálů.

(1) Statut

Statut fondu (někdy označovaný také jako prospekt) je obecně základním dokumentem, se kterým by se pravděpodobně každý investor měl seznámit před tím, než do fondu vloží prostředky. Problémem však je, že takový statut fondu nemá většinou méně než 20 stránek a v praxi tento dokument téměř nikdo nečte. Ještě horší situace je u tzv. SICAV fondů⁴,

³ Fondy „standardní“ jsou sjednocené podle evropského práva a musí splňovat určité náležitosti. Například do cenného papíru jednoho emitenta mohou investovat maximálně 5% portfolia, přičemž výjimku tvoří maximálně 4 cenné papíry, které mohou mít zastoupení každý 10% v portfoliu (tzn., že například akciový fond musí držet minimálně 16 pozic v portfoliu).

⁴ V zásadě se jedná o legislativní strukturu (využívá například fond Pioneer Funds), která umožňuje relativně jednoduše vytvářet tzv. podfondy (například podfond Top European Players), které reprezentují jednotlivé investiční strategie. Pro běžného investora označení fond či podfond nemá praktický význam.

které vytvářejí jeden statut pro všechny své podfondy najednou, to se pak jedná i o více jak stostránkové dokumenty. Naprosto esenciální informací ve statutu je jednoznačně definovaná investiční strategie fondu.

(2) KIID

Key Investor Information Document. Sdělení klíčových informací (pro investora). Základními prvky KIID jsou opět vymezení strategie, specifikace benchmarku, pokud ho fond využívá, dále musí být uvedeno případné měnové zajištění, musí být zobrazena historická výkonnost včetně srovnání s benchmarkem a další náležitosti. Pro běžného investora je pravděpodobně nejdůležitější unikátní informací v tomto dokumentu poplatek za správu (v angličtině ongoing charges, v češtině se vyskytuje více variant překladů), který není vždy uváděn v měsíční zprávě.

(3) Výroční, pololetní zpráva

Výroční, respektive pololetní zpráva může být pro investora zajímavá především ze dvou podstatných důvodů – zaprvé je to způsob, jak se dozvědět opravdu přesné složení portfolia daného fondu (samozřejmě vždy se značným časovým zpožděním) a zadruhé je to často jediný zdroj dat, ze kterého se dají alespoň odhadnout transakční náklady (náklady z obrátkovosti portfolia), jelikož tato informace bohužel není fondy prakticky vůbec uváděná a přitom se může jednat o značné dodatečné náklady pro investora.

(4) Měsíční zpráva

Jednoznačně nejjednodušším, nejužitečnějším a přitom relativně komplexním dokumentem jsou měsíční zprávy o vývoji fondů (v angličtině nejčastěji factsheet). Pro každého investora je měsíční zpráva tzv. „must-read“ dokumentem. Ze zákona mají fondy povinnost každý měsíc zveřejňovat údaj o skladbě majetku fondu k poslednímu dni měsíce. Většina investičních společností to řeší právě formou měsíčních zpráv. Skutečně seriózní investiční společnosti, naštěstí pro investora, zveřejňují výrazně více informací, než jim ukládá zákon.

Investor se tak z měsíční zprávy často dozví klíčové informace jako:

- Informace o poplatcích (poplatek za správu, případně alespoň manažerský poplatek);
- Měnové zajištění, případně měnové expozice fondu;
- Benchmark fondu;
- Počet pozic;
- Alokace aktiv z pohledu akcií, dluhopisů a hotovosti;
- Top 5 (10) pozic fondu;
- Rozdělení portfolia podle ekonomických sektorů;
- Geografické rozdělení portfolia;
- Průměrný rating (u dluhopisových fondů);
- Několik klíčových statistických údajů.

Pokud některý z těchto údajů v měsíční zprávě chybí a není ho možno snadno dohledat v jiných materiálech fondu, tak je možná lepší se podívat po jiném podobně zaměřeném fondu, o kterém bude mít investor více informací. V České republice je bolestivým faktem, že u dvou největších bankovních zprostředkovatelů se investor dozví velmi málo informací. Fondy České spořitelny neuvádějí klíčové statistické údaje, zatímco u ČSOB dokonce není k nalezení ani samotná měsíční zpráva. Je pochopitelné, že statistické údaje průměrného investora příliš nezajímají (jestli vůbec), nicméně u edukovaných investorů mohou hrát zásadní roli. Tento nedostatek informací o fondech způsobil, že fondy těchto dvou, v Čechách významných institucí, nejsou zahrnuty do rozhodování o vhodných fondech pro investory v kapitole 5 této práce.

2.2. Druhy podílových fondů podle strategie

Tato kapitola obsahuje základní členění podílových fondů podle zvolené strategie, jakou fondy investují prostředky podílníků. Jedná se o výčet nejčastějších označení podílových fondů buď podle aktiv, do kterých převážně investují, nebo podle specifické struktury, kterou se daný typ fondů vyznačuje.

(1) Dluhopisové fondy

Dluhopisové fondy trvale investují minimálně 80% spravovaných aktiv do dluhových cenných papírů⁵. Dluhopisové fondy mají na českém trhu dlouhodobě největší zastoupení⁶. Dluhopisové fondy se nejčastěji dále dělí na fondy státních dluhopisů a fondy firemních dluhopisů. Speciální kategorií jsou fondy tzv. high yield bondů (dluhopisy s vysokým výnosem, junk bonds), které se vyznačují převažujícím podílem dluhopisů neinvestičního stupně, tzn. s ratingem BB+ (resp. Ba1) a horším.

V dnešní době jsou dluhopisové fondy často ještě větším tématem než jakýkoliv jiný druh fondů, jelikož se nacházejí ve velmi složité situaci. Na trzích, především v Evropě, je obecně přebytek likvidity, a tak se děje něco dříve nemyslitelného, existuje totiž již celá řada států, kterým investoři platí za to, že si mohou koupit jejich dluh (Švýcarsko, Německo, ČR). To ale způsobuje také odliv skupiny investorů hledající vyšší výnos, což zapříčinilo například to, že firemní dluhopisy se staly „novým standardem“, který generuje cash flow. Někteří investoři jdou dokonce ještě dál až k dividendovým akciím, přitom se však tímto směrem výrazně navyšuje rozkolísanost investice.

Fondy peněžního trhu

Fondy peněžního trhu investují do dluhových cenných papírů s velmi krátkou dobou splatnosti, typicky státní pokladniční poukázky. V dnešní době historicky nízkých úrokových sazeb, především v Evropě, fondy peněžního trhu nemají v investičních portfoliích své místo, jelikož spořicí účty paradoxně poskytují běžně vyšší výnos dokonce i než dlouhodobé natož krátkodobé státní dluhopisy.

⁵ Metodika klasifikace fondů závazná pro členy AKAT, AKAT ČR [online]

⁶ Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2014, Ministerstvo financí České republiky [online]

(2) Akciové fondy

Když se řekne podílový fond, tak dost lidí si tato dvě slova spojí primárně právě s akciemi. Jedná se o velmi zajímavý jev, zvláště když se vezme v úvahu, že v akciových podílových fondech Češi mají investováno méně než 1/6 všech prostředků, které mají ve fondech⁷. Každopádně existuje celá řada podskupin akciových fondů, přičemž pro investora mají největší význam podskupiny jako dividendové fondy či fondy zaměřené na firmy podle specifické tržní kapitalizace⁸ - large cap společnosti (také tzv. „blue chip“, nad 10 mld. USD – americký dolar), mid cap (2-10 mld. USD) a small cap společnosti (do 2 mld. USD).

Dividendové fondy

Dividendové fondy jsou přesněji podskupinou akciových podílových fondů, která je hlavně zaměřená na akcie s vysokou dlouhodobou dividendou a má za cíl vyplácet podílníkům pravidelné cash flow. Typickými odvětvími jsou finanční sektor, telekomunikace či některé automobilky (například Daimler). Takové fondy získávají cash flow právě z dividend a dost často další příjmy generují z obchodování s opcemi na akcie. Investor se většinou může rozhodnout, jestli chce dividendy reinvestovat, nebo vyplácet na běžný účet.

(3) Smíšené fondy

Jako smíšené fondy se zjednodušeně dají označit všechny fondy, které nezapadají do některé ze specifitějších kategorií a podíl dluhopisové a akciové složky se pohybuje od 20% do 80% celkových aktiv. Často se jedná o tzv. multi-asset fondy, které mají ve statutu velmi flexibilně nastaveny investiční limity a jejich cílem je díky důkladné analýze a aktivnímu přístupu využívat maximum možných investičních příležitostí na trhu.

(4) Komoditní fondy

Komoditní fondy se většinou zaměřují na nejvýznamnější nerostné suroviny na světě v čele se zlatem či ropou, nicméně není výjimkou i zahrnutí zemědělských produktů jako je pšenice, káva či živočišné produkty – například hovězí maso. V poslední době zájem o komoditní fondy spíše opadá především kvůli propadu cen a faktu, že komodity

⁷ Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2014, *Ministerstvo financí České republiky* [online]

⁸ Tržní kapitalizace = počet akcií krát cena akcie

poskytují pouze kapitálové zhodnocení, žádný pravidelný výnos, a to při velmi vysoké volatilitě.

(5) Nemovitostní fondy

Nemovitostní fondy kupují a spravují téměř výhradně komerční nemovitosti, od kterých si slibují pravidelné nájemné a dlouhodobé zvyšování hodnoty. Nemovitostní fondy samozřejmě mohou přinášet dodatečný poměrně málo korelovaný výnos s dluhopisy či s akciemi, nicméně i vzhledem k tomu, že nemovitostní fondy jsou méně likvidní než klasické podílové fondy (navíc kvůli ochraně investice mohou i zamezit odkupy až na dva roky), tak by měly zaujímat maximálně jednotky procent prostředků v portfoliu.

(6) Zajištěné fondy

Nejčastěji se jedná o fondy na přesně definovaném časovém horizontu, u kterých vytvářející instituce (v tuzemsku je jednoznačně nejaktivnější ČSOB) garantuje podílníkům určitou minimální hranici vrácení prostředků. Investor se tak může setkat s fondy se 100% zajištěním, 95% nebo dokonce 90% zajištěním vkladu. Zajištěné fondy mohou mít své opodstatnění pro konzervativní klienty, nicméně investor za zajištění platí omezeným výnosem a často by pro něj byla vhodnější „nezajištěná“ varianta.

Důkazem omezeného výnosu budiž statistika výnosů 274 zajištěných fondů ČSOB vytvořených od roku 2000 se splatností nejpozději v roce 2014⁹. Celkově se jednalo o fondy s průměrnou splatností 4,46 let, a průměrný anualizovaný výnos byl 1,54% p. a.

(7) Fondy Fondů

Název je poměrně výmluvný, jedná se o fondy, které investují do jiných podílových fondů. Strategie spočívá ve vybrání nejlepších fondů či ETF od různých investičních správců, nicméně za tento výběr investor platí poplatky často srovnatelné i s běžným akciovým či dluhopisovým fondem.

Fondy fondů jsou rozumnou volbou pro investora, který chce co nejjednodušeji zajistit maximální diverzifikaci svých prostředků či nemá dostatek prostředků pro investici například do 4 samostatných fondů. Pro všechny ostatní se jedná spíše o strukturu s vysokými náklady bez větší přidané hodnoty.

⁹ Výsledky zajištěných a strukturovaných fondů, ČSOB [online]

(8) Fondy životního cyklu

Principem fondů životního cyklu je nastavení investičního horizontu a fond samotný pak „zajistí“, aby prostředky investorů s blížícím se koncem jejich horizontu byly zainvestovány čím dál více konzervativně a nedošlo tak k výrazným výkyvům na konci investice. Fondy životního cyklu jsou primárně využitelné pro pravidelné měsíční investice, a proto své využití v této práci nenaleznou.

2.3. Analýza podílových fondů

Tato kapitola nabízí přehled klíčových pojmů, které jsou specifické pro oblast investování, zvláště pak pro podílové fondy. Neznalost těchto klíčových pojmů velmi ztěžuje, ne-li znemožňuje, efektivní výběr konkrétních podílových fondů pro investora.

2.3.1. Investiční strategie

Investiční strategie je naprosto esenciální pro pochopení základního zaměření každého podílového fondu. V praxi je možné se setkat s různými mírami specifikace investiční strategie, nicméně ve většině případů se dá z formulace strategie získat alespoň některé základní informace.

Přímo z investiční strategie může investor získat například informace, do jak velkých firem fond investuje (large, mid, small cap), v jakém regionu se angažuje, jestli management preferuje zaměření na konkrétní sektor/sektory, případně jestli je obecnou strategií široká diverzifikace, nebo spíše koncentrované portfolio.

Investiční strategie je vždy definovaná ve statutu fondu. Překvapujícím zjištěním však může být, že některé fondy nemají shodně definovanou investiční strategii ve statutu, v KIID a měsíční zprávě, proto nejspolehlivějším zdrojem rozhodně zůstává statut fondu.

2.3.2. Počet pozic

Jednoduché číslo, které investorovi neřekne, jestli je fond dobrý nebo ne, ale dá mu základní vodítko k identifikování strategie fondu (pokud není dostatečně specifikována ve statutu), případně může investora upozornit na rizika, pokud by toto číslo bylo příliš nízké.

U akciových fondů zaměřené na „blue chip“ akcie se počet pozic nejčastěji pohybuje od 60 do 80 akcií, při hodnotě pod 50 se jedná o koncentrovanější portfolio, hodnota nad 100 zase dává předpoklad spíše rozmělněnému portfolio. Příkladem opravdu velké koncentrovanosti je fond ISČS Top Stock s 25 pozicemi. U dluhopisových fondů alespoň kontinentálně zaměřených je standardní rozmezí v jednotkách stovek - přibližně 300 až 500 pozic.

2.3.3. Měnové zajištění

Obecně se dá říci, že měnové zajištění je na českém investičním trhu často velmi podceňovanou záležitostí, přitom pohyb měnových kurzů může výrazně ovlivnit výnos investorovy investice. Samozřejmě i měnové zajištění jsou nákladem pro investora, nicméně v rámci podílového fondu se jedná o relativně levné a především pro každého dostupné řešení.

Obecně je měnové zajištění do domácí měny investora naprosto klíčové u krátkodobějších strategických investic (typicky dluhopisové investice s horizontem 3, 4 roky). S delším časovým horizontem význam měnového zajištění postupně klesá, jelikož samotná výkonnost investice má dlouhodobě větší váhu než pohyb měnových kurzů. Nicméně pokud má investor CZK (česká koruna) a chce investovat do fondu vedeného v USD, musí počítat s bid-offer spreadem (tj. rozdílem mezi aktuální nákupní a prodejní cenou) na měnovém páru CZK/USD, který standardně na českém bankovním trhu dosahuje 2% při jedné směně, to znamená celkové náklady na směnu měny 4% při obousměrné operaci.

U podílových fondů si však investor musí dát velký pozor, jestli se jedná o podílový fond zajištěný do české koruny, nebo jestli je fond denominovaný do české koruny. Denominovaný fond umožňuje vedení investice v CZK, nicméně měnové riziko je podstupováno. Proto informaci o zajištění musí investor hledat v měsíční zprávě či v KIID, případně dobrým znamením měnového zajištění je zkratka „HDG“ (tzn. „hedged“, v tomto kontextu se dá přeložit jako „zajištěno“) přímo v názvu fondu.

2.3.4. Benchmark

Benchmark je referenční index fondu. Pokud si fond sám stanoví benchmark, tak cílem fondu je na dlouhodobém horizontu benchmark překonat a tím přinést svým podílníkům nadvýnos. Jedním z nejznámějších akciových indexů na světě je S&P 500, který zahrnuje

500 největších amerických společností. Tento index je pravděpodobně nejčastěji používaným benchmarkem na světě, jelikož je vhodný pro obecně zaměřené fondy na americké akcie. Dalšími známými benchmarky jsou akciové indexy z rodiny MSCI – MSCI World (nejvyspělejší země světa), MSCI ACWI (tzn. All Country World Index), MSCI Europe či MSCI Emerging Markets.

2.3.5. Náklady

Jedním z nejdůležitějších parametrů fondů je celková nákladovost fondu. Vzhledem k tomu, že podílové fondy se hodí i pro velmi dlouhodobé investice, tak každá desetina procenta navíc v nákladovosti se v dlouhém horizontu výrazně projeví. Samozřejmě neplatí, že ten nejlevnější fond je nejlepší, nicméně případná vyšší nákladovost by měla být kompenzována vyšší přidanou hodnotou fondu.

(1) Vstupní/výstupní poplatek

Nejviditelnějším poplatkem pro investora je vstupní poplatek, jelikož takový poplatek je investorovi stržen v okamžiku nákupu podílových listů z investované částky. Vstupní poplatek se pohybuje v Čechách od 0 do 5% z investované částky, přičemž nejvyšší poplatky jsou zpravidla u akciových fondů.

Podobně je případně účtován při odkupu podílových listů výstupní poplatek. Většinou je nejvyšší na začátku investice a postupně klesá až na nulu. Často je navázaný na minimální doporučený investiční horizont, aby motivoval investory dodržovat právě alespoň minimální investiční horizont. Není zvykem účtovat zároveň vstupní i výstupní poplatek, i když to není nelegální. V praxi naprosto jednoznačně převažují fondy pouze se vstupním poplatkem, tzn. s nulovým výstupním poplatkem.

(2) Management fee

Manažerský poplatek, poplatek za obhospodařování, management fee – všechno označení téhož poplatku. Management fee je průběžně placený poplatek z celkového objemu aktiv investora v daném podílovém fondu. Manažerský poplatek ve výši 1% znamená, že investor zaplatí z každé investované stokoruny 1 korunu za rok bez ohledu na vývoj hodnoty fondu. Manažerský poplatek je odměna investiční společnosti za to, že se profesionálně stará o svěřené prostředky. Běžně se manažerský poplatek pohybuje od 0,5% do 1% u dluhopisových fondů a od 1,2% do 1,7% u akciových fondů.

(3) Výkonnostní poplatek

Nad rámec manažerského poplatku si správcovská společnost může účtovat ještě výkonnostní poplatek v případě, že fond dosáhne dobrého zhodnocení. Tento poplatek se většinou pohybuje od 7% do 20% ze základu. Základ se teoreticky může počítat hned několika různými způsoby, nicméně v zásadě jediným férovým způsobem stanovení základu je spočítání rozdílu výkonnosti daného fondu oproti jeho benchmarku, přičemž však bude výkonnostní poplatek naúčtován pouze v tom případě, že cena podílového listu dosáhla nového historického maxima.

(4) Ongoing charges figure (OCF)

Nejčastěji je ongoing charges figure překládáno jako poplatek za správu, v češtině však toto spojení může označovat i management fee. Do OCF jsou kromě manažerského poplatku zahrnuty zejména poplatky depozitáři, náklady na audit, náklady na marketing, administrativní náklady. Do OCF nejsou zahrnuty výkonnostní poplatky a především transakční náklady. V dnešní době se investor může stále setkat s dříve používaným termínem Total Expense Ratio (TER), které jsou totožné s OCF, ale se zahrnutím výkonnostní odměny.

Velikost OCF mají povinnost podílové fondy uvádět ve svém KIID. Většina fondů OCF uvádí i ve své měsíční zprávě. Pro investora je důležité v zásadě nedbat na manažerský poplatek, ale když srovnává fondy, tak porovnávat nákladovost podle OCF, což je mnohem více vypovídací parametr a také je to parametr většinou výrazně vyšší než management fee. Běžná výše ongoing charges u dluhopisových fondů je 1%-1,7% a u akciových fondů 1,8%-2,3%.

2.3.6. Rating

Rating od ratingové agentury je v zásadě určení pravděpodobnosti s jakou je daný emitent (stát, firma) schopen dostát svým dluhopisovým závazkům. Rating je základním ukazatelem kreditního rizika dluhopisů, proto je jedním z klíčových ukazatelů při rozhodování o investici do dluhopisových podílových fondů.

Nejvýznamnější dělicí čarou z pohledu určení rizikovosti je rozdělení ratingů na dvě základní pásma – investiční stupeň (investment grade) a neinvestiční stupeň

(non-investment grade), také nazývané high yield dluhopisy či junk bondy. Pro stupně ratingu tří nejvýznamnějších agentur viz Příloha A.

2.3.7. Statistická analýza

U většiny globálně působících správců aktiv nalezne investor v měsíčních zprávách jejich fondů velmi důležitou kolonku nazvanou například analýza rizik či jednoduše statistika. Údaje v této části mohou edukovanému investorovi poskytnout neocenitelné informace pro jeho investiční rozhodnutí a tyto informace o fondech jsou základem pro analýzu konkrétních podílových fondů v kapitole 5 - Výběr podílových fondů do portfolia.

(1) Volatilita

Volatilita, rozkolísanost. Jedná se o statistickou veličinu směrodatná odchylka, což je odmocnina rozptylu souboru dat. Velmi často je používán z určitého pohledu zavádějící termín riziko. Pokud by měl být používán termín riziko, tak volatilita je ukazatel krátkodobého rizika. Naopak na velmi dlouhém horizontu pravděpodobnost ztráty investice s volatilitou v podstatě vůbec nesouvisí, viz Příloha B a Příloha C.

Volatilita je nejčastěji anualizovaná na roční ukazatel, aby byla relativně jednoduše uchopitelná i pro běžného investora. Vypovídací schopnost směrodatné odchylky vychází z teoretického předpokladu, že rozdělení výnosů odpovídá Gaussovu normálnímu rozdělení (viz Příloha D), kdy výnos s pravděpodobností 68,2% bude spadat do intervalu ± 1 směrodatná odchylka od střední hodnoty (u predikcí je střední hodnotou předpokládaný výnos).

Volatilita se projevuje i v legislativních požadavcích na podílové fondy jakožto zavádějící základní parametr rizikovosti. V KIID totiž podílové fondy musí uvádět tzv. SRRI fondu (= Synthetic Risk and Reward¹⁰ Indicator). SRRI je jednoduše anualizovaná volatilita výnosů fondu za posledních 5 let, viz Příloha E.

(2) Sharpe ratio

Sharpe ratio (SR) udává poměr dosaženého výnosu na jednotku volatility při započítání bezrizikové úrokové míry. Sharpe ratio je velmi jednoduchým ukazatelem, ale jako takový je náchylný k nadužívání a přikládání přílišného významu. SR samo o sobě o fondu příliš

¹⁰ Slovo reward je zavádějící, jelikož sama o sobě vysoká volatilita rozhodně neznamená potenciálně vyšší výnos, viz vysoké volatility ropy či zlata.

neřekne, pro investora je to pouze jeden střípek z mozaiky. SR je nicméně užitečné, pokud investor porovnává dva (či více) stejně zaměřené fondy, kdy minimálně dostane informaci, který fond své investory více odměnil za podstoupenou volatilitu investice.

(3) Výnos do splatnosti

Výnos do splatnosti, anglicky Yield To Maturity (YTM), je roční výnosnost dluhopisu při držení do splatnosti (přesněji po dobu durace). YTM je jedním z klíčových parametrů dluhopisů a dluhopisových podílových fondů, jelikož na první pohled může investor velmi hrubě posoudit výnosový potenciál investice. YTM sám o sobě bez dalších informací o dluhopisovém fondu nestačí, investor by měl vzít do úvahy ještě kreditní, úrokové a inflační riziko.

Nicméně běžnému obezřetnému investorovi by alespoň znalost základního pojmu výnos do splatnosti ušetřila hodně peněz, protože by ho vůbec nenapadlo dávat peníze do fondu zaměřeného například na české státní dluhopisy, které mají v dnešní době běžně YTM do 1% p. a., po odečtení nákladů fondu je takovému investorovi jasné, že mu fond v lepším případě nic nevydělá.

(4) Durace

Pomocí durace je měřeno jedno z důležitých rizik dluhopisů – úrokové riziko. Durace totiž měří průměrnou dobu, za jakou se investorovi vrátí prostředky investované do dluhopisu, proto je durace uváděna v letech.

Pro investora je durace nositelem dvou klíčových informací. Zaprvé, durace investorovi dává základní doporučení o investičním horizontu, jelikož výnos dluhopisového portfolia bude nejméně ovlivněn úrokovým rizikem při držení dluhopisů právě po délku durace. Zadruhé, durace téměř přesně vyjadřuje procentuální změnu ceny dluhopisu při změně YTM o jeden procentní bod. Například pokud investor bude držet dluhopis s durací 3 roky a úroková sazba v ekonomice se zvýší o 1 p. b., tak adekvátně zareaguje i dluhopis – aby jeho YTM zůstal konkurenceschopný jako před změnou, tak se zvýší také o 1 p. b. a přitom samozřejmě musí klesnout cena dluhopisu, ta tak klesne o 3% („1% za každý rok durace“).

Pro tyto jednoduché výpočty, které tak může provést úplně každý, se používá tzv. modifikovaná durace. Někdy je uváděna i tzv. efektivní durace. To je durace portfolia

fondů po započtení vlivu finančních derivátů, které mohou snížit i zvýšit citlivost portfolia na změnu úrokových sazeb.

(5) Beta

Beta faktor měří pouze část celkového rizika – tzv. systematické riziko, které vyplývá z daného trhu. Zjednodušeně se dá říci, že podle hodnoty beta investor pozná, jak výrazně jeho podílový fond reagoval na pohyby celého trhu. Pokud beta byla větší než 1, tak fond reagoval výrazněji než trh, pokud je beta 0-1, tak fond reagoval méně než trh. Případně při záporné betě fond reagoval opačným pohybem než trh.

Beta fondu se nejčastěji porovnává s jeho benchmarkem, který reprezentuje „trh“. Beta sama o sobě nemá „špatné“ či „dobré“ hodnoty, záleží na investorovi, co od fondu požaduje.

(6) Alfa

Jensonova alfa, popřípadě jednoduše jen alfa, označuje podílovým fondem dosažený nadvynos oproti srovnávanému benchmarku. Alfa tedy dává jednoznačnou odpověď na otázku, jestli portfolio manažer byl schopen investorovi přinést výnos vyšší než benchmark a to včetně zahrnutí systematického rizika, tzn. beta faktoru. Pokud je alfa kladná, fond dosáhl nadvýnosu, pokud je alfa záporná, fond prohrál souboj s benchmarkem. Pro běžného investora se jedná o indicii, jestli mu portfolio manažer za jeho zaplacené poplatky poskytuje přidanou hodnotu či nikoliv.

(7) Tracking error

Statisticky je tracking error analýzovaná směrodatná odchylka rozdílu výnosů fondu a výnosů benchmarku. Pro investora tedy tracking error odhaluje informaci v zásadě jak moc fond kopíruje svůj benchmark. Vysoké hodnoty tracking error jsou typické pro fondy s velmi aktivním přístupem, které se výrazněji odchylují od benchmarku¹¹. Velmi nízké hodnoty tracking error jsou naopak typické, respektive přímo žádoucí, pro indexové fondy či ETF, kde čím menší tracking error fond má, tím lépe bude pro investora kopírovat výnos benchmarku.

¹¹ Odchylka od benchmarku však nemusí být způsobena jen velkou aktivitou portfolia manažera v porovnání s trhem, ale také může být jednoduchým důsledkem špatně zvoleného benchmarku.

(8) Information ratio

Information ratio je definováno jako poměr nadvýnosu fondu oproti benchmarku vůči volatilitě tohoto nadvýnosu (tzn. tracking error). Pro investora tak poskytuje informaci, jaký výsledek mělo odchýlení fondu od benchmarku. Jedním z cílů fondů by tak mělo být dosažení kladného information ratio, jelikož to potom znamená, že odchýlení fondu od benchmarku mělo pozitivní vliv na výnos fondu. Záporné information ratio zase říká, že fond odchýlením od benchmarku prodělal. Využívání tohoto ukazatele je znovu nejrozumnější, když se investor snaží porovnat stejně zaměřené fondy.

2.4. Investiční alternativy k podílovým fondům

Kapitola obsahuje přehled základních investičních alternativ k podílovým fondům. Investiční životní pojištění a strukturované dluhopisy jsou poměrně běžně zastoupené produkty v portfoliích českých investorů. ETF jsou zase hlavním tématem pro investování v zahraničí, hlavně USA, nicméně už i v tuzemsku začínají postupně získávat na popularitě.

2.4.1. Investiční životní pojištění

Investiční životní pojištění (IŽP) je v tuzemsku velmi populárním finančním nástrojem. U Čechů je především zastoupeno běžně placené životní pojištění (standardně měsíčně placené smlouvy), nicméně to je způsobeno především díky velké finanční motivaci zprostředkovatelů, nikoli výhodností produktu, jehož nákladovost je standardně výrazně vyšší než srovnatelné, nebo dokonce stejné podílové fondy. Oproti tomu jednorázové životní pojištění má alespoň z určitého pohledu investičně-racionální základ.

Jednorázové životní pojištění

Jednorázově placené investiční životní pojištění je zastoupeno v celkem sedmi z deseti investičních případů rozebíraných v kapitole 5 této práce. Oblíbenost produktu u české populace dokládá i zprostředkování více jak 50 tisíc takových smluv v celkovém objemu vložených prostředků přes 23 miliard korun¹² jen za rok 2014.

¹² Výroční zpráva | Česká asociace pojišťoven 2014, *Česká asociace pojišťoven* [online]

Jednorázové IŽP mají většinou obdobnou konstrukci jako 100% zajištěné fondy. Nabízejí investici na delší časový horizont (standardně minimum 3 roky), kdy klient má garantovanou 100% nominální návratnost vložených prostředků, a přitom může dosáhnout vyššího zhodnocení na základě výkonnosti podkladového aktiva. Konstrukčně se jedná o kombinaci bezpečných dluhopisů a opce na výkonnost podkladového aktiva tak říkajících „zabalených“ do IŽP. Podkladovým aktivem může být prakticky cokoliv od zlata, ropy, měnových kurzů, jednotlivých akcií, multi-asset podílových fondů atd.

Princip samotný je v zásadě jednoduchý a pochopí ho i méně zkušení investoři, háček je většinou ve stanovování výkonnosti podkladového aktiva. Podkladovým aktivem jsou často spíše spekulace než investice, k tomu investor má téměř vždy shora omezený možný výnos, přičemž jeho kalkule také mohou být ve finále nakonec méně výhodné než se na první pohled zdá¹³.

Smyslem není kompletně zatratit jednorázové IŽP, jelikož tento produkt může mít své uplatnění v portfoliu, nicméně se jedná spíše o „kvazi investici“ a neměla by být zaměňována se skutečnou investicí, kdy investor podstupuje riziko ztráty, ale za to je dlouhodobě odměněn výrazně vyšším výnosem.

2.4.2. Strukturované dluhopisy

Podobné shrnutí jako u jednorázových IŽP by se dalo aplikovat také u strukturovaných dluhopisů, jejichž základní premisa je stejná – garance nominální návratnosti prostředků a poskytnutí potenciálu vyššího zhodnocení. Nicméně přesto jsou strukturované dluhopisy alespoň z určitého pohledu lepší investicí než IŽP jednoduše díky tomu, že odpadá jedna vrstva nákladů na straně pojišťovny.

Celkově strukturované dluhopisy mohou v určitých situacích být vhodným doplňkem portfolia pro velmi konzervativního investora, ale stále platí, že dlouhodobě lepších výsledků investor dosáhne investováním co možná nejvíce „napřímo“.¹⁴

¹³ Příkladem může být průměrování výnosů z 10 pololetních pozorování během 5letého období IŽP, kdy investor nakonec kvůli průměrování dostane připsán výrazně nižší výnos, než na jaký by dosáhl bez toho.

¹⁴ Strukturované dluhopisy jsou popisovány primárně jako velmi konzervativní nástroj, se kterým se může běžný investor takto setkat. Samozřejmě obecně se struktura dluhopisu dá sestavit i výrazně dynamičtější, nicméně to je spíše menšinová, specifitější záležitost na českém trhu.

2.4.3. ETF

Exchange traded funds, ETF, jsou burzovně obchodované fondy. Forma ETF se nejvíce podobá otevřenému podílovému fondu avšak s tím rozdílem, že akcie/podíly ETF jsou burzovně obchodovatelné. ETF původně vznikly jako indexové fondy, které drží akciové portfolio v totožném poměru jako sledovaný index. ETF měly za cíl snížit správní náklady pro investory na minimum a přitom kopírovat vývoj některého zvoleného indexu. Nicméně rozvoj ETF sebou nesl i rozvoj různých přístupů a využívání fungování ETF a v dnešní době již neplatí, že by všechna ETF pouze pasivně sledovala zvolený index, stejně jako neplatí, že by všechna ETF měla nízké náklady.

(1) Odlišnosti od podílových fondů

ETF se obchodují na burze, proto je cena stanovována aktuálně v reálném čase a k tomu musí investor počítat s určitým spreadem. ETF se dále dají i prodávat na krátko či využívat finanční páky. Mohou být zahrnuty do finančních derivátů. ETF nevydává ani neodkupuje od jednotlivých investorů podílové listy, investoři si je zajišťují přes burzu, ETF samotné vydává a odkupuje podíly pouze od institucionálních investorů (market makerů) zajišťujících likviditu.

(2) Výhody a nevýhody

Hlavní nejvíce propagovanou **výhodou** ETF jsou jednoznačně správní poplatky, které mohou být u největších pasivních indexových ETF dokonce pod 0,1% p. a. Na to ale zareagovaly i podílové fondy a tak je možné v USA pořídit i indexový podílový fond s TER 0,1%. Český investor si o takovýchto nákladech může nechat jen zdát.

Další výhodou ETF je obrovský výběr investičních strategií, zdaleka to nejsou jen pasivní ETF na index S&P 500, ale je možné koupit ETF například na růstové akcie indexu Russell 1000, na hodnotové akcie, small cap, mid cap, dividendové akcie, low volatility akcie, opravdu nepřeberné množství. A přestože hlavní dominantou ETF jsou akcie, tak samozřejmě existují stovky ETF také na dluhopisy.

Hlavní **nevýhodou** ETF je to, že nejsou v české koruně, ale jen v eurech nebo dolarech. Kromě toho, že investor tak podstupuje měnové riziko, má se směnou deviz ještě dodatečné náklady. Měnové hledisko je hlavním důvodem, proč v této práci nejsou použity ETF v navrhovaných portfoliích pro investory.

Druhou hlavní nevýhodou je způsob nákupu. Jelikož se ETF obchoduje na burze, musí si investor zařídit účet u některého brokera, aby mohl s ETF obchodovat. Náklady se pak pohybují mezi 10 až 15 dolary za pokyn, a to jak při nákupu, tak při prodeji. Pokud investor má již zkušenost s online brokerem a chce investovat větší částku, tak transakční náklady nemusejí být u ETF překážkou, nicméně právě jednorázově transakční poplatky velmi komplikují využití ETF pro pravidelné investice.

3. Sestavování portfolií

Při rozhodování o optimálním investičním portfoliu jednotlivého investora existuje celá řada faktorů, které ovlivňují, jak bude takové portfolio vypadat. V této kapitole je tak možné nalézt souhrn těch nejdůležitějších faktorů.

3.1. Alokace aktiv

Tím nejdůležitějším rozhodnutím pro každého investora či investičního poradce je nastavení správného poměru základních tříd aktiv, tzv. „asset allocation“. Správné strategické nastavení totiž podle různých autorů zajišťuje 75%-94%¹⁵ celkových dlouhodobých výnosů. A až o ten zbytek se postará správný výběr konkrétních investičních nástrojů, kterému je však v praxi často přikládána mnohem vyšší důležitost než strategické alokaci aktiv.

Proto v souladu s důrazem kladeným na správnou alokaci aktiv budou v této práci využity skutečně jen ty nejzákladnější třídy investičních aktiv a to akcie a dluhopisy, jelikož jiné třídy aktiv by obecně pro průměrného investora měly být spíše jen doplňkem finančního portfolia než stěžejním bodem.¹⁶

3.1.1. Akcie x dluhopisy

Pravděpodobně nejobtížnější otázkou v oblasti alokace aktiv je nastavení poměru základních dvou tříd - akcií a dluhopisů. Přestože to může znít jako jednoduchý úkol, opak je pravdou. Neexistuje žádné jednoduché a vždy platné pravidlo, které by se dalo použít a zároveň ani ten nejsložitější teoretický matematický model na to nedokáže odpovědět¹⁷. Neexistuje tedy definitivní odpověď na správné nastavení portfolia, nicméně dají se specifikovat základní teze, kterými by se investor měl alespoň částečně řídit, pokud chce mít dobře sestavené fungující portfolio.

¹⁵ BRINSON, G. P., HOOD, R. L., BEEBOWER, G. L., Determinants of Portfolio Performance, *CFA Institute Publications* [online]

¹⁶ V této práci je především řešeno investiční finanční portfolio (tzn. jen část celkového majetku), pro které jsou např. nemovitostní fondy maximálně doplňkem v řádu procent, když to pro investora s velkým kapitálem a znalostmi by nemovitosti tvořily značnou část jeho celkového majetku (tzn. efektivně pro něj je finanční portfolio a portfolio nemovitostí rovnocennými složkami jeho celkového majetku).

¹⁷ Samozřejmě matematika se běžně používá např. pro optimalizační úkoly, ale výstupy jsou vždy závislé na vstupech a těmi jsou historická data, která mohou, ale také nemusejí fungovat stejně i v budoucnu.

- **Diverzifikace**

Asi nejznámější poučka praví, že „není dobré dávat všechna vejce do jednoho košíku“. A to platí i pro nastavování poměru akcie versus dluhopisy. Méně volatilní portfolio tak získám nejen když k akciím přidám menší podíl dluhopisů, ale dokonce i naopak, to znamená i když ke dluhopisům přidám malý podíl akcií. Tento jev se dá vyjádřit pomocí tzv. „efficient frontier“, která zobrazuje různé kombinace dluhopisů a akcií od poměru 100% dluhopisy, 0% akcie až ke 100% akciím.

Princip efficient frontier kombinace dluhopisů a akcií je velmi jednoduchý. Zjednodušeně dlouhodobě ukazuje, že kombinace těchto dvou základních aktiv v portfoliu je efektivnější než 100% zastoupení jedné nebo druhé třídy. Zprvuk ukazuje, že přidání malého poměru akcií do dluhopisového portfolia sníží jeho volatilitu. A zadruhé ukazuje, že nejefektivnější portfolio (měřeno pomocí Sharpe ratio) se nachází právě někde mezi krajními body. Ostatně to ukazuje jak graf efficient frontier v USA po desetiletích (viz Příloha F), tak souhrnný graf pro roky 1960-2011 (viz Příloha G).

Ke kombinování těchto dvou tříd aktiv přispívá také to, že se jedná o historicky málo korelované třídy, tudíž dlouhodobě vhodné pro diverzifikaci. Jejich korelovanost se neustále mění, např. od roku 1927 do roku 2012 korelace S&P 500 a 10letých státních dluhopisů USA změnila znaménko celkem 29krát na roční bázi¹⁸.

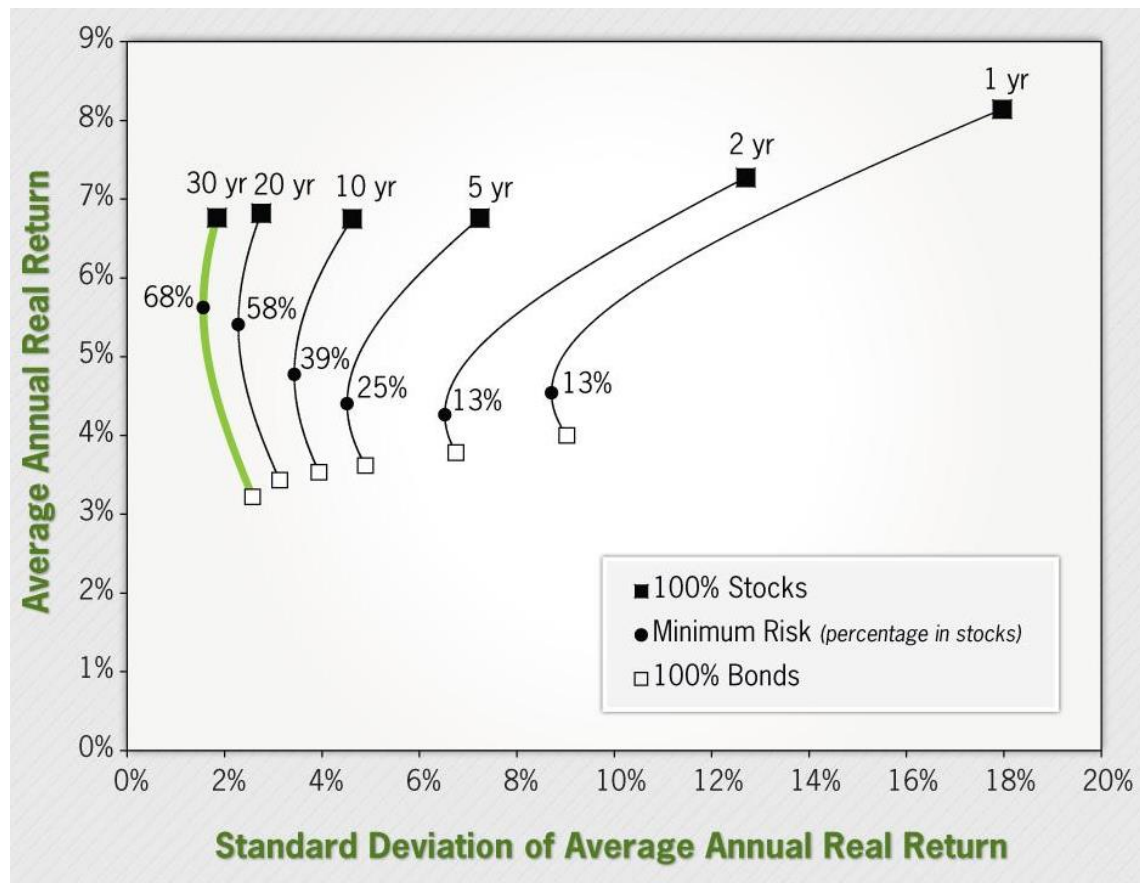
- **Delší čas umožňuje dynamičtější portfolio**

Další velmi jednoduchá poučka zní „čím delší časový horizont, tím by měl být větší podíl akcií v portfoliu“. Akcie jsou sice krátkodobě velmi volatilní (běžná roční volatilita přes 15%), ale tuto rozkolísanost v dlouhém časovém horizontu kompenzují vysokými výnosy. Na 20letém horizontu tak americké akcie nikdy nebyly ve ztrátě (dokonce v reálném vyjádření, tzn. při započítání inflace, viz Příloha B).

¹⁸ JOHNSON, N., NAIK, V., PEDERSEN, N., SAPRA, S., The Stock-Bond Correlation, *PIMCO* [online]

Následující graf ukazuje optimální kombinace akcií a dluhopisů podle délky investičního horizontu.

Graf č. 1: *Efficient frontier na dlouhém horizontu*



Zdroj: Stock For The Long Run, s. 35.

Je patrné, že akcie mají své místo ve správně diverzifikovaném portfoliu, i kdyby se mělo jednat o investici být jen na 1 rok. A hlavně to potvrzuje myšlenku, že čím delší časový horizont tím větší podíl akcií, a to dokonce bez ohledu na rizikový profil investora, což ostatně ukazuje i autor předchozí grafu Jeremy Siegel na dalších stránkách knihy Stocks For The Long Run.

3.1.2. Akcie

Akcie jsou dlouhodobě jednoznačně nejvýnosnějším aktivem a zároveň také bylo ukázáno, že by se akcie měly teoreticky objevit v každém investičním portfoliu bez ohledu na časový horizont a investiční profil investora. Nicméně i samotné akcie lze rozlišovat. Pro tuto práci je nejdůležitější dělení akcií na jednotlivé geograficko-ekonomické regiony světa.

Základem tak například může být rozlišení akciových trhů na regiony USA, EU a rozvíjející se trhy. Informaci o důležitosti těchto trhů může poskytnout například index MSCI All Country World Index (viz Příloha H), který zahrnuje 2480 firem z 23 rozvinutých a 23 rozvíjejících se zemí. Celková tržní kapitalizace odpovídá přibližně 85% hodnoty všech akcií na světě. Indexu jednoznačně dominují USA se skoro 54% podílem, EU má dohromady cca 23% a rozvíjející se trhy mají dohromady v indexu přibližně 10% kapitalizace. Čistě podle tržní kapitalizace by tedy měly být americké akcie v akciovém portfoliu zastoupeny v minimálně stejném poměru jako evropské a emerging markets akcie dohromady.

Jiným přístupem může být rozhodování na základě efficient frontier amerických a mimoamerických akcií, přesněji index S&P 500 a EAFE Index, který zahrnuje Evropu, Austrálii a „Dálný východ“, tzn. především Japonsko, viz Příloha I. V letech 1978-2008 dochází k tomu, že je vhodné kombinovat tyto regionálně odlišné akciové trhy pro minimalizaci volatility. Na druhou stranu v letech po finanční krizi v roce 2008 se efekt diverzifikace snižuje, jelikož například korelační koeficient mezi indexem S&P 500 a indexem FTSEurofirst 300 (300 největších evropských firem) je za posledních pět let na hodnotě 0,91.

Další relevantní možností je alokování poměru akcií podle velikosti ekonomik, například měřeno podle HDP. Podle tohoto ukazatele má dokonce Evropa celkově vyšší HDP než USA, což by naznačovalo dokonce větší zastoupení evropských akcií než amerických. Na druhou stranu čistě podle HDP by velké zastoupení měly mít také čínské akcie, jelikož HDP Číny odpovídá přibližně 60% HDP USA¹⁹.

¹⁹ GDP at market prices, *The World Bank* [online]

Z různých pohledů souhrnně vychází, že by americké akcie měly mít největší zastoupení v portfoliu následované evropskými akciemi a doplňkem by byly akcie z rozvíjejících zemí, především Číny. Pokud se však do matematicko-ekonomických úvah zahrne psychologický faktor, výsledkem je, že hlavními pilíři akciových investic v navržených portfoliích 10 investorů v kapitole 6 jsou akcie USA a EU v poměru 1:1 doplněné případně akciemi z rozvojových zemí, které budou mít maximální podíl 20%. Poměr USA:EU 1:1 sice značně neodpovídá tržní kapitalizaci firem, nicméně všech 10 investorů je z České republiky, evropská aktiva jsou jim přirozeně bližší a navíc je výrazně jednodušší a srozumitelnější pro investory pracovat s poměrem 1:1, přestože se nemusí jednat o teoreticky optimální nastavení. Nicméně to ani není cílem této práce.

3.1.3. Podstatné charakteristiky investora

- Věk (investiční horizont)

Věk je často velmi přeceňovaným faktorem u investování. Starší člověk automaticky neznamená konzervativnější nastavení. Jednoduchá rovnice „starší člověk = konzervativnější alokace“ se zjednodušeně dá použít maximálně při úvahách o investování prostředků s cílem zajištění penze.

Nejsou výjimkou investoři v jejich 50. letech, kteří však ještě chtějí 10, 15 let pracovat a teprve potom spotřebovávat jejich nasrádané prostředky po dobu třeba 20 let penze. Sami pak cítí, že pro takovou dlouhodobost potřebují výnosnější aktivum než konzervativní dluhopisy. Stejně tak jsou mladí investoři, kteří zatím nemají ujasněné dlouhodobé plány a potřebují dočasně odložit prostředky třeba na 5 let a teprve potom se rozhodovat. A tím se ukazuje, že není příliš důležitý věk, ale **cíle investora**, především pak jeho **investiční horizont**, jelikož čím dále do budoucna se nachází, tím lze prostředky investovat dynamičtěji.

- Volné prostředky

Dostatek neúčelových volných prostředků je naprosto klíčový pro možnosti investování. Člověk může mít klidně dva miliony korun na běžném účtu, ale pokud je bude chtít využít na splacení hypotéky za půl roku, tak nelze dělat nic jiného, než je nechat na spořicímu účtu. Proto je pro každého investora esenciální, aby měl dostatek volných prostředků na běžném, respektive spořicímu účtu, protože když přijde neočekávaná událost (v životě investora,

nikoli na trzích) a investor by potřeboval nutně peníze, tak napřed vybere z bankovních depozitních produktů a až případně následně jako poslední možnost odprodá své investice. Proto větší množství likvidních prostředků znamená možnost dynamičtějšího investování.

- **Rizikový profil (zkušenosti)**

Rizikový, investiční profil. Vlastnost investora často získávaná povrchními investičními dotazníky. Rizikový profil investora by měl předpovídat, jaké riziko je schopen investor zvládnout. Něco, co se rozhodně nedá odhalit 10 více či méně zavádějícími otázkami. Klíčové však nejsou odpovědi investora na několik otázek, ty budou vždy subjektivní, ale jeho reálné dosavadní **zkušenosti**.

Možná tak 9 z 10 z potenciálních investorů o sobě řekne, že nechce investovat, protože nechce utrpět ztrátu. Nicméně toto jednoduché tvrzení může mít dva zcela odlišné důvody – buď již investor někdy investoval a utrpěl ztrátu, nebo ještě nikdy neinvestoval a bojí se něčeho nového, něčeho čemu nerozumí. V obou situacích musí investiční rádce zvolit úplně jinou strategii. A právě získání takovýchto „měkkých informací“ může být klíčové už pro samotný návrh portfolia pro investora a posléze investorovu akceptaci a ztotožnění se s portfoliem.

3.2. Porovnání portfolií

Jedním ze základních cílů práce je kvantifikovat rozdíl mezi investorem aktuálně držným portfoliem a autorem navržených portfolií. Statistické srovnání je postaveno na základních čtyřech statistických charakteristikách investičního portfolia – roční volatilitě, průměrného výnosu, Sharpe ratio a pravděpodobností ztráty v horizontu 1 roku. Volatilita portfolia je počítána pomocí variačně-kovariční matice. Pravděpodobnost ztráty je založena na předpokladu normálního rozdělení výnosů.

Pokud není uvedeno jinak, všechna uváděná statistická čísla u deseti investičních případů byla získána výpočty na základě historických cen konkrétních podílových fondů zastoupených v daném portfoliu a to od března 2008 až do prosince 2015 v měsíční frekvenci, nicméně volatilita a průměrné výnosy jsou pro jednodušší představu vždy anualizovány.

Veškeré produkty, které nejsou podílovými fondy (či podobnými investicemi), jsou ve výpočtech nastaveny jako pevně úročené. Běžný účet není úročen, spořicí účet je úročen úrokovou sazbou 0,53%²⁰, což je efektivně 0,45% p. a. po zdanění. Ostatní produkty, pokud není určeno jinak, jsou považovány za neúročené. Týká se to především IŽP a strukturovaných dluhopisů, jelikož to jsou produkty se 100% kapitálovou ochranou vkladu, na druhou stranu jsou postavené na více či méně složitých konstrukcích pro přiřpsání možného výnosu, který je nezřídka nulový. Jelikož takové konstrukce často i znemožňují pravidelné hodnocení investice podle aktuálního vývoje tržní ceny produktu, jsou tyto produkty kalkulovány jako neúročené, tzn. 100% nominální návratnost vkladu avšak bez výnosu navíc.

Kromě statistického srovnání je velmi důležité také porovnat portfolia z pohledu psychologického, kdy je nutné vzít v potaz všechny informace, které jsou o investorovi dostupné, jelikož statistika rozhodně není vševypovídající, zvláště když proti ní stojí něco tak silného, jako je lidská mysl. Jedním z klíčových faktorů úspěšnosti investice je tak investorovo ztotožnění s portfoliem a to nejvíce závisí na tom, jak si sám zhodnotí, jestli mu navržené portfolio pomůže naplnit jeho cíle.

²⁰ Průměrná úroková sazba na českém trhu podle Sporindexu (BUBÁK, Z., OLEJNÍK, M., Žebříčky spořicíh účtů, termínovaných vkladů a Sporindex v prosinci, *Finparáda* [online]).

4. Výběr podílových fondů do portfolií

Správně nastavená alokace aktiv je klíčová pro správné fungování investičního portfolia, nicméně bez konkrétních produktů, které strategii přenesou do reálného fungování, by zůstala pouze na papíře. A tím nejjednodušším produktem, který toto umožňuje, jsou pro českého investora otevřené podílové fondy.

Podílové fondy jsou jediným typem produktu, který je v této práci využíván nejen pro svou jednoduchost, přehlednost a dostatek informací, ale především díky schopnosti zajistit efektivní měnové zajištění. To je ostatně hlavní důvod, proč nejsou využity ETF, které by potenciálně pro běžného investora mohly být vhodnější vzhledem k možnostem velmi nízkých nákladů, nicméně neposkytují měnové zajištění, které je esenciální pro dluhopisové fondy a vhodné i pro akciové fondy pro omezení rizik.

Tato kapitola nabídne specifickou odpověď na otázku, které konkrétní podílové fondy zařadit do portfolií, aby správně reprezentovali alokaci aktiv a zároveň ve své třídě poskytovaly největší přidanou hodnotu. Výběr konkrétních fondů je postaven za základě statistického srovnání českému investorovi dostupných podílových fondů zajištěných do české koruny, které o své činnosti poskytují dostatek informací právě pro statistické srovnání.

V této kapitole ani v navrhovaných deseti portfoliích nejsou zahrnuty nemovitostní ani komoditní fondy pro jejich specifickou a spíše marginální přidanou hodnotu do portfolia. Dále nejsou zahrnuty zajištěné fondy, jelikož racionální investor dosáhne lepší výkonnosti pomocí standardních podílových fondů. Využity nejsou fondy životního cyklu pro jejich zvláštní použití. Fondy fondů nejsou využity kvůli dodatečné vrstvě nákladů, které musí investor platit. Vyšším nákladům se navíc může vyhnout, pokud provede správnou alokaci pomocí specificky zaměřených podílových fondů. Obdobné řešení platí i pro smíšené fondy, jelikož pokud investor dosáhne stejné alokace aktiv pomocí konkrétněji zaměřených fondů, může následně jednodušeji tyto fondy kontrolovat, jestli správně plní svou funkci v portfoliu.

4.1. Akciové fondy zaměřené na Evropu

Prvním stavebním kamenem dobře diverzifikovaného a potenciálně výkonného portfolia jsou akcie firem v ekonomicky rozvinuté Evropě. Celkem se v České republice nabízí sedm fondů obecně zaměřených na evropské akcie (EU, nebo Evropskou měnovou unii - EMU), které jsou měnově zajištěné do české koruny. Nejsou zahrnuté akciové fondy dividendově zaměřené, které se věnují specifitější strategii zaměřené na generování cash flow a nehodí se pro porovnání²¹:

- Amundi Funds Equity Europe Concentrated (AF EEC);
- Fidelity Funds Euro Blue Chip Fund (FF EBCF);
- Franklin Mutual European Fund;
- KBC Equity Fund Europe Classic Shares;
- NN (L) European Equity (NN EE);
- Parvest Equity Best Selection Euro (PE BSE);
- Pioneer Funds – Top European Players (PF TEP).

Fond Franklin Mutual European Fund byl vyřazen ze srovnání pro nedostatek analytických údajů k jeho fungování a ze stejného důvodu byl vyřazen fond KBC Equity Fund Europe Classic Shares. Zbýlých pět fondů se již dá statisticky porovnat mezi sebou. Důležitým faktorem u těchto pěti akciových fondů je jejich zaměření buď na akcie firem ze zemí celé EU, nebo pouze zemí EMU. U těchto fondů musí investor vést v patrnost chybějící dva důležité akciové trhy Spojeného království a Švýcarska.

²¹ Vyhledávání podle: Podílové fondy srovnání, *Peníze.cz* [online]. Vyhodnocení zaměření jednotlivých fondů až na úrovni měsíční zprávy.

Tab. č. 1: Srovnání akciových fondů zaměřených na Evropu

Fond	O	P	OC	T10	Vol	SR	Benchmark	Beta	Alfa	TE	IR
AF EEC ²²	3	63	1,91%	28%	15,4%	0,72	MSCI Europe			2,59%	0,27
FF EBCF ²³	40	61	1,96%	37%	12,3%	1,26	MSCI EMU	0,87	2,06%	3,24%	0,09
NN EE ²⁴	6	73	2,15%	30%	11,9%	1,2	MSCI Europe	0,97	0,71%	2,28%	0,12
PE BSE ²⁵	35	42	2,05%	37%	12,5%	1,04	MSCI EMU	0,91	-0,66%	2,43%	-0,89
PF TEP ²⁶	50	43	1,86%	37%	15,8%	1,05	MSCI Europe	1,01	2,53%	2,40%	0,97

Pozn.: O – objem fondu v mld. Kč, P – počet pozic, OC – ongoing charges, T10 – kolik procent ve fondu zaujímá 10 největších pozic, Vol – volatilita, SR – Sharpe ratio, TE – tracking error, IR – information ratio; analytické údaje anualizované za poslední 3 roky;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Fondem s největší přidanou hodnotou byl za poslední 3 roky Pioneer Funds - Top European Players. Jedná se o fond zaměřený především na trhy Velké Británie, Francie, Švýcarska a Německa, přičemž díky vyšší koncentraci pozic se snaží dosáhnout nadvýnosu nad benchmark, což se mu podle údajů v tabulce i daří, za zmínku především stojí velmi dobré information ratio. V porovnání s ostatními fondy se jedná o fond spíše s nadprůměrnou volatilitou, kterou však dokázal vykompenzovat dodatečným výnosem. Samozřejmě jako všechny ostatní statistiky a analýzy se jedná pouze o historická data a není možné automaticky počítat se stejnou výkonností i do budoucna, nicméně fond strategii nadvýnosu nad benchmark dlouhodobě sleduje a dobrou informací je, že se mu jí i daří naplňovat. Dalším pozitivním údajem jsou nejnižší ongoing charges z porovnávaných fondů.

Jelikož Top European Players patří mezi více koncentrované fondy, tak pro snížení rizikovosti evropské akciové pozice stojí za úvahu přidávání i druhého akciového fondu (už jen kvůli neustále opakujícím se historickým úkazům, že minulá výkonnost není zárukou výnosů budoucích), avšak nemá smysl společně kombinovat dva fondy, které by byly úplně stejně zaměřené, to by nepřineslo žádnou dodatečnou diverzifikaci.

²² Amundi Funds Equity Europe Concentrated – AHK, Amundi [online]

²³ Fidelity Funds – Euro Blue Chip Fund A-ACC-CZK (hedged), Fidelity International [online]

²⁴ NN (L) European Equity (CZK), NN Investment Partners [online]

²⁵ Parvest Equity Best Selection Euro, BNP Paribas Investment Partners Czech Republic [online]

²⁶ Pioneer Funds – Top European Players, Pioneer Investments [online]

Sekundárním fondem pro evropské akcie je stanoven Fidelity Funds Euro Blue Chip Fund, jelikož oproti Top European Players se jedná o více diverzifikovaný fond, který dosáhl na výnos benchmarku, ale při výrazně nižší volatilitě. Benchmarkem je MSCI EMU, což je trochu zavádějící, jelikož v portfoliu fondu jsou i Velká Británie a Švýcarsko, ale oproti MSCI Europe je zastoupení těchto zemí výrazně podváženo. Na druhou stranu fond nadvažuje zastoupení firem ze Španělska a Nizozemí, což je vhodným doplňkem právě k Top European Players. Jediným titulem z top 10 největších pozic, který se nachází v obou fondech je italská banka Intensa Sanpaolo, ostatní pozice se nekryjí (resp. minimálně ne v největších intencích).

4.2. Akciové fondy zaměřené na USA

Druhým základním kamenem jakékoli akciové složky v portfoliu jsou akcie na finančně a ekonomicky nejdůležitějším trhu světa – USA. V České republice je v nabídce celkem osm fondů, které se zaměřují především na firmy z indexu S&P 500 a jsou měnově zajištěné:

- Amundi Funds Equity US Relative Value (AF USRV);
- Amundi Funds Index Equity North America;
- Fidelity Funds America Fund (FF AF);
- ISČS Top Stocks;
- KBC Equity Fund America;
- NN (L) US Enhanced Core Concentrated Equity (NN USCE);
- Parvest Equity USA Growth (PE USAG);
- Pioneer Funds – U.S. Pioneer Fund (PF USPF).

Do užšího výběru není zařazen fond KBC Equity Fund America, jelikož má příliš krátkou historii a nelze jej analyticky porovnat. Do porovnání se ještě nedostaly další dva jinak potenciálně velmi zajímavé fondy. Jedním je Amundi Funds Index Equity North America, což je indexový podílový fond s výrazně nižšími náklady než aktivní fondy, nicméně byl vyřazen, jelikož se v září a říjnu 2015 velmi výrazně odchýlil od sledovaného indexu a to dokonce o 7%, což není dobrým výsledkem pro indexový fond.

Posledním fondem, který není v analytickém srovnání je v Česku velmi známý ISČS Top Stocks, přestože má tento fond za sebou, dalo by se říci, fenomenální výsledky. Hlavním negativem, které jej znevýhodňuje je až příliš velká koncentrovanost, pouze 25 pozic je velmi málo pro reprezentativní vzorek a k tomu má ongoing charges velmi vysokých 2,69%.

Tab. č. 2: Srovnání akciových fondů zaměřených na USA

Fond	O	P	OCF	T10	Vol	SR	Benchmark	Beta	Alfa	TE	IR
AF USRV ²⁷	12	51	2,16%	35%	15,1%	0,63	S&P 500			3,71%	-1,43
FF AF ²⁸	210	54	1,93%	31%	10,8%	1,6	S&P 500	0,99	1,81%	2,84%	0,67
NN USCE ²⁹	8	128	2,15%	22%	10,7%	1,24	S&P 500	1,01	-1,78%	0,98%	-1,84
PE USAG ³⁰	30	74	1,99%	31%	11,3%	1,13	Russell 1000	1,04	-4,34%	2,41%	-1,80
PF USPF ³¹	40	71	1,83%	33%	10,9%	1,31	S&P 500	1,01	-1,75%	1,82%	-1,41

Pozn.: O – objem fondu v mld. Kč, P – počet pozic, OCF – ongoing charges figure, T10 – kolik procent ve fondu zaujímá 10 největších pozic, Vol – volatilita, SR – Sharpe ratio, TE – tracking error, IR – information ratio; analytické údaje anualizované za poslední 3 roky;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Největší přidanou hodnotu přinesl jednoznačně Fidelity Funds America Fund, který při parametru Beta téměř 1, dosáhl velmi slušné alfy 1,81% a k tomu také zaznamenal dobrou hodnotu information ratio 0,67. Z toho také vyplývá jednoznačně nejlepší Sharpe ratio. Plusem fondu jsou také druhé nejnižší OCF 1,93%. Fond těchto výsledků dosahuje pomocí spíše koncentrovanějšího portfolia. Tato strategie je rozpoznatelná i díky některým méně tradičním pozicím mezi 10 největšími pozicemi fondu – např. Oracle, či absence Applu nebo Alphabetu (dříve Google). Drobnou zajímavostí je pozice fondu v Berkshire Hathaway Warrena Buffeta.

Také u amerických akcií je příhodné vybrat ještě sekundární fond. Bohužel ostatní čtyři americké fondy ve výběru analyticky nepřesvědčily o své přidané hodnotě pro investory. V této situaci se vhodně jako sekundární fond jeví NN (L) US Enhanced Core

²⁷ Amundi Funds Equity Emerging World – AU, Amundi [online]

²⁸ Fidelity Funds - America Fund A-ACC-CZK (hedged), Fidelity International [online]

²⁹ NN (L) US Enhanced Core Concentrated Equity (CZK), NN Investment Partners [online]

³⁰ Parvest Equity USA Growth, BNP Paribas Investment Partners Czech Republic [online]

³¹ Pioneer Funds – U.S. Pioneer Fund, Pioneer Investments [online]

Concentrated Equity, který zafunguje jako případná pojistka, jelikož má velmi široké portfolio 128 firem a nízký tracking error 0,98%, fond se tak spíše blíží pasivnímu indexovému fondu, bohužel tomu neodpovídají vysoké ongoing charges 2,15%. Fond tak alespoň poskytuje měnové zajištění. Podle očekávání také složení fondu v zásadě odpovídá benchmarku. Pozitivní zprávou je, že se s America Fund z největších 10 pozic kříží pouze ve 3 položkách – Pfizer, Microsoft a JPMorgan Chase.

4.3. Akciové fondy zaměřené na rozvíjející se trhy

Akcie firem z rozvíjejících se trhů byly v minulém desetiletí až do finanční krize označovány za tzv. „must-have“ investice. Nicméně finanční krize a následný vývoj ukázal slabé stránky těchto zemí, především nestabilitu politického prostředí či přílišnou závislost na nerostných surovinách. Důkazem toho také může být, že se poněkud rozpadlo dříve velmi populární označení BRIC (Brazil, Russia, India, China). Tento turbulentní vývoj dost možná zapříčinil i nižší nabídku akciových fondů zaměřených na rozvíjející se trhy v české koruně:

- Amundi Funds Equity Emerging World (AF EEW);
- BF Money Emerging Equity Fund;
- ČSOB Akciový fond BRIC;
- ESPA Stock Global – Emerging Markets;
- ČP INVEST Fond nových ekonomik;
- NN (L) Emerging Markets High Dividend (NN EMHD).

Na první pohled se nabídka celkem 7 fondů může zdát srovnatelná s rozvinutými ekonomikami, ale je to pouze klam. BF Money Emerging Equity Fund je na akciový fond zaměřený na emerging markets nedostatečně diverzifikovaný, jelikož obsahuje pouze 48 pozic, navíc v prvních 4 pozicích je investováno 33% prostředků a k tomu jsou účtovány vysoké ongoing charges ve výši 2,82% (EM fondy mají sice obecně vyšší nákladovost než fondy v rozvinutých ekonomikách, čísla ke třem procentům jsou však opravdu příliš vysoká).

ČSOB Akciový fond BRIC, jak již název napovídá, se věnuje pouze BRIC zemím. Je škoda, že jsou tak opomenuty země jako Jižní Korea, Tchaj-wan či Jižní Afrika. Fondy ESPA Stock Global – Emerging Markets a ESPA Stock Rising Markets se vůbec nedají vyhodnotit, jelikož v měsíčních zprávách se jejich případný investor ani nedozví do jakých společností, ba dokonce ani do jakých zemí fond investuje. A ČP INVEST Fond nových ekonomik je podobně jako BF Money velmi koncentrovaný – pouze 58 pozic, navíc není zaměřen pouze na EM, jak jsou běžně chápány, ale dokonce se v portfoliu nachází pozice jako Komerční banka nebo Raiffeisenbank. Reálně tak zůstávají pouze dva skutečně seriózní fondy na akcie rozvíjejících se trhů.

Tab. č. 3: Srovnání akciových fondů zaměřených na EM

Fond	O	P	OC	T10	Vol	SR	Benchmark	Beta	Alfa	TE	IR
AF EEW ³²	10	270	2,40%	22%	15,3%	-0,36	MSCI EM			2,62%	0,95
NN EMHD ³³	4	89	2,40%	24%	16,0%	-0,43	VISCI EM	1,08	-2,08	3,45%	-0,60

Pozn.: O – objem fondu v mld. Kč, P – počet pozic, OC – ongoing charges, T10 – kolik procent ve fondu zaujímá 10 největších pozic, Vol – volatilita, SR – Sharpe ratio, TE – tracking error, IR – information ratio; analytické údaje anualizované za poslední 3 roky;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Na základě analytického porovnání lépe vychází fond od Amundi především díky velmi dobrému Information ratio 0,95, nicméně vzhledem k tomu, jak jsou země EM volatilní, jsou tyto ukazatele o něco méně vypovídající než u rozvinutých trhů. Rozhodujícím faktorem pro Amundi Funds Equity Emerging World tak je, že má v portfoliu třikrát více akciových pozic, což má za následek výrazně vyšší diverzifikaci.

4.4. Dluhopisové fondy

Dluhopisových fondů je v České republice nabízeno skutečně nepřeberné množství. Bohužel jen málo z nich má v dnešní době nízkých úrokových sazeb, především v Evropě, nějaký smysluplný význam. Situaci na trhu nezlepšují ani samotní investoři (a že jich není málo), kteří se stále ještě nenaučili investovat peníze podle něčeho jiného než minulé

³² Amundi Funds Equity Emerging World – AU, Amundi [online]

³³ NN (L) Emerging Markets High Dividend (CZK), NN Investment Partners [online]

výkonnosti, a tak i v dnešní době investují prostředky do fondů evropských státních dluhopisů s výnosem do splatnosti (YTM) i jen 0,5% p. a., což nedává žádný smysl.

Bohužel převážně takovou nabídku investor najde v nabídce ČSOB, České spořitelny, Raiffeisenbank či dokonce investiční společnosti Conseq, jejíž potenciálně nejzajímavější dluhopisový fond se zaměřuje na Balkán. Fondy státních dluhopisů rozvinutých zemí bohužel opravdu v dnešní době neposkytují prakticky žádný výnos.

Kromě výše uvedených fondů od celých skupin byly vyřazeny fondy Amundi Funds Bond Euro High Yield a Amundi Funds Bond Euro Corporate, jelikož na dluhopisový fond naprosto nepochopitelně neuvádějí YTM. A dále byly vyřazeny Amundi Funds Bond Global Aggregate, NN (L) First Class Yield Opportunities, Parvest Bond Euro Corporate i poměrně mediálně známý WOOD All Weather dluhopisový fond všechny kvůli YTM pod 2% p. a. Nakonec zbylo jen 7 relevantních fondů, všechny s YTM nad 4% p. a., avšak pochopitelně také s vyšším kreditním rizikem:

- Fidelity Funds European High Yield Fund (FF EHY);
- Parvest Bond World High Yield (PB WHY);
- Pioneer Funds – Emerging Markets Bond (PF EMB);
- Pioneer Funds – Euro Strategic Bond (PF ESB);
- Pioneer Funds – Global High Yield (PF GHY);
- Pioneer Funds – Strategic Income (PF SI);
- Templeton Global Bond Fund (T GBF).

Tab. č. 4: Srovnání dluhopisových fondů

Fond	O	P	Zaměření	Pom.	OC	Rating	YTM	D _{mod}	Vol	SR
FF EHY ³⁴	110	406	F Europe	5/95	1,45%	B+	5,90%	3,33*	4,3%	1,28
PB WHY ³⁵	5	345	F US+EU	0/100	1,59%	B	6,35%	4,07	4,9%	0,34
PF EMB ³⁶	70	382	F EM	30/70	1,69%	BB+	7,07%	5,82	4,8%	0,79
PF ESB ³⁷	60	403	F EU+EM	10/90	1,87%	BB-	5,57%	2,48	3,4%	1,68
PF GHY ³⁸	60	499	F US+svět(exEU)	5/95	1,68%	BB-	7,50%	4,37	4,8%	0,36
PF SI ³⁹	100	1139	F US	10/90	1,83%	BBB+	4,86%	5,33	2,6%	1,1
T GBF ⁴⁰	700	252	V EM	100/0	1,39%	BBB+	4,87%	2,30**	8,2%	0,35

Pozn.: O – objem fondu v mld. Kč, P – počet pozic, Pom. – poměr vládní/firemní dluhopisy v procentech, OC – ongoing charges, Rating – průměrný rating portfolia, YTM – yield to maturity, D_{mod} – modifikovaná durace (*efektivní durace, **vážená splatnost), Vol – volatilita, SR – Sharpe ratio; analytické údaje anualizované za poslední 3 roky, výjimkou jsou údaje k T GBF, které jsou anualizované za posledních 5 let.

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Cílem porovnání těchto sedmi fondů není rozhodnout, který je nejlepší, to totiž ani není možné vzhledem k tomu, že každý z fondů má jiné zaměření a jiný rizikový profil. Avšak je možné sestavit úspěšné dluhopisové portfolio se stejnou premisou jako u akcií, tudíž že je klíčové obsáhnout rozvinuté trhy USA a EU. Nicméně jediný fond obsahující obě ekonomická centra má průměrný rating pouze B.

Vhodnou základní kombinaci tak tvoří dvojice fondů od Pioneer Investments – Strategic Income a Euro Strategic Bond. Oba fondy patří k nejznámějším fondům této společnosti především díky své flexibilitě, která umožňuje, že například firemní dluhopisy z EU a emerging markets v Euro Strategic Bond mají průměrný spekulativní rating BB- a přitom fond má volatilitu pouze 3,4%, podobně na tom je i Strategic Income s průměrným investičním ratingem BBB+, přitom má YTM téměř 5% a volatilitu pouze 2,6%. Určitě je vhodné u dluhopisů zvolit právě kombinaci dvou fondů, jeden zaměřený na USA a druhý na Evropu (doplňeno EM), jelikož především v těchto dvou ekonomických centrech již

³⁴ Fidelity Funds - European High Yield Fund A-ACC-CZK (hedged), *Fidelity International* [online]

³⁵ Parvest Bond World High Yield, *BNP Paribas Investment Partners Czech Republic* [online]

³⁶ Pioneer Funds – Emerging Markets Bond, *Pioneer Investments* [online]

³⁷ Pioneer Funds – Euro Strategic Bond, *Pioneer Investments* [online]

³⁸ Pioneer Funds – Global High Yield, *Pioneer Investments* [online]

³⁹ Pioneer Funds – Strategic Income, *Pioneer Investments* [online]

⁴⁰ Templeton Global Bond Fund, *Franklin Templeton Investmets Česká republika* [online]

dochází k odlišnému vývoji měnové politiky. Centrální banka USA FED utahuje měnovou politiku, naopak Evropská centrální banka ECB nadále svou měnovou politiku uvolňuje, a proto minimálně z tohoto pohledu se dá předpokládat poněkud odlišný vývoj právě na trhu dluhopisů v těchto oblastech.

Navíc díky umožněným flexibilním reakcím mohou oba fondy měnit efektivní duraci, jejíž správný management bude naprosto klíčovým pro ziskovost dluhopisových fondů v době předpokládaných postupně se zvyšujících úrokových sazeb. Oba fondy svým YTM patří spíše k potenciálně méně výnosným fondům, nicméně jsou schopny udržovat nižší volatilitu než je zvykem u podobně rizikových firemních dluhopisů. Bohužel si oba tyto fondy účtují na dluhopisové fondy skutečně vysoké ongoing charges 1,81% p. a.

Zajímavým doplňkem do dluhopisového portfolia pak je Templeton Global Bond Fund, který se jako jediný z porovnávaných fondů zaměřuje čistě na vládní dluhopisy. Jedná se o jeden z nejslavnějších a největších dluhopisových fondů na světě. Investor však musí u tohoto fondu počítat s vyšší volatilitou, než by odpovídalo předpokladům založeným pouze na základě ratingu BBB+. Pokud to investor akceptuje, může na oplátku získat výnos z málo korelované třídy aktiv, jelikož např. s fondem Strategic Income má korelační koeficient 0,49 a s fondem Euro Strategic Bond pouze 0,31.

5. Investiční případy

V této šesté kapitole se nachází celkem deset různých reálných investičních případů. Informace k jednotlivým případům byly shromážděny přímo od investorů ať již písemnou nebo osobní cestou pod podmínkou kompletní anonymity. Analýza každého případu se skládá vždy ze čtyř částí: základní charakteristiky investora, struktura jeho současného portfolia, navržené portfolio pro daného investora a nakonec srovnání obou variant portfolií.

5.1. Investor A

5.1.1. Základní charakteristiky investora

První investičním případem je finanční portfolio 75letého muže, který nashromáždil větší obnos finančních prostředků, ale zatím neví, jakým způsobem je bude chtít v budoucnu využít. Momentálně žije v rodinném domě v osobním vlastnictví.

Momentální stabilní příjmy investora jsou přibližně 55 tisíc Kč měsíčně ze starobního důchodu a ze mzdy (předpoklad mzdy je i do budoucna vzhledem k zaměstnání, které není výrazně negativně ovlivněné věkem) a pravidelné měsíční výdaje přibližně 25 tisíc Kč, většina rozdílu pak přispívá k navyšování finančního majetku. Investor požaduje nejlíkvnější rezervu alespoň ve výši 500 tisíc Kč.

Investor nemá aktuálně v plánu využití volných finančních prostředků, proto jeho klíčovým požadavkem je zhodnocení prostředků alespoň na úrovni inflace. Investor cílí investiční horizont alespoň 3 roky, nicméně pokud pro prostředky stále nebude mít využití, nemusí dojít k výběru prostředků, ale mohou se zhodnocovat i delší dobu. Investor má zkušenosti s podílovými fondy z posledních let, především s dluhopisovými a konzervativními smíšenými fondy (převaha dluhopisů).

5.1.2. Současné portfolio

Tab. č. 5: *Současné portfolio investora A*

Název produktu	Typ	Hodnota (CZK)	Podíl
Běžný účet	BÚ	200 000	7%
Spořicí účet	SÚ	1 400 000	47%
Allianz GIGANTI 2019	IŽP	100 000	3%
UCB Five Stars 2018	Str. dluh.	500 000	17%
Pioneer Funds – Strategic Income	PF	500 000	17%
IKS Balancovaný – Konzervativní	PF	300 000	10%
Celkem		3 000 000	

Pozn.: BÚ – běžný účet, SÚ – spořicí účet, IŽP – investiční životní pojištění, Str. dluh. – strukturovaný dluhopis, PF – podílový fond;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Těžištěm portfolia v tomto případě jsou běžné bankovní depozitní produkty, které zaujímají téměř 55% portfolia, přičemž běžný účet není nijak úročen a na spořicímu účtu je efektivní úroková míra 0,1% p. a.

Dále jsou zde zastoupeny dva strukturované produkty. Jedním produktem je strukturované jednorázové investiční životní pojištění Allianz GIGANTI, které trvá od prosince 2013 do června 2019⁴¹. Základní princip je tradiční – zajištění 100% kapitálové ochrany a přitom se podílet na výkonnosti koše akcií 10 světově významných firem. Teoreticky může investor získat zisk až 33% během 5,5 roku, což odpovídá maximálnímu možnému výnosu cca 5,3% p. a. Výnos se tak může pohybovat kdekoliv od 0% až do 5,3% p. a.

Druhým strukturovaným produktem je dluhopis UCB FIVE STARS 2018, který také nabízí 100% kapitálovou ochranu a výkonnost by měly zajistit dva aktivně spravované multi-asset fondy s podílem akcií do 50%. Maximální výnos není omezen, ale i kdyby se oběma fondům dařilo zopakovat jejich historickou výkonnost 8%, resp. 9% p. a.⁴² (teoreticky mohou i překonat), tak výnos dluhopisu by byl přibližně 4% p. a. nejpravděpodobněji se tedy výnos bude pohybovat od 0% až 4% p. a.

⁴¹ GIGANTI jednorázové životní pojištění, *UniCredit Bank* [online]

⁴² UCB Strukturovaný dluhopis FIVE STARS 2018, *UniCredit Bank* [online]

V portfoliu se také nachází dva podílové fondy. Prvním je do CZK měnově zajištěný dluhopisový Pioneer Funds - Strategic Income hodnocený v kapitole 4.4. Druhým podílovým fondem je IKS Balancovaný – Konzervativní vedený v CZK, což je v zásadě velmi konzervativní úzce zaměřený smíšený fond, u kterého největší pozici tvoří státní dluhopisy České republiky drobně doplněné (přibližně 10%) akciemi především z Pražské burzy cenných papírů⁴³.

5.1.3. Navržené portfolio

Tab. č. 6: *Navržené portfolio pro investora A*

Název produktu	Typ	Hodnota (CZK)	Podíl
Běžný účet	BÚ	200 000	7%
Spořicí účet	SÚ	300 000	10%
Allianz GIGANTI 2019	IŽP	100 000	3%
Pioneer Funds - Strategic Income	PF	800 000	27%
Pioneer Funds - Euro Strategic Bond	PF	800 000	27%
Templeton Global Bond Fund	PF	200 000	7%
Fidelity Funds America Fund	PF	300 000	10%
Pioneer Funds - Top European Players	PF	300 000	10%
Celkem		3 000 000	

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Nejlikvidnější rezerva je snížena na investorem vyžadovaných 500 tis. Kč. Z pohledu investorových plánů a pravidelných výdajů by rezerva měla být možná ještě menší, jelikož se jedná o peníze, které negenerují (téměř) žádný výnos, přibližně 300 tis. Kč, i tak došlo k uvolnění celkem 1,1 mil. Kč ze spořicího účtu na zhodnocování. Prodaný byl strukturovaný dluhopis UCB Five Stars přibližně za kurz 1,04, jelikož poskytuje minimální potenciální výnos do budoucna. Odkoupený byl také IKS Balancovaný - Konzervativní, jelikož pro takto úzce zaměřený fond není v portfoliu uplatnění. Z původního portfolia zůstává IŽP Allianz GIGANTI, jelikož se jedná o dlouhodobější, v zásadě termínovaný, produkt, za jehož předčasné zrušení je účtován vysoký výstupní poplatek.

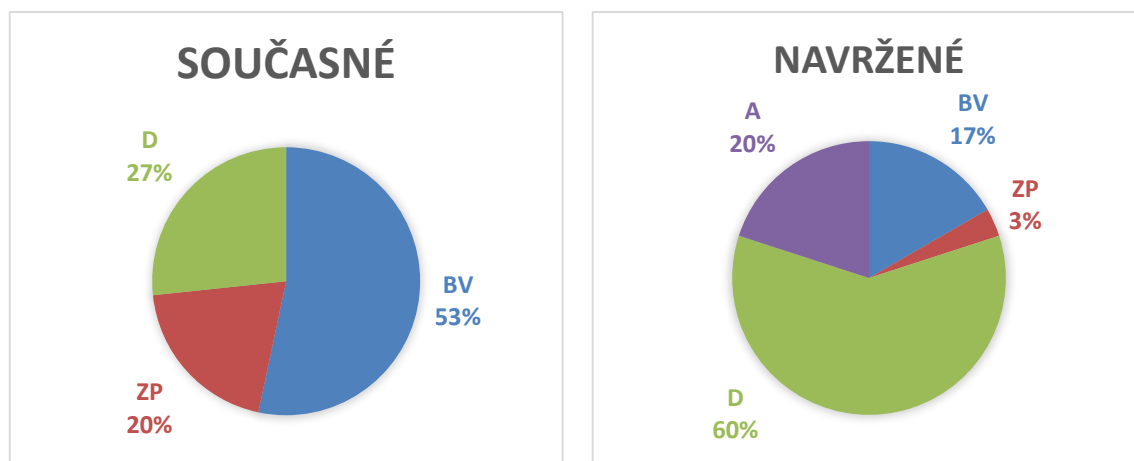
⁴³ IKS Balancovaný – konzervativní, *Investiční kapitálová společnost KB* [online]

Z pohledu podílových fondů je v souladu s dříve formulovanou strategií použito celkem 5 fondů, kdy dluhopisové fondy zaujímají 60% portfolia a akciové jenom 20%. Pro dynamičtější nastavení portfolia hovoří dostatečná likvidní rezerva, dále také charakter investovaných peněz, které nejsou pro investora životně důležité a má je stranou, dokud se nerozhodne jinak. Dále dynamičnosti nahrává investorovo vnímání nutnosti přidání rizikovějších aktiv (především akcií) pro dosažení vyššího zhodnocení a také možnost, že investiční horizont nakonec bude delší než uváděné 3 roky (teoreticky může být i výrazně delší než třeba 10 let).

Na druhou stranu pro spíše konzervativní nastavení hovoří právě krátký základní investiční horizont 3 let, který sice není pevný, ale vzhledem k věku investora je relativně pravděpodobný scénář, že během 3 let investor změní názor a bude si chtít peníze „užít“, i když momentálně neví, jak by to udělal, jelikož ani nemá vnoučata, kterým by třeba chtěl vypomáhat „půjčkami do začátku“.

5.1.4. Srovnání portfolií

Graf č. 2: Složení portfolií investora A



Pozn.: BV – bankovní vklady, ZP – zajištěné produkty, D – dluhopisy, A – akcie;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Tab. č. 7: Porovnání portfolií investora A

	PV	Vol	SR	PZ
Současné portfolio	1,21%	1,36%	0,89	18,7%
Navržené portfolio	5,11%	8,47%	0,60	27,3%

Pozn.: PV – průměrný výnos, Vol – volatilita, SR – Sharpe ratio, PZ – pravděpodobnost ztráty, všechny údaje anualizovány;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Navržené portfolio s výrazně dynamičtější alokací aktiv vykazuje v zásadě očekávané změny ve statistických parametrech, vzrostl tak průměrný výnos takového portfolia, a s tím pochopitelně vzrostla i volatilita. S růstem průměrného výnosu by určitě byl investor spokojen. V tomto případě je však naprosto klíčové, aby byl ztotožněn s opravdu výrazným nárůstem volatility. Pokud by investor skutečně dodržel pouze minimální horizont tří let, mohla by volatilita být problémem, avšak vzhledem k tomu že investiční horizont může být nakonec výrazně delší, musí být portfolio připravené i pro dlouhodobější zhodnocování prostředků. Právě 5% výnos zajistí, aby investorovo portfolio nejen že neztrácelo hodnotu vůči inflaci, jejíž průměrná výše je 2,2% p. a.⁴⁴ za posledních 15 let v ČR, ale dokonce se bude reálně zhodnocovat.

Na druhou stranu už nyní klient podstupuje nemalé riziko, že jeho portfolio bude dokonce i nominálně ztrátové na horizontu jednoho roku (i když si to možná tolik neuvědomuje). Sice volatilita jeho současného portfolia je nízká, nicméně právě kvůli nízkému výnosu pravděpodobnost ztráty téměř 20% není úplně zanedbatelná a nárůst této pravděpodobnosti na 27% v kombinaci s výrazně vyšším potenciálním výnosem je z dlouhodobého hlediska rozumné.

⁴⁴ Indexy spotřebitelských cen - životních nákladů (měsíčně), Český statistický úřad [online]

5.2. Investor B

5.2.1. Základní charakteristiky investora

Investor B je 60letý muž, který zastává vysokou řídicí manažerskou pozici. Investor žije s manželkou a jedním nezletilým dítětem ve vlastním rodinném domě. Investor má všechny hlavní finanční cíle splněny, případně je může splnit z běžných příjmů, v řádu jednotek milionů za rok.

Jediným cílem investora zůstává dlouhodobé mírné reálné zhodnocení volných finančních prostředků. Toho investor chce dosahovat jak pomocí finančního portfolia, tak také pomocí nemovitostního portfolia, které neustále rozšiřuje. Z toho také vyplývá požadavek investora na minimální rezervu 15 milionů Kč, aby mohl pružně financovat případné výhodné realitní možnosti. U akciově zaměřených investic preferuje zaměření na akcie velkých společností ve vyspělém světě, preferuje evropské společnosti před americkými. Investiční horizont není pevně stanoven, spíše krátkodobý do 5 let, nicméně může být i delší.

5.2.2. Současné portfolio

Tab. č. 8: *Současné portfolio investora B*

Název	Typ	Hodnota (CZK)	Podíl
Běžný účet	BÚ	4 000 000	6%
Spořicí účet	SÚ	18 000 000	27%
Allianz Clean Energy 2016	IŽP	2 000 000	3%
Allianz Timbi 2017	IŽP	5 000 000	8%
AXA Active Star 2020	IŽP	3 000 000	5%
UCB Five Stars 2018	Str. dluh.	3 000 000	5%
Pioneer Sporokonto	PF	2 000 000	3%
Pioneer Funds - Euro Aggregate Bond	PF	5 000 000	8%
Pioneer Funds - Strategic Income	PF	8 000 000	12%
Pioneer Funds - Euro Strategic Bond	PF	8 000 000	12%
Pioneer Funds – Multi Asset Real Return	PF	8 000 000	12%
Celkem		66 000 000	

Pozn.: BÚ – běžný účet, SÚ – spořicí účet, IŽP – investiční životní pojištění, Str. dluh. – strukturovaný dluhopis, PF – podílový fond;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

U takto velkých portfolií je třeba o to více dbát na důkladnou analýzu jednotlivých produktů, jelikož obecně platí, že čím více nástrojů, tím větší pravděpodobnost na první pohled neviděné korelace nástrojů a tím snižování efektu diverzifikace.

K základním prvkům (běžný a spořicí účet) jsou v tomto případě přidány celkem 4 zajištěné strukturované produkty. IŽP Clean Energy je pětiletý produkt (2011-2016), který disponuje 100% kapitálovou ochranou a přitom investor může ze 70% participovat na případném růstu koše akcií celkem 14 společností zabývajících se především rozvojem obnovitelných zdrojů energie⁴⁵. Váha jednotlivých akcií v koši se dynamicky mění na základě aktuální volatility a může být u každé 0-100%.

Dalším pětiletým IŽP je TIMBI (2012-2017) se standardní 100% kapitálovou ochranou. Podkladovým aktivem u TIMBI je spekulace v rámci koše měn pěti zemí - Turecko, Indie,

⁴⁵ Investiční životní pojištění Clean Energy 2016, *UniCredit Bank* [online]

Mexiko, Brazílie a Indonésie⁴⁶. V tomto případě se skutečně jedná o čistou spekulaci na měnovém trhu, který se obecně vyznačuje vyšší volatilitou než akciové investice, navíc je to trh s tzv. nulovým součtem (resp. záporným při uvažování obligatorních poplatků).

Třetím IŽP je Active Star na 5,5 roku, opět kapitálová ochrana. Investor participuje na výkonnosti fondu ETHNA-AKTIV E⁴⁷, což je jeden ze dvou fondů, které jsou podkladovým aktivem také pro strukturovaný dluhopis UCB Five Stars, popsáný u investora A. To je prvním bodem nesprávné diverzifikace, jelikož výkonnost jednoho fondu určí výkonnost 2 různých tranží strukturovaných produktů v portfoliu.

Dále se v portfoliu nachází fond peněžního trhu Pioneer Sporokonto, který se zaměřuje na pokladniční poukázky a krátkodobé dluhopisy (nejen české, ale i zahraniční) se splatností primárně do 6 měsíců. Tomu odpovídá i YTM 0,72% p. a. a durace 0,15 let⁴⁸. Dalším velmi konzervativním fondem je Pioneer Funds - Euro Aggregate Bond, který investuje do nejkvalitnějších dluhopisů v Evropě, především státních dluhopisů s celkovým průměrným ratingem A+ a z toho vyplývající YTM 0,78% p. a. při duraci 6,41 let⁴⁹.

Kromě již dříve hodnocených dluhopisových fondů Strategic Income a Euro Strategic Bond posledním zástupcem v portfoliu je Pioneer Funds – Multi Asset Real Return, jehož cílem je dlouhodobé mírné kladné reálné zhodnocení v porovnání s americkou inflací. Jedná se o multi-asset fond s flexibilní strategií, který má většinu aktiv alokovanou v akciích, především v amerických a japonských⁵⁰. Nicméně fond může aktivně řídit nejen alokaci akcie/dluhopisy, ale i měnové zajištění s jediným cílem – porazit americkou inflaci. Vzhledem k aktivnímu flexibilnímu přístupu může být výkonnost fondu výrazně odlišná od běžných akciových fondů.

⁴⁶ Investiční životní pojištění TIMBI 2015/2017, *UniCredit Bank* [online]

⁴⁷ Investment life insurance ACTIVE STAR, *UniCredit Bank* [online]

⁴⁸ Pioneer – Sporokonto, *Pioneer Investments* [online]

⁴⁹ Pioneer Funds – Euro Aggregate Bond, *Pioneer Investments* [online]

⁵⁰ Pioneer Funds – Multi Asset Real Return, *Pioneer Investments* [online]

5.2.3. Navržené portfolio

Tab. č. 9: Navržené portfolio pro investora B

Název	Typ	Hodnota (CZK)	Podíl
Běžný účet	BÚ	2 000 000	3%
Spořicí účet	SÚ	13 000 000	20%
Allianz Clean Energy 2016	IŽP	2 000 000	3%
Allianz Timbi 2017	IŽP	5 000 000	8%
AXA Active Star 2020	IŽP	3 000 000	5%
Pioneer Funds - Strategic Income	PF	10 000 000	15%
Pioneer Funds - Euro Strategic Bond	PF	10 000 000	15%
Templeton Global Bond Fund	PF	3 000 000	5%
Fidelity Funds America Fund	PF	4 000 000	6%
NN (L) US E.C.C. Equity	PF	3 000 000	5%
Pioneer Funds - Top European Players	PF	5 000 000	8%
Fidelity Funds Euro Blue Chip Fund	PF	4 000 000	6%
Amundi Funds Equity Emerging World	PF	2 000 000	3%
Celkem		66 000 000	

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Prostředky na bankovních depozitních produktech byly sníženy, nicméně je ponechána minimální investorem požadovaná nejlikvidnější rezerva 15 mil. Kč. Dále zůstávají zachovány všechny tři investiční životní pojištění, které by si při zrušení účtovaly storno poplatky. Po matematické stránce by se to možná i vyplatilo, nicméně zrušení těchto produktů je nereálné především po psychologické stránce. Jednodušší je započítat dlouhodobější IŽP jako sice nelikvidní, ale bezpečná aktiva.

V navrženém portfolio nefigurují prodané dluhopisy Five Stars za kurz přibližně 1,04, jelikož poskytuje minimální potenciál zhodnocení do budoucna, navíc jeho případný výnos se částečně kryje s potenciální výnosem IŽP Active Star, vzhledem ke shodnému podkladovému fondu. Dále byl odprodán podílový fond Sporokonto, jelikož neposkytuje žádný výnosový potenciál. Stejně dopadl i fond Euro Aggregate Bond, protože nedává

žádný smysl držet dluhopisový fond s YTM 0,78% p. a. a durací 6,41 let⁵¹. Takový fond je extrémně náchylný na změny úrokových sazeb při minimálním výnosu.

Posledním prodaným fondem je Multi Asset Real Return, který sice poskytuje potenciálně zajímavý doplněk portfolia, nicméně v souladu s celkovou filozofií navrhování portfolií v této práci je vyřazen. Dlouhodobě je totiž jednodušší, přehlednější a pravděpodobně i výnosnější se spolehnout na pevně danou alokaci aktiv mezi dluhopisy a akcie, než se spoléhat na multi-asset fond, že bude správně alokovat za investora.

Naopak investiční část portfolia tvoří všech osm v předchozí kapitole 4 vybraných vhodných podílových fondů. Dluhopisová složka je tak tvořena fondy Strategic Income a Euro Strategic Bond v poměru 1:1, v menší míře doplněná o Templeton Global Bond Fund. Akciová složka je tvořena celkem 5 akciovými fondy. Na americké akcie je hlavním fondem America Fund od Fidelity a doplňkovým fondem US Enhanced Core Concentrated Equity od NN v poměru 4:3 (fond od Fidelity byl v předchozí kapitole vybrán na základě analýzy jako první vzhledem k lepšímu vyhodnocení a fond od NN bude působit spíše jako zajišťovací fond více kopírující výkonnost benchmarku).

Na evropské akcie je hlavním fondem Top European Players od Pioneeru a doplňkovým fondem Euro Blue Chip Fund od Fidelity – poměr 5:4, jelikož se tyto dva fondy se svým geografickým zaměřením dobře doplňují (viz předchozí kapitola o výběru fondů). Celkový poměr Evropa vs. Amerika akcií je 9:7 ve prospěch nadvážením evropských akcií, jelikož to byl jeden z požadavků investora. Posledním, spíše doplňkovým, podílovým fondem je Equity Emerging World od Amundi, který tvoří 1/9 z akciových investic. Spolu s Global Bond Fund a částečně Euro Strategic Bond aktiva zaměřená na rozvíjející se země dosahují přibližně 13% celkového portfolia.

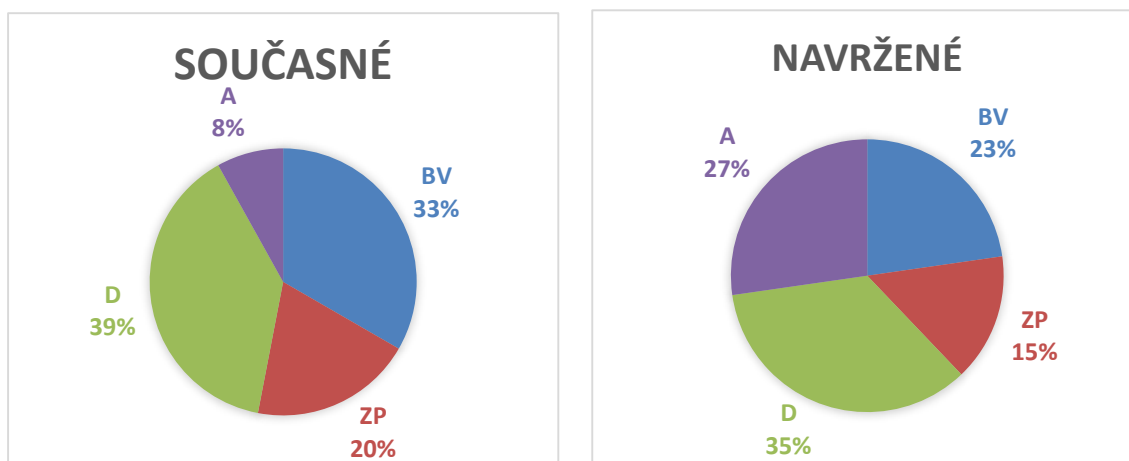
Celkově akcie zaujmají více než čtvrtinu portfolia. Pro výrazné navýšení podílu akcií hovoří hned několik faktorů. Prvním je neurčitý investiční horizont, který může být teoreticky od 5 let do 20, 25 let, jelikož není pevně stanoveno, na co prostředky investor bude chtít využít, proto je třeba mít na mysli dlouhodobé reálné výnosy před krátkodobými potenciálními propady. Navíc investor je velmi dobře finančně zajištěn, proto i kdyby vznikla potřeba financování, má více zdrojů, které může využít a neznamená to tedy nutně prodej

⁵¹ Teoreticky by dávalo smysl tento fond držet pro spekulaci na pokles tržních úrokových sazeb, nicméně to je skutečně čistě spekulace a nikoliv investice, k tomuto účely nejsou podílové fondy primárně určeny.

celého finančního portfolia, ale může využít i prostředky z nemovitostního portfolia. Na druhou stranu se ale nedá automaticky předpokládat, že i když je investor dobře zajištěn, tak může mít nastavení, jako kdyby měl 10letý horizont.

5.2.4. Srovnání portfolií⁵²

Graf č. 3: Složení portfolií investora B



Pozn.: BV – bankovní vklady, ZP – zajištěné produkty, D – dluhopisy, A – akcie;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Tab. č. 10: Porovnání portfolií investora B

	PV	Vol	SR	PZ
Současné portfolio	2,45%	1,86%	1,31	9,4%
Navržené portfolio	5,37%	4,26%	1,26	10,4%

Pozn.: PV – průměrný výnos, Vol – volatilita, SR – Sharpe ratio, PZ – pravděpodobnost ztráty, všechny údaje anualizovány;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Celkově tedy došlo k omezení množství prostředků na depozitních produktech, prodání jednoho zajištěného produktu a také dluhopisová složka prošla razantní změnou, když i u samotných dluhopisů došlo k výraznému zdynamičtění složky – prodány byly fondy

⁵² Pro zachování konzistence výsledků je délka pozorování u tohoto případu 49 měsíčních hodnot (prosinec 2011 až prosinec 2015) místo dříve uvedených 94 pozorování. Důvodem je zastoupení fondu Pioneer Funds – Multi Asset Real Return v portfoliu, jelikož tento fond byl založen až v listopadu 2011.

s minimálním YTM a naopak přikoupeny fondy s potenciálem výnosu i v dnešní době. Akciová složka je výrazně rozšířena pomocí fondů s jasně specifikovaným zaměřením.

Celkový efekt je tak možno vidět ve srovnávací tabulce, kdy podle očekávání přidáním dynamičtějších nástrojů vzrostla volatilita na více jak dvojnásobek, nicméně obdobně vzrostl i průměrný výnos portfolia, což přispělo k vynikajícímu výsledku z pohledu Sharpe ratio, které pokleslo jen minimálně. V souladu s těmito údaji je i téměř nezměněná pravděpodobnost ztráty. Celkově tak bylo navrženo portfolio s výrazně vyšším výnosovým potenciálem při udržení volatility na rozumné úrovni.

5.3. Investor C

5.3.1. Základní charakteristiky investora

Investorem C je 60letý muž, který kromě pobírání starobního důchodu má ještě řadu podnikatelských aktivit, ze kterých mu plyne většina, i když nepravidelného, příjmu. Žije v rodinném domě v osobním vlastnictví.

Kromě finančního portfolia má investor několik nemovitostí, které zajišťují dodatečnou finanční stabilitu. Investor má všechny své hlavní finanční cíle splněny a primární pro něj je, aby mu portfolio neprodělávalo, a to především dlouhodobě v reálném vyjádření. Investiční horizont nemá investor přesně definovaný, nicméně vzhledem k tomu, že pro své prostředky zatím nemá konkrétní využití, minimem jsou 3 roky, ale pokud nebude v horší finanční situaci, může se jednat i o dlouhodobější investici.

5.3.2. Současné portfolio

Tab. č. 11: *Současné portfolio investora C*

Název	Typ	Hodnota (CZK)	Podíl
Běžný účet	BÚ	1 500 000	5%
AXA TOP 20 2018	IŽP	2 000 000	7%
Pioneer Funds - Euro Aggregate Bond	PF	2 000 000	7%
Pioneer Funds - Strategic Income	PF	10 000 000	36%
Pioneer Funds - Global High Yield	PF	3 000 000	11%
Pioneer Funds - Multi Asset Real Return	PF	6 000 000	21%
Pioneer Funds - U.S. Pioneer Fund	PF	3 500 000	13%
Celkem		28 000 000	

Pozn.: BÚ – běžný účet, IŽP – investiční životní pojištění, PF – podílový fond;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Investor v porovnání ke svému celkovému portfoliu udržuje minimální množství prostředků na bankovních účtech, dokonce nemá ani spořicí účet. Kromě běžného účtu je dalším konzervativním prvkem v portfoliu jednorázové investiční životní pojištění AXA TOP 20 2018, které trochu nadstandardně má 102% kapitálovou ochranu vložených prostředků a k tomu je investičním podkladem index akcií 20 celosvětově významných společností z oblastí IT, potravinářství, tabákového průmyslu, módy, luxusního zboží, zábavy a sportu⁵³.

Dalším velmi konzervativním prvkem je fond Euro Aggregate Bond, který stejně jako u investora B, nemá žádný strategický užitek v portfoliu, spíše ukrývá výrazné riziko. Nosným produktem dobře známý Strategic Income, i když na první pohled je zřejmá disbalance v portfoliu, kdy tento jediný fond zaujímá více jak 1/3 podíl na celém portfoliu. Fond Global High Yield je obecně rizikovější než Strategic Income a zaměřuje se na firemní dluhopisy se spekulativním ratingem (průměrný rating BB-). Zhruba 50% portfolia je v USA a druhá polovina ze zbytku světa. Nižšímu ratingu na druhou stranu odpovídá vyšší YTM 7,5% p. a. to vše při duraci 4,37 let⁵⁴.

⁵³ TOP 20, *UniCredit Bank* [online]

⁵⁴ Pioneer Funds – Global High Yield, *Pioneer Investments* [online]

Dalším fondem v portfoliu je specifický Multi Asset Real Return, který podobně jako u investora B má značné zastoupení v portfoliu na to, že se jedná o poněkud specifický fond. Posledním fondem je vlajková loď Pioneer Investments – U.S. Pioneer Fund, který se zaměřuje čistě na americké akcie, jeho manažer John Carey vyznává spíše dlouhodobý hodnotový styl investování, proto je například nadvážená pozice zdravotnického sektoru, a obecně nemá příliš rád růstové akcie z oblasti IT, které spíše podvažuje.

5.3.3. Navržené portfolio

Tab. č. 12: *Navržené portfolio pro investora C*

Název	Typ	Hodnota (CZK)	Podíl
Běžný účet	BÚ	500 000	2%
Spořicí účet	SÚ	1 500 000	5%
AXA TOP 20 2018	IŽP	2 000 000	7%
Pioneer Funds - Strategic Income	PF	7 000 000	25%
Pioneer Funds - Euro Strategic Bond	PF	7 000 000	25%
Templeton Global Bond Fund	PF	2 000 000	7%
Fidelity Funds America Fund	PF	3 500 000	13%
Pioneer Funds - Top European Players	PF	3 500 000	13%
Amundi Funds Equity Emerging World	PF	1 000 000	4%
Celkem		28 000 000	

Pozn.: SÚ – spořicí účet;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Vzhledem k podnikatelským aktivitám investora prvním krokem je mírné zvýšení prostředků uložených na bankovních depozitech a s tím související využívání spořicího účtu, který sice v dnešní době nepřináší zářné zhodnocení, ale stále je jedním ze základních prvků každého portfolia. Jako tradičně již uzavřené IŽP je položkou v portfoliu, se kterou se reálně nedá hnout, dokud nevyprší.

Z portfolia byly vyřazeny celkem čtyři z původních pěti podílových fondů. Euro Aggregate Bond nemá v dnešní době nízkých úrokových sazeb v portfoliu místo. Global High Yield je určitě zajímavým celosvětovým fondem, nicméně pro větší flexibilitu a přesnější rozdělení zaměření fondů v portfoliu je využita kombinace jiných tří dluhopisových fondů

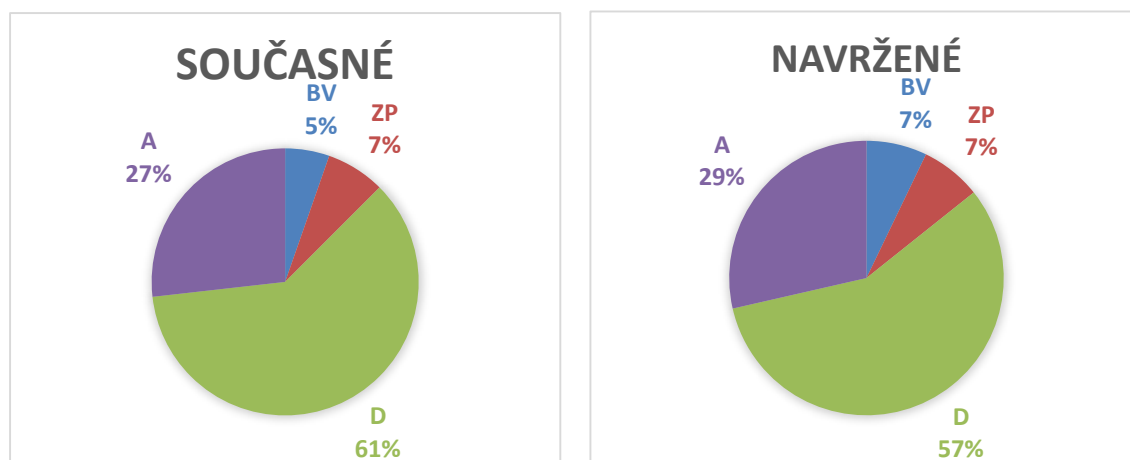
a tento fond do koncepce nezapadá, což nicméně neznamená, že by byl sám o sobě špatnou volbou. Podobně do koncepce vyznávané v této práci nezapadá i specifický Multi Asset Real Return. Čtvrtým fondem, který byl odkoupen, je U.S. Pioneer Fund, jelikož v přímém srovnání vyšel hůře než America Fund od Fidelity.

Zbývajících 24 milionů Kč je rozděleno do celkem šesti fondů. Dvěma základními stavebními kameny jsou známé dluhopisové fondy Strategic Income a Euro Strategic Bond, každý vahou celých 25% z portfolia. Doplněny jsou opět menším zastoupením Templeton Global Bond Fundem. O akciovou složku se starají vybrané fondy - Top European Players na evropské a America Fund na americké akcie v neutrálním poměru 1:1. Nepatrným doplňkem je fond Emerging Equity World od Amundi, který společně s Global Bond Fund a částečně Euro Strategic Bond znamená expozici portfolia vůči rozvíjejícím se trhům na horní hranici rozumné akceptovatelnosti, tj. 20%.

Celkový poměr dluhopisové složky je 57% a akciové složky 29%, což by mělo zajistit poměrně příznivé dlouhodobé zhodnocení portfolia, pokud by prostředky nebyly čerpány a délka investování by byla delší než 5 let. V analýze investora lze nalézt argumenty pro větší i menší zastoupení dynamičtější akciové složky. Tím nejdůležitějším aspektem pro rozhodnutí o zastoupení akcií téměř 30% je investorova zkušenost s akciovými podílovými fondy, jelikož kromě převážně akciového Multi Asset Real Return má již nyní investor v portfoliu čistě akciový fond U.S. Pioneer Fund a minulá investorská zkušenost je z psychologického hlediska velmi důležitá pro dlouhodobé udržování správného nastavení investic. Kromě možnosti, že prostředky mohou být čerpány už třeba za 3 roky, největším argumentem pro menší zastoupení dynamické složky, který byl vzat v potaz, je menší objem prostředků na likvidních bankovních depozitech, i kvůli nepravidelným příjmům z podnikání, nicméně investor je takto zvyklý dlouhodobě fungovat a dostatečnou rezervou pro něj je i jen 500 tisíc Kč.

5.3.4. Srovnání portfolií⁵⁵

Graf č. 4: Složení portfolií investora C



Pozn.: BV – bankovní vklady, ZP – zajištěné produkty, D – dluhopisy, A – akcie;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Tab. č. 13: Porovnání portfolií investora C

	PV	Vol	SR	PZ
Současné portfolio	5,18%	4,60%	1,13	13,0%
Navržené portfolio	6,26%	5,03%	1,25	10,6%

Pozn.: PV – průměrný výnos, Vol – volatilita, SR – Sharpe ratio, PZ – pravděpodobnost ztráty, všechny údaje anualizovány;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Na první pohled se zdá, že se toho příliš nezměnilo, nicméně trochu byly navýšeny prostředky na depozitních bankovních produktech a především došlo ke změnám uvnitř jednotlivých tříd aktiv. V současném portfoliu byla dluhopisová složka tvořena z 60% fondem Strategic Income, v navrženém portfoliu je rozložení rovnoměrnější. Navíc například efekt vyřazení fondu Euro Aggregate Bond z portfolia a nahrazením jinými fondy se příliš neprojeví na historických datech, jelikož fond zaznamenal velmi silnou výkonnost v posledních letech, nicméně do budoucna se výměna určitě pozitivně projeví, jelikož fond v současné době nemá žádný výnosový potenciál. Dále byly výměny fondů

⁵⁵ Kvůli zastoupení fondu Multi Asset Real Return statistické srovnání vychází ze 49 měsíčních pozorování – od prosince 2011 do prosince 2015.

uskutečněním kvůli vyváženosti a jednoznačnosti zaměření celého navrženého portfolia a především byla výrazně více diverzifikována akciová složka do celkem tří fondů.

Změny se pozitivně projevily i na statistickém srovnání obou portfolií, kdy volatilita se zvýšila pouze o 0,4 p. b. a přitom průměrný výnos se zvýšil o více jako 1 p. b., což se souhrnně projevilo na vyšším SR a proto také poklesla pravděpodobnost ztráty v prvním roce pouze na 10,6%, což je pro investora C nejvíce pozitivní statistická změna v jeho portfoliu vzhledem k jeho cíli.

5.4. Investor D

5.4.1. Základní charakteristiky investora

Čtvrtým investorem je 60letý muž, který vedle pobírání starobního důchodu stále pracuje a díky tomu si udržuje kladné měsíční cash flow přibližně 70 tisíc Kč. Žije v rodinném domě v osobním vlastnictví.

Investorem požadovaná nutná rezerva je alespoň 1 milion Kč, jelikož je pravděpodobné, že bude v blízké době kupovat automobil, jinak by rezervu nepotřeboval příliš velkou vzhledem k pozitivnímu cash flow. Investor má dlouhodobé zkušenosti s podílovými fondy, převážně spíše s dluhopisovými nebo konzervativními smíšenými. Jeho hlavním cílem je mírné reálné zhodnocení prostředků na horizontu pěti let, délka investice nakonec může být delší, jelikož prozatím nemá stanovené využití prostředků, ale může být i kratší, pokud by se naskytla zajímavá investiční příležitost na realitním trhu.

5.4.2. Současné portfolio

Tab. č. 14: *Současné portfolio investora D*

Název	Typ	Hodnota (CZK)	Podíl
Běžný účet	BÚ	100 000	1%
Spořicí účet	SÚ	2 000 000	28%
Pioneer Funds - Strategic Income	PF	1 700 000	24%
Pioneer Funds - Euro Strategic Bond	PF	1 300 000	18%
Pioneer Funds - Emerging Markets Bond	PF	1 000 000	14%
Pioneer Funds - Multi Asset Real Return	PF	1 000 000	14%
Celkem		7 100 000	

Pozn.: BÚ – běžný účet, SÚ – spořicí účet, IŽP – investiční životní pojištění, Str. dluh. – strukturovaný dluhopis, PF – podílový fond;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Základem současného portfolio je poměrně rozumně diverzifikovaná dluhopisová složka, tvořena fondy Strategic Income a Euro Strategic Bond, přičemž k nim je doplněn Emerging Markets Bond, který se však s Euro Strategic Bondem částečně překrývá v oblastech firemních dluhopisů v největších rozvíjejících se ekonomikách. Sám o sobě může být Emerging Markets Bond zajímavým fondem vzhledem k YTM přes 7% p. a., nicméně velkým nebezpečím je vysoká durace téměř 5,82 let, která ještě zvýší volatilitu fondu. Jedinou akciovou složku do portfolio přináší specificky zaměřený, a z předchozích případů již dobře známý, Multi Asset Real Return.

5.4.3. Navržené portfolio

Tab. č. 15: Navržené portfolio pro investora D

Název	Typ	Hodnota (CZK)	Podíl
Běžný účet	BÚ	100 000	1%
Spořicí účet	SÚ	1 000 000	14%
Pioneer Funds - Strategic Income	PF	1 800 000	25%
Pioneer Funds - Euro Strategic Bond	PF	1 800 000	25%
Templeton Global Bond Fund	PF	600 000	8%
Fidelity Funds America Fund	PF	900 000	13%
Pioneer Funds - Top European Players	PF	900 000	13%
Celkem		7 100 000	

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

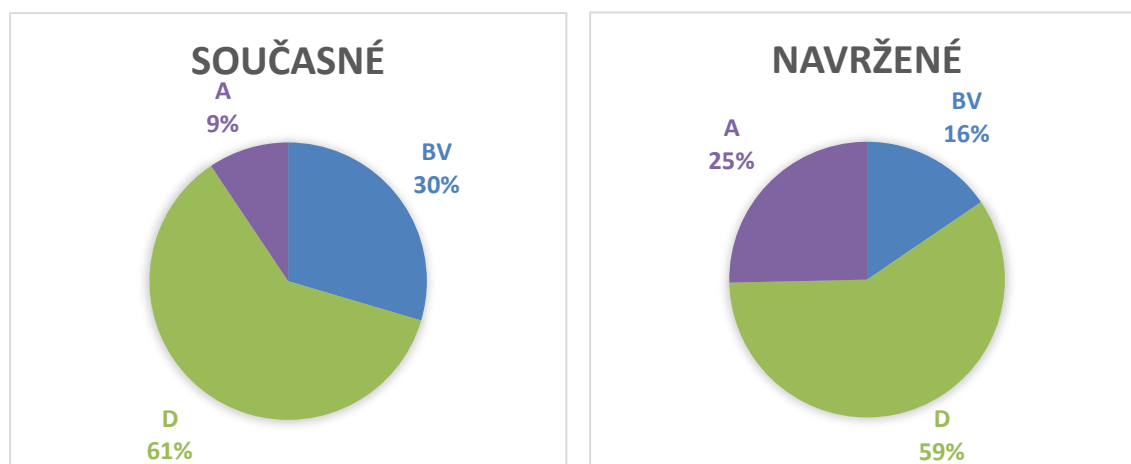
Prvním krokem je snížení likvidní rezervy na 1,1 milionu Kč a uvolnění dalšího 1 milionu Kč pro investování, přičemž je respektován klientův výhled na brzký nákup automobilu. Prodán byl fond Emerging Markets Bond, jelikož stejného zaměření (i když celkově v menším rozsahu) na firemní dluhopisy v největších rozvíjejících se trzích je v navrženém portfolio dosaženo díky posílení pozice Euro Strategic Bond.

Kostru navrženého portfolio tvoří dluhopisové fondy Strategic Income a Euro Strategic Bond v poměru 1:1, doplněné o Global Bond Fund, který zvyšuje expozici vůči rozvíjejícím se trhů na akceptovatelných 17%. Akciovou složku obstarají dva fondy na základní ekonomická centra světa – America Fund a Top European Players.

Celkově se akciová složka podílí na portfolio 25%. Jedná se o univerzální nastavení, které je dostatečně flexibilní pro více možných scénářů. Na jednu stranu je cílem mírně reálné zhodnocení na 5letém horizontu, k tomu navíc není pevně dané, že prostředky budou skutečně využity, délka investice se tak může prodloužit i výrazně. Na druhou stranu teoreticky se může stát, že investice bude kratší než na 5 let, pokud by se investorovi naskytla výhodná investice do nemovitosti. Argumentem pro vyšší podíl je dlouhodobější zkušenost investora s podílovými fondy a jeho finanční zabezpečení, avšak pro nižší podíl zase hovoří absence akciových fondů v současném portfolio a žádná předchozí zkušenost investora s fondy zaměřenými čistě na tuto třídu aktiv.

5.4.4. Srovnání portfolií⁵⁶

Graf č. 5: Složení portfolií investora D



Pozn.: BV – bankovní vklady, D – dluhopisy, A – akcie;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Tab. č. 16: Porovnání portfolií investora D

	PV	Vol	SR	PZ
Současné portfolio	3,72%	3,14%	1,18	11,8%
Navržené portfolio	6,39%	4,70%	1,36	8,7%

Pozn.: PV – průměrný výnos, Vol – volatilita, SR – Sharpe ratio, PZ – pravděpodobnost ztráty, všechny údaje anualizovány;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Souhrnně došlo ke snížení objemu bankovních depozit a uvolnění více peněz na investování. Dále byla restrukturalizována dluhopisová složka, kde došlo k odstranění částečného překrytí zaměření fondů Emerging Markets Bond a Euro Strategic Bond. Hlavní změnou je však zvýšení akciové expozice portfolia za účelem dodání vyšších výnosů, což se povedlo, jelikož průměrné výnosy výrazně vzrostly a přitom volatilita stoupla menším poměrem. Celkově tak došlo ke zlepšení Sharpe ratio, což je nejpozitivnějším výsledkem.

⁵⁶ Kvůli zastoupení fondu Multi Asset Real Return statistické srovnání vychází ze 49 měsíčních pozorování – od prosince 2011 do prosince 2015.

5.5. Investor E

5.5.1. Základní charakteristiky investora

Pátým investorem je 65letý pracující penzista, který si plánuje užít peněz, jakmile již nebude do práce chodit s potěšením. Díky kombinaci penze a měsíční mzdy investor pracuje se silným kladným měsíčním cash flow přibližně 40 tisíc Kč. Bydlení má zajištěné rodinným domem v osobním vlastnictví.

Základním požadavkem investora je ponechání dostatečné rezervy na bankovních depozitních produktech v hodnotě alespoň 500 tisíc Kč, která je sice vyšší než by nutně měla být, nicméně investor plánuje v brzké době větší výdaje na opravu domu a výměnu automobilu. Jeho hlavním investičním cílem je minimálně dorovnat inflaci, optimálně by však chtěl dosáhnout mírného kladného reálného zhodnocení přibližně na pětiletém horizontu. Horizont není nijak závazný, je spíše důležitý pro plánovanou revaluaci.

5.5.2. Současné portfolio

Tab. č. 17: *Současné portfolio investora E*

Název	Typ	Hodnota (CZK)	Podíl
Běžný účet	BÚ	100 000	5%
Spořicí účet	SÚ	600 000	29%
AXA TOP 20 2018	IŽP	200 000	10%
Pioneer Funds - Strategic Income	PF	600 000	29%
Pioneer Funds - Euro Strategic Bond	PF	400 000	19%
Pioneer Funds - European Equity Target Income	PF	200 000	10%
Celkem		2 100 000	

Pozn.: BÚ – běžný účet, SÚ – spořicí účet, IŽP – investiční životní pojištění, PF – podílový fond;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Kostru konzervativního současného portfolio tvoří klasické dva základní depozitní produkty a dva dobře známé dluhopisové fondy, které se přibližují rovnovážnému poměru. Dále je portfolio doplněné jednou z variant IŽP.

Velmi zajímavým fondem je European Equity Target Income, který se zaměřuje na evropské dividendové akcie, primárně tedy nadvažuje sektory, které jsou známé svou politikou stabilně vyplácených dividend, především finance, případně telekomunikace⁵⁷. Fond pracuje ve smyslu stanovení cíle na vyplacení dividend z fondu za jeden rok (aktuálně 7%). Výsledkem je akciový fond s menší volatilitou než standardní akciový fond s možností pravidelného vyplacení dividend, nicméně dlouhodobě nižší výkonností než standardní akciové fondy.

5.5.3. Navržené portfolio

Tab. č. 18: *Navržené portfolio pro investora E*

Název	Typ	Hodnota (CZK)	Podíl
Běžný účet	BÚ	100 000	5%
Spořicí účet	SÚ	400 000	19%
AXA TOP 20 2018	IŽP	200 000	10%
Pioneer Funds - Strategic Income	PF	400 000	19%
Pioneer Funds - Euro Strategic Bond	PF	400 000	19%
Templeton - Global Bond Fund	PF	100 000	5%
Fidelity Funds America Fund	PF	250 000	12%
Pioneer Funds - Top European Players	PF	250 000	12%
Celkem		2 100 000	

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Prvním krokem bylo mírné snížení prostředků na bankovních účtech o 200 tisíc Kč, avšak v souladu s požadavkem investora na likvidní rezervu 500 tisíc Kč. IŽP vzhledem k odkupním srážkám zůstává. Portfolio je sestaveno strukturou 1:1 Strategic Income a Euro Strategic Bond doplněné v menší míře o Global Bond Fond, který zvyšuje expozici portfolio vůči emerging markets na přibližně 12%.

Akciovou složku tvoří pouze dva fondy v poměru 1:1 – America Fund na americké akcie a Top European Players na ty evropské, European Equity Target Income byl tedy odkoupen. Fond, především na kratším horizontu, sice může poskytovat zajímavou akciovou variantu s nižší než standardní volatilitou, nicméně tento druh investice je

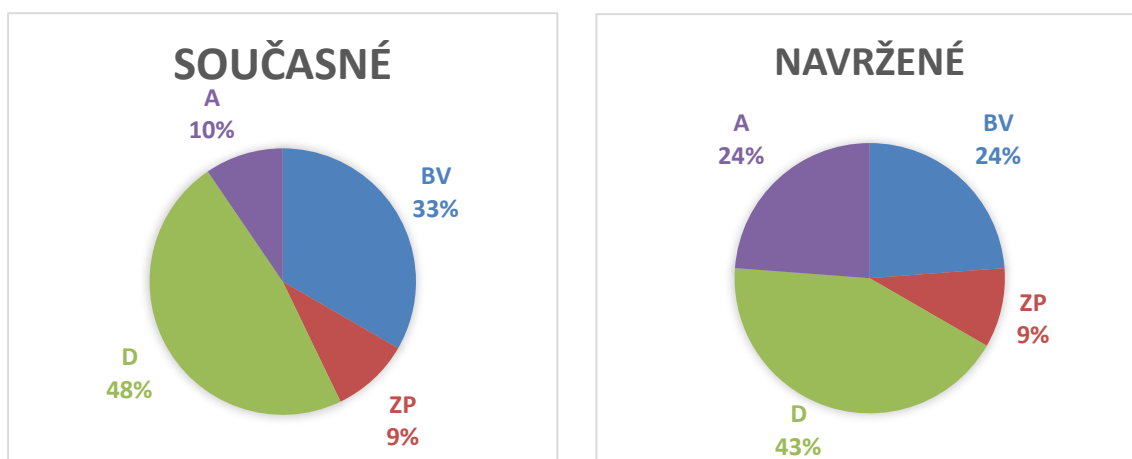
⁵⁷ Pioneer Funds – European Equity Target Income, *Pioneer Investments* [online]

specifičtěji zaměřen, navíc není zatím časem prověřen a existují i názory, že jsou dividendové akcie přehřáté (jelikož se celá řada investorů při hledání výnosů odklonila od dluhopisů třeba i se záporným úrokem a investuje do rizikovějších firemních dluhopisů či do dividendových akcií).

Celkově tedy akciová složka zastává 24%. Argumentem pro případně nižší podíl dynamické složky je relativně přesvědčivě stanovený krátkodobý horizont, navíc investor má teprve nedávnou zkušenost pouze s jedním akciovým fondem. Na druhou stranu pro vyšší zastoupení akcií hovoří možnost prodloužení investičního horizontu, jelikož investor neví, na co bude chtít prostředky použít a silné pravidelné měsíční kladné cash flow, kterým je investor schopen postupně ještě dále navyšovat svůj finanční majetek.

5.5.4. Srovnání portfolií⁵⁸

Graf č. 6: Složení portfolií investora E



Pozn.: BV – bankovní vklady, ZP – zajištěné produkty, D – dluhopisy, A – akcie;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

⁵⁸ Kvůli zastoupení fondu European Equity Target Income (vznik v září 2013) v současném portfoliu statistické srovnání vychází pouze z 26 měsíčních pozorování – od října 2013 do prosince 2015.

Tab. č. 19: *Porovnání portfolií investora E*

	PV	Vol	SR	PZ
Současné portfolio	2,37%	2,20%	1,08	14,0%
Navržené portfolio	3,72%	3,86%	0,96	16,7%

Pozn.: PV – průměrný výnos, Vol – volatilita, SR – Sharpe ratio, PZ – pravděpodobnost ztráty, všechny údaje anualizovány;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Snížení bankovních vkladů a výrazné navýšení akciové složky mělo pozitivní dopad na průměrný výnos navrženého portfolia. Spolu se zvýšeným výnosem koresponduje také zvýšená volatilita, nicméně nárůsty obou veličin byly relativně podobné, jelikož se jen mírně zhoršilo Sharpe ratio a s tím se také lehce zvýšila pravděpodobnost ztráty v jednom roce na 17%. Nicméně celkový efekt je podařený, jelikož současné portfolio je svým průměrným výnosem přibližně na úrovni dlouhodobé inflace, nicméně navržené portfolio má velmi dobrý potenciál na střednědobém horizontu skutečně dosahovat reálných výnosů.

5.6. Investor F

5.6.1. Základní charakteristiky investora

Šestým investičním případem je portfolio 60letého investora, jehož průměrná mzda včetně odměn je zhruba 80 tisíc Kč. Žije v rodinném domě v osobním vlastnictví. Finanční portfolio mohlo být výrazně větší, nicméně v nedávné době investor podnikl nákladnou rekonstrukci a rozšíření domu.

Díky kladnému měsíčnímu cash flow přibližně 40 tisíc měsíčně je investorova finanční situace zajištěna. Hlavním cílem investora je dosažení udržitelného reálného zhodnocení jeho finančních prostředků, jelikož momentálně si splnil své přání ohledně úprav bydlení, nemá zatím v plánu žádný větší výdaj a všechny „menší“ výdaje je schopen pokrýt z průběžných zdrojů.

5.6.2. Současné portfolio

Tab. č. 20: *Současné portfolio investora F*

Název	Typ	Hodnota (CZK)	Podíl
Běžný účet	BÚ	100 000	7%
Spořicí účet	SÚ	400 000	27%
Pioneer Funds - Strategic Income	PF	500 000	33%
Pioneer Funds - European Equity Target Income	PF	500 000	33%
Celkem		<i>1 500 000</i>	

Pozn.: BÚ – běžný účet, SÚ – spořicí účet, IŽP – investiční životní pojištění, Str. dluh. – strukturovaný dluhopis, PF – podílový fond;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Finanční portfolio je velmi chudé, kde kromě fondu Strategic Income, od kterého se očekává zhodnocení alespoň na úrovni inflace, tak relativně nedávno investor zdynamičtil portfolio pomocí European Equity Target Income - akciového fondu zaměřeného na evropské dividendové akcie. Na první pohled je však zřejmé, že by portfolio mělo být více diverzifikováno.

5.6.3. Navržené portfolio

Tab. č. 21: *Navržené portfolio pro investora F*

Název	Typ	Hodnota (CZK)	Podíl
Běžný účet	BÚ	100 000	7%
Spořicí účet	SÚ	200 000	13%
Pioneer Funds - Strategic Income	PF	350 000	23%
Pioneer Funds - Euro Strategic Bond	PF	350 000	23%
Fidelity Funds America Fund	PF	250 000	17%
Pioneer Funds - Top European Players	PF	250 000	17%
Celkem		<i>1 500 000</i>	

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Jelikož si investor nestanovil žádnou hranici, kterou by chtěl mít vždy k dispozici na bankovních depozitech, byl snížen zůstatek spořicího účtu o 200 tisíc, i tak by 300 tisíc

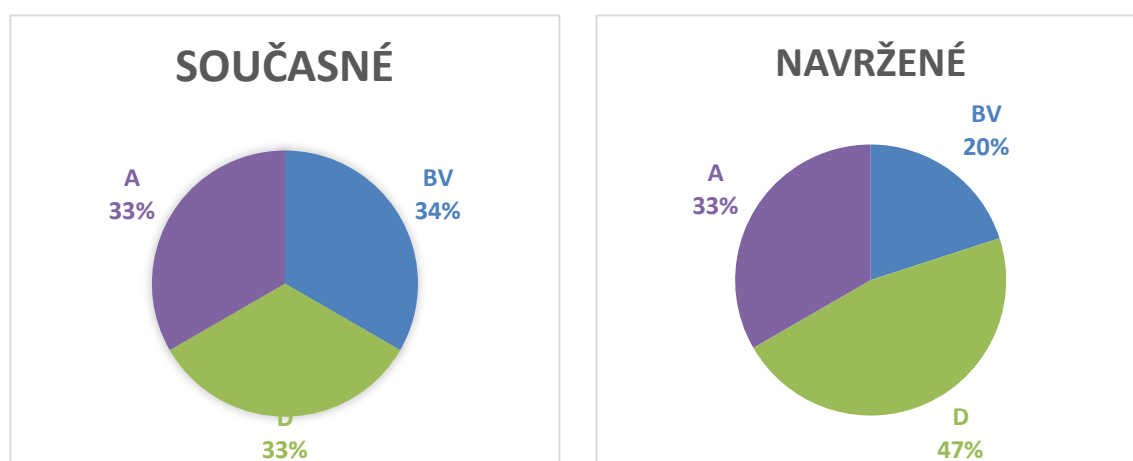
mělo být pro investora dostatečnou likvidní rezervou vzhledem k jeho výdajům přibližně 40 tisíc Kč měsíčně a výrazně kladnému měsíčnímu cash flow.

Zbylých 1,2 milionu Kč je rozděleno více diverzifikovaně, než jak momentálně investor zhodnocuje prostředky, ale přitom je vzato v potaz, že investor momentálně má investiční portfolio jen o dvou fondech, proto po psychologické stránce není optimální rozšiřovat portfolio o velké množství dalších fondů, čtyři fondy celkem rozumně zastanou diverzifikaci.

Akciové fondy tak tvoří 1/3 portfolio, což je stejný poměr, kolik zaujímaly akcie v současném portfolio. Nicméně dividendový evropský fond byl vyměněn za výrazně lépe diverzifikovanou strategii America Fund a Top European Players v poměru 1:1. Investor má již v současném portfolio zkušenosti s 1/3 portfolio v akciích, prostředky má spíše na střednědobé mírné reálné zhodnocování, nemá v plánu peníze v nejbližší době využít, to všechno jsou body pro vyšší zastoupení akcií. Na druhou stranu by podíl akciové složky neměl být až příliš agresivní, vzhledem k tomu, že význam krátkodobé zkušenosti s jedním akciovým fondem se nedá přeceňovat.

5.6.4. Srovnání portfolií⁵⁹

Graf č. 7: Složení portfolií investora F



Pozn.: BV – bankovní vklady, ZP – zajištěné produkty, D – dluhopisy, A – akcie;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

⁵⁹ Kvůli zastoupení fondu European Equity Target Income v portfolio statistické srovnání vychází pouze z 26 měsíčních pozorování – od října 2013 do prosince 2015.

Tab. č. 22: *Porovnání portfolií investora F*

	PV	Vol	SR	PZ
Současné portfolio	4,45%	4,58%	0,97	16,6%
Navržené portfolio	5,27%	4,91%	1,07	14,1%

Pozn.: PV – průměrný výnos, Vol – volatilita, SR – Sharpe ratio, PZ – pravděpodobnost ztráty, všechny údaje anualizovány;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Jak je vidět i graficky, z pohledu rozložení aktiv nedošlo k nikterak dramatické změně, pouze se 200 tisíc Kč „přeměnilo“ z minimálně výnosného spořicího účtu na dluhopisy alespoň s potenciálem poražení inflace. Možná důležitějším prvkem však byla diverzifikace jak dluhopisové, tak akciové složky vždy mezi dva základní podílové fondy.

Celkově tak došlo k mírnému zlepšení tří ukazatelů ze čtyř, když jediným negativem je spíše malé zvýšení volatility, na druhou stranu průměrný výnos zaznamenal solidní růst, pochopitelně to vedlo ke zlepšení Sharpe ratio a snížila se také pravděpodobnost ztráty v jednom roce, což lze jednoznačně hodnotit jako úspěch.

5.7. Investor G

5.7.1. Základní charakteristiky investora

Sedmým investorem je 60letý úspěšný podnikatel, který sice pobírá starobní důchod, ale hlavním zdrojem příjmů je jeho podnikání. Své bydlení má zajištěné vzhledem k rodinnému domu v osobním vlastnictví.

Investor zatím nemá stanovené využití svých volných finančních prostředků, je to dané i tím, že stále aktivně pokračuje ve svém podnikání. Svůj investiční horizont stanovil na minimálně pět let, a potom se bude znovu rozhodovat. Teoreticky je možné, že by horizont nedodržel, kdyby se mu naskytla skutečně výhodná nemovitostní příležitost. Nicméně investici do nemovitosti aktivně nevyhledává, proto je zkrácení délky investice poměrně nepravděpodobné. Jeho hlavním cílem pro práci volných prostředků je poražení inflace. A také má požadavek na minimální velikost nejlikvidnější rezervy na bankovních účtech v objemu 300 tisíc korun.

5.7.2. Současné portfolio

Tab. č. 23: *Současné portfolio investora G*

Název produktu	Typ	Hodnota (CZK)	Podíl
Běžný účet	BÚ	100 000	4%
Spořicí účet	SÚ	700 000	30%
AXA Active Star 2020	IŽP	500 000	22%
Pioneer Funds - Strategic Income	PF	500 000	22%
Pioneer Funds - Euro Strategic Bond	PF	500 000	22%
Celkem		2 300 000	

Pozn.: BÚ – běžný účet, SÚ – spořicí účet, IŽP – investiční životní pojištění, PF – podílový fond;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

V současnosti má investor konzervativní portfolio bez jakékoli přímé akciové investice. Nepřímou akciovou expozicí je IŽP Active Star, nicméně to případnou výkonností nemůže přímé investici konkurovat. Nejdynamičtější složkou tak jsou v současnosti dluhopisové fondy Strategic Income a Euro Strategic Bond, které jsou ve vhodném poměru 1:1.

5.7.3. Navržené portfolio

Tab. č. 24: *Navržené portfolio pro investora G*

Název produktu	Typ	Hodnota (CZK)	Podíl
Běžný účet	BÚ	100 000	4%
Spořicí účet	SÚ	200 000	9%
AXA Active Star 2020	IŽP	500 000	22%
Pioneer Funds - Strategic Income	PF	500 000	22%
Pioneer Funds - Euro Strategic Bond	PF	500 000	22%
Fidelity Funds America Fund	PF	250 000	11%
Pioneer Funds - Top European Players	PF	250 000	11%
Celkem		2 300 000	

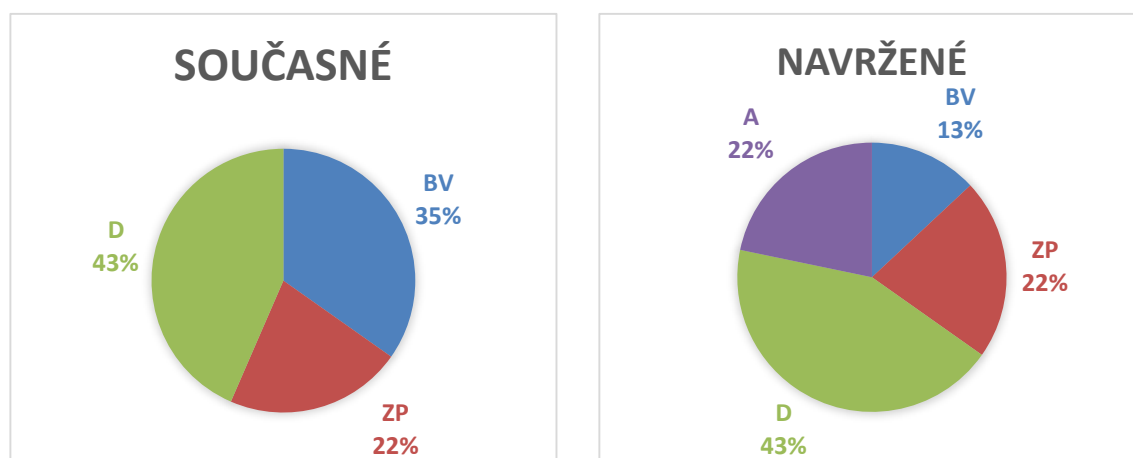
Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Na první pohled je zřejmé, že je zde maximálně využito možnosti snížení likvidní rezervy na depozitních produktech o celých 500 tisíc Kč, které jsou přesunuty do dynamických akciových fondů. Ostatní části portfolia zůstaly, včetně dluhopisových fondů, ve stejné výši jako v současném portfoliu.

Do akciových fondů je vloženo celých 500 tisíc Kč ze spořicího účtu, což dělá 22% podíl na celkových aktivech. Jedná se vhodný podíl směřovaný k 5letému horizontu. Podíl akcií by teoreticky mohl být i vyšší, jelikož investor má relativně stabilní kladné cash flow z podnikání, navíc je pravděpodobné, že délka investice nakonec bude delší než předpokládaných 5 let. K tomu je také investor smířen s vyšší volatilitou související s přidáním akciové složky do portfolia. Hlavním argumentem pro nižší poměr akcií je však investorova nezkušenost s akciovými investicemi, jelikož nejen, že je v portfoliu nemá, ale také nikdy neměl.

5.7.4. Srovnání portfolií

Graf č. 8: Složení portfolií investora G



Pozn.: BV – bankovní vklady, ZP – zajištěné produkty, D – dluhopisy, A – akcie;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Tab. č. 25: Porovnání portfolií investora G

	PV	Vol	SR	PZ
Současné portfolio	3,02%	4,52%	0,67	25,2%
Navržené portfolio	4,54%	7,44%	0,61	27,1%

Pozn.: PV – průměrný výnos, Vol – volatilita, SR – Sharpe ratio, PZ – pravděpodobnost ztráty, všechny údaje anualizovány;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Celkovým efektem přesunu prostředků ze spořicího účtu do akcií je zvýšení průměrného výnosu portfolia o 50%, což zajistí dlouhodobě udržitelnější výnos nad míru inflace. S přidáním dynamické akciové složky kromě výnosu vzrostla také volatilita přibližně o 60%, nicméně z pohledu pravděpodobnosti ztráty, která vzrostla jen o necelé 2 p. b., se dá říci, že se jedná o úspěch. Zajímavou otázkou by bylo, jestli si investor uvědomuje, že jeho současné portfolio má pravděpodobnost ztráty na jednoletém horizontu 25%, když dluhopisové fondy tvoří menšinu portfolia.

5.8. Investor H

5.8.1. Základní charakteristiky investora

Osmým případem je investiční portfolio 65letého důchodce, jehož příjmem je starobní důchod 11 tisíc korun a dalších přibližně 20 tisíc korun měsíčně získává z nájemného z pronajatých nemovitostí. Výsledkem je tak stabilní kladné měsíční cash flow. Bydlení má také zajištěné, žije v rodinném domě v osobním vlastnictví.

Investované prostředky zatím neví, na co použije, poměrně pravděpodobná je investice do nemovitosti, přičemž investiční horizont má minimálně 3 roky, kdy po tuto dobu zatím nákup nemovitosti řešit nebude. Investor má požadavek na minimální rezervu na bankovních účtech 150 tisíc korun.

5.8.2. Současné portfolio

Tab. č. 26: *Současné portfolio investora H*

Název produktu	Typ	Hodnota (CZK)	Podíl
Běžný účet	BÚ	150 000	43%
Pioneer Funds - Strategic Income	PF	50 000	14%
Pioneer Funds - Euro Strategic Bond	PF	50 000	14%
Pioneer Funds - U.S. Pioneer Fund	PF	50 000	14%
Pioneer Funds - Top European Players	PF	50 000	14%
Celkem		350 000	

Pozn.: BÚ – běžný účet, PF – podílový fond;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Investor si takto sestavil portfolio v roce 2015, přičemž před touto investicí do podílových fondů neměl žádnou zkušenost s kolektivním investováním ani jinou formou finanční investice s podobnými riziky. Dluhopisová složka je vhodně rozdělena mezi dva fondy Strategic Income a Euro Strategic Bond, podobně je rozložena i akciová složka do fondů U.S. Pioneer Fund a Top European Players v poměru 1:1, který je používán v navrhovaných portfoliích v této práci.

5.8.3. Navržené portfolio

Tab. č. 27: *Navržené portfolio pro investora H*

Název produktu	Typ	Hodnota (CZK)	Podíl
Běžný účet	BÚ	50 000	14%
Spořicí účet	SÚ	100 000	29%
Pioneer Funds - Strategic Income	PF	70 000	20%
Pioneer Funds - Euro Strategic Bond	PF	70 000	20%
Fidelity Funds America Fund	PF	30 000	9%
Pioneer Funds - Top European Players	PF	30 000	9%
Celkem		350 000	

Pozn.: SÚ – spořicí účet;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

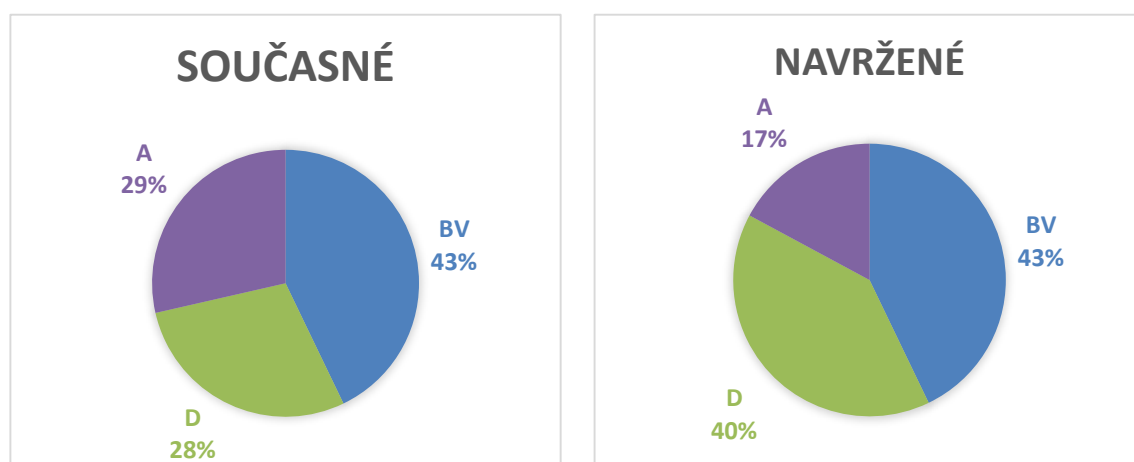
Prvním krokem pro optimalizaci portfolia je využívání spořicího účtu s mírně vyšším úročením než běžný účet. Ve fondové části portfolia, jsou využívány celkem 3 fondy, do kterých již nyní investor vložil prostředky, jedinou změnou je nahrazení U.S. Pioneer Fund za jiný fond zaměřený na americké akcie – America Fund od Fidelity na základě analýzy fondů v kapitole 4.

Přestože se změnil jen jeden fond, došlo k poměrně výrazné změně z pohledu rozložení fondů, jelikož akciové fondy mají v navrhovaném portfoliu nižší zastoupení – 17% a to na základě dvou klíčových vlastností investora. Zaprvé, před rokem 2015 nemá investor žádnou předchozí zkušenost s podílovými fondy, proto je otázkou, jak bude po psychologické stránce reagovat na kolísání hodnoty investice. Zadruhé, je u investora poměrně reálné investování prostředků do nemovitosti v horizontu do 5 let.

Na druhou stranu i do krátkodobého portfolia akcie patří kvůli diverzifikování rizik a musí se případně počítat i s tím, že délka investice nakonec může být i delší než očekávaných pět let, jelikož stoprocentně si investor s využitím prostředků za tuto dobu jistý není, pak samozřejmě obecně čím delší horizont a menší zastoupení akcií v portfoliu tím větší ztráty z možných výnosů.

5.8.4. Srovnání portfolií

Graf č. 9: Složení portfolií investora H



Pozn.: BV – bankovní vklady, ZP – zajištěné produkty, D – dluhopisy, A – akcie;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Tab. č. 28: *Porovnání portfolií investora H*

	PV	Vol	SR	PZ
Současné portfolio	3,49%	7,15%	0,49	31,3%
Navržené portfolio	4,05%	6,41%	0,63	26,4%

Pozn.: PV – průměrný výnos, Vol – volatilita, SR – Sharpe ratio, PZ – pravděpodobnost ztráty, všechny údaje anualizovány;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

V porovnání došlo k úpravě poměru mezi dluhopisovou a akciovou složkou tak, aby to lépe odpovídalo situaci konkrétního investora. Změny statistických charakteristik portfolia nicméně na první pohled neodpovídají očekáváním. Výrazně se totiž projevil efekt historických dat. Vzhledem k tomu, že v navrženém portfoliu je nižší poměr akcií než u aktuálního portfolia a tři ze čtyř fondů zůstaly stejné, tak byl očekáván mírný pokles průměrné výkonnosti portfolia, nicméně opak je pravdou.

Navržené portfolio samozřejmě částečně profituje ze změny fondu na americké akcie z U.S. Pioneer Fund a America Fund, jelikož druhý zmíněný má průměrný roční výnos na historických datech téměř o 4 p. b. vyšší (10,4% oproti 6,7%). Nicméně vyšší průměrný výnos portfolia je způsoben paradoxně především zvýšením podílu dluhopisových fondů na úkor akciových fondů. Dluhopisové fondy totiž na historických datech zaznamenaly dokonce vyšší výnos než akciové fondy zahrnuté v původním portfoliu, což se však do budoucna očekávat nedá.

Výsledným efektem, ať už statisticky nebo i podle očekávání výkonnosti a volatility jednotlivých tříd aktiv, je snížení volatility a pravděpodobnosti ztráty portfolia. Se zvýšením dlouhodobé výkonnosti navrženého portfolia oproti současnému by se nicméně dalo polemizovat.

5.9. Investor I

5.9.1. Základní charakteristiky investora

Deváté analyzované investiční portfolio patří 65letému podnikateli, který je ze všech deseti investorů nejaktivnějším investorem. Díky kombinaci starobního důchodu a příjmů z podnikání, které patří příjmově mezi nejstabilnější odvětví, má kladné cash flow přibližně 50 tisíc korun měsíčně, díky kterému neustále rozšiřuje svůj finanční majetek. Bydlení má zajištěné rodinným domem v osobním vlastnictví.

Investor pravidelně investuje do podílových fondů své nashromážděné prostředky. Prostředky se snaží diverzifikovat, nicméně podléhá srovnávání pouze na základě historické výkonnosti. Jejím hlavním cílem je zajištění dostatečných „záložních“ prostředků na důchod, tzn., že chce vědět, že má peníze, ale neznámá to, že je bude čerpat. Vzhledem k nejistotě čerpání investičních prostředků je specifikovaný investiční horizont 3 roky, ale když nebude potřebovat peníze „na přilepšenou“, tak se může stát, že peníze nakonec zdědí děti. Investorem požadovaná likvidní rezerva je 200 tisíc Kč, přímo na běžném účtu, nechce spořicí účet.

5.9.2. Současné portfolio

Tab. č. 29: *Současné portfolio investora I*

Název produktu	Typ	Hodnota (CZK)	Podíl
Běžný účet	BÚ	400 000	21%
Allianz GIGANTI 2019	IŽP	100 000	5%
Pioneer Funds - Strategic Income	PF	400 000	21%
Pioneer Funds - Euro Strategic Bond	PF	200 000	11%
Pioneer Funds - Emerging Markets Bond	PF	200 000	11%
Pioneer Funds - U.S. Pioneer Fund	PF	600 000	32%
Celkem		1 900 000	

Pozn.: BÚ – běžný účet, IŽP – investiční životní pojištění, Str. dluh. – strukturovaný dluhopis, PF – podílový fond;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Dluhopisové portfolio je relativně dobře rozloženo díky základním fondům Strategic Income a Euro Strategic Bond, nicméně přidáním fondu Emerging Markets Bond se zvyšuje expozice dluhopisové části portfolio vůči firmám z rozvíjejících se trhů na téměř 36% spolu s Euro Strategic Bond. Dalším potenciálním rizikem je koncentrace akciové části portfolio čistě jen na americké akcie. Toto riziko je ještě zvýšeno třetinovým podílem fondu na celém portfolio.

5.9.3. Navržené portfolio

Tab. č. 30: *Navržené portfolio pro investora I*

Název produktu	Typ	Hodnota (CZK)	Podíl
Běžný účet	BÚ	200 000	11%
Allianz GIGANTI 2019	IŽP	100 000	5%
Pioneer Funds - Strategic Income	PF	400 000	21%
Pioneer Funds - Euro Strategic Bond	PF	400 000	21%
Templeton Global Bond Fund	PF	100 000	5%
Fidelity Funds America Fund	PF	300 000	16%
Pioneer Funds - Top European Players	PF	300 000	16%
Amundi Funds Equity Emerging World	PF	100 000	5%
Celkem		1 900 000	

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Podle požadavků investora zůstává zachována rezerva o hodnotě 200 tisíc Kč pouze na běžném účtu. IŽP také zůstává vzhledem k vysokým poplatkům při případném zrušení. Mírně navýšena je dluhopisová složka, která je především lépe rozložená základní konstrukcí Strategic Income a Euro Strategic Bond v poměru 1:1. Zůstává také expozice dluhopisů vůči rozvíjejícím se trhům díky fondu Global Bond Fund, kdy v kombinaci s Euro Strategic Bond je expozice dluhopisové části portfolio na emerging markets nižší oproti původnímu fondu - přibližně 27%. Tato expozice je navíc lépe diverzifikovaná prostřednictvím nejen firemních dluhopisů (Euro Strategic Bond), ale díky Global Bond Fund i vládními dluhopisy.

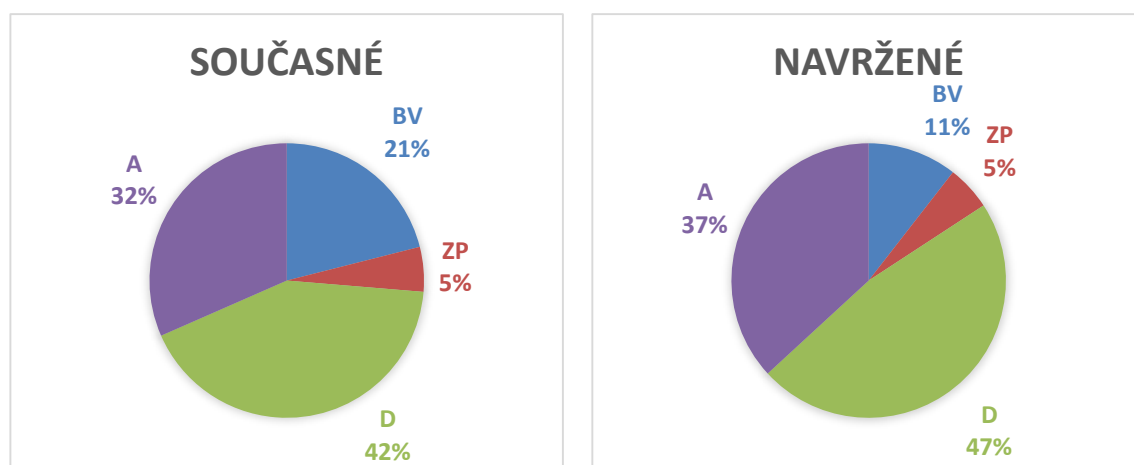
Podíl akciového portfolio je mírně navýšen na 37%, především však byla zvýšena diverzifikace portfolio, jelikož teď je zaměřeno primárně na americké a evropské akcie

v poměru 1:1 a k tomu je ještě přidán v menším poměru fond Equity Emerging World od Amundi zaměřený na rozvíjející se trhy. Celkový podíl aktiv navázaných na emerging markets je tak přibližně 18% blížící se horní hranici pro rozumné rozložení aktiv do rozvíjejících se trhů.

Vzhledem k pravidelnému kladnému cash flow investora by mohl být podíl akcií v portfoliu teoreticky i vyšší. Navíc investor neví, jestli vůbec bude prostředky čerpat a pokud ano, tak by je čerpal v důchodu postupně, rozhodně ne všechny najednou. Na druhou stranu nejistota horizontu čerpání prostředků je i argumentem pro spíše konzervativnější nastavení. K tomu investor také neinvestuje příliš dlouho, nezažil se svými investicemi například rok 2008, 2009, proto po psychologické stránce není nejvhodnější příliš zvyšovat podíl dynamické složky v portfoliu, zvláště když investor projevil tendenci se rozhodovat do značné míry podle historické výkonnosti, což rozhodně není znakem čistě racionálního investora.

5.9.4. Srovnání portfolií

Graf č. 10: Složení portfolií investora I



Pozn.: BV – bankovní vklady, ZP – zajištěné produkty, D – dluhopisy, A – akcie;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Tab. č. 31: Porovnání portfolií investora I

	PV	Vol	SR	PZ
Současné portfolio	4,68%	9,47%	0,49	31,0%
Navržené portfolio	5,21%	10,16%	0,51	30,4%

Pozn.: PV – průměrný výnos, Vol – volatilita, SR – Sharpe ratio, PZ – pravděpodobnost ztráty, všechny údaje anualizovány;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Podle grafů ani podle srovnávací tabulky na první pohled nedošlo k přílišné změně portfolia, nicméně opak je spíše pravdou. Dluhopisová složka je více diverzifikována, jelikož bylo odstraněno překrytí zaměření fondů Euro Strategic Bond a Emerging Markets Bond na firemní dluhopisy z rozvojových zemí. Také v akciové složce došlo k výrazné diverzifikaci mezi americké, evropské a v menší míře dokonce i akcie rozvíjejících se trhů.

Po statistické stránce se portfolia jeví poměrně podobně. Je vidět mírný posun k vyšší volatilitě u navrženého portfolia vzhledem k navýšené dynamické složce, který nebyl (přinejmenším na základě historických dat) příliš kompenzován efektem diverzifikace, takže volatilita portfolia vzrostla. Podobným poměrem však vzrostl i průměrný výnos a tím pádem se v podstatě nezměnilo Sharpe ratio ani pravděpodobnost ztráty, která zůstává poměrně vysokých 30% a zanechává tedy otázku, jak investor po psychické stránce zvládne případnou rozkolísanost finančních trhů.

5.10. Investor J

5.10.1. Základní charakteristiky investora

Posledním desátým investičním případem je finanční portfolio 65letého investora, který má zajištěné pravidelné kladné měsíční cash flow díky starobnímu důchodu a mzdě ze svého zaměstnání. Investor má zajištěné bydlení, jelikož žije ve vlastním rodinném domě.

Jeho hlavním cílem je na relativně krátkém horizontu tří let zajistit, aby jeho finanční prostředky neztratily reálnou finanční hodnotu. Právě za ty tři roky všechny fondy odprodá a bude cestovat kolem světa, jelikož to vždy bylo jeho snem.

5.10.2. Současné portfolio

Tab. č. 32: *Současné portfolio investora J*

Název produktu	Typ	Hodnota (CZK)	Podíl
Běžný účet	BÚ	250 000	23%
AXA TOP 20 2018	IŽP	200 000	18%
Pioneer Funds - Euro Aggregate Bond	PF	500 000	45%
Pioneer Funds - Strategic Income	PF	150 000	14%
Celkem		<i>1 100 000</i>	

Pozn.: BÚ – běžný účet, IŽP – investiční životní pojištění, PF – podílový fond;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

V současné chvíli disponuje investor velmi úzkým portfoliem, kde investiční část tvoří fond Strategic Income a Euro Aggregate Bond, který se zaměřuje především na bonitní evropské státní dluhopisy a za poslední roky zaznamenal přímo fenomenální výkonnost s minimální volatilitou, vše díky poklesu úrokových sazeb. Nicméně v současnosti se jedná o fond s průměrný ratingem dluhopisů A+, výnosem do splatnosti 0,78% a především extrémně dlouhou duraci 7,31 let.

5.10.3. Navržené portfolio

Tab. č. 33: *Navržené portfolio pro investora J*

Název produktu	Typ	Hodnota (CZK)	Podíl
Běžný účet	BÚ	100 000	9%
Spořicí účet	SÚ	150 000	14%
AXA TOP 20 2018	IŽP	200 000	18%
Pioneer Funds - Strategic Income	PF	250 000	23%
Pioneer Funds - Euro Strategic Bond	PF	250 000	23%
Fidelity Funds America Fund	PF	75 000	7%
Pioneer Funds - Top European Players	PF	75 000	7%
Celkem		1 100 000	

Pozn.: SÚ – spořicí účet;

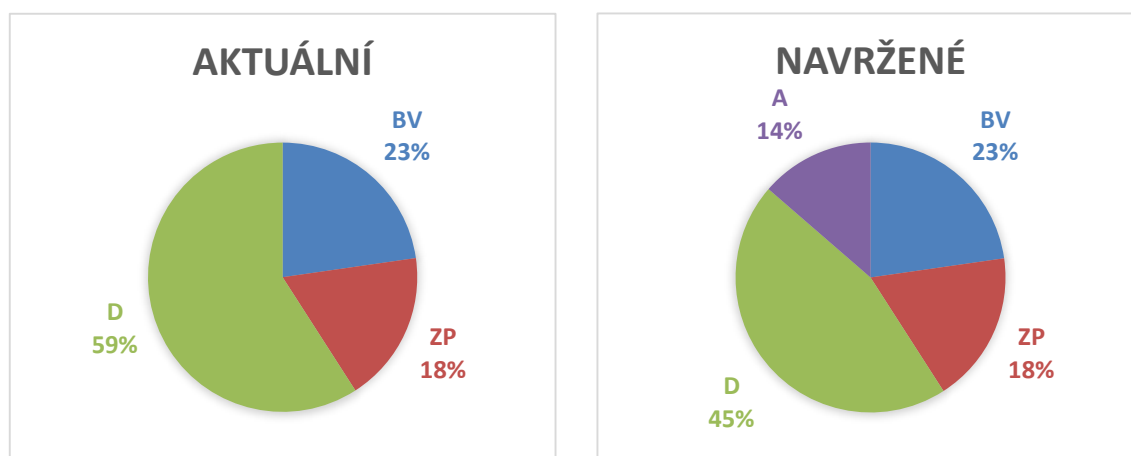
Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Prvním krokem je zřízení spořicího účtu na větší část likvidních bankovních prostředků. Druhým krokem je odkup fondu Euro Aggregate Bond, jelikož v současnosti tento fond poskytuje zjednodušeně převážně rizika a prakticky žádný potenciální výnos (pokud nebude brát v úvahu případnou spekulaci na další pokles úrokových sazeb). IŽP tradičně zůstává kvůli penalizaci při zrušení.

Zbýlých 650 tisíc korun je rozděleno do tradičních dvou dluhopisových a dvou akciových fondů, přičemž akciové fondy reprezentují 14% celkového portfolia. Jde relativně o jednoznačnou volbu, jelikož i pro krátkodobá portfolia je kvůli základní diverzifikaci nutné přidávat alespoň malý podíl akcií. Na druhou stranu investor má nejkratší možný horizont pro reálné využití podílových fondů – 3 roky, po kterých si začne plnit sny cestováním po světě, proto více jak 15% akcií by nedávalo smysl.

5.10.4. Srovnání portfolií

Graf č. 11: Složení portfolií investora J



Pozn.: BV – bankovní vklady, ZP – zajištěné produkty, D – dluhopisy, A – akcie;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015,

Tab. č. 34: *Porovnání portfolií investora J*

	PV	Vol	SR	PZ
Současné portfolio	3,38%	2,06%	1,64	5,1%
Navržené portfolio	4,09%	6,43%	0,64	26,2%

Pozn.: PV – průměrný výnos, Vol – volatilita, SR – Sharpe ratio, PZ – pravděpodobnost ztráty, všechny údaje anualizovány;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Hlavní změnou je prodání fondu Euro Aggregate Bond, který reprezentoval téměř polovinu celého původního portfolia. Místo něho byly pořízeny doplňkově dva akciové fondy a především dluhopisovou složku nyní tvoří v tradičním poměru 1:1 Strategic Income a Euro Strategic Bond.

Nicméně statické srovnání vyznívá úplně jednoznačně pro původní portfolio. Sice má navržené portfolio vyšší průměrný výnos, díky přidané akciové složce, ale ve všech ostatních parametrech navržené portfolio výrazně zaostává, především více než trojnásobnou volatilitou. Nicméně právě toto je případ naprostého zkreslení výsledků historickými výkonnostmi, ještě výrazně jednoznačnější než případ investora H. Hlavním zdrojem příjmů u současného portfolia je Euro Aggregate Bond, který sám o sobě má roční výkonnost na 94 měsíčních historických měření 6,1% a přitom roční volatilitu pouze 3,7% p. a., s čímž se ani kombinace Strategic Income (výnos 4,8%, volatilita 6,9%) a Euro Strategic Bond (výnos 8,7%, volatilita 14,4%) ani zdaleka nemůže rovnat (z pohledu Sharpe ratio). Nicméně Euro Aggregate Bond s YTM pod 1% a durací přes 7 let při zaměření především na „áčkové“ vládní dluhopisy v Evropě je jednoznačně nevhodným fondem do téměř každého myslitelného portfolia a přitom historickými daty způsobí výrazné pokřivení statistického srovnání.

6. Souhrn investičních případů

Náplní této sedmé kapitoly je celkové shrnutí závěrů z předchozích deseti investičních případů. Prvním bodem je specifikování klíčových charakteristik investorů, které nejvíce ovlivňují složení navržených portfolií, a jak tyto charakteristiky portfolia ovlivnily. Druhým bodem je srovnání alokace aktiv v současných a navržených portfoliích a analýza využití jednotlivých, v kapitole 4 vybraných, podílových fondů. Třetím bodem je statistické porovnání agregovaných současných a navržených portfolií.

6.1. Charakteristiky investorů

U každého investičního případu byly na začátku zmíněny základní charakteristiky každého investora a následně k nim bylo přihlíženo při navrhování portfolia, především při rozhodování o správné alokaci aktiv, tedy v zásadě kolik procent z celého portfolia by mělo připadnout na akciovou složku. Hlavní roli při nastavování akciové složky měly hlavně dvě charakteristiky – jak přesně investor specifikuje svůj investiční horizont a jakou zkušenost má s akciovými investicemi.

6.1.1. Investiční horizont

Nejdůležitějším prvkem u každé investice je investiční horizont, bez něho se portfolio vůbec nedá sestavit. Problém však nastává při střetu teorie s realitou ve chvíli, kdy si běžný investor, většinou neznalý i základních pouček, má říci, jaký je jeho investiční horizont. Většina investorů si neuvědomuje, jak moc právě tento parametr ovlivňuje nastavení celého portfolia. To je pravděpodobně jeden z důvodů, proč až na výjimku posledního investičního případu J, si žádný investor nestanovil konkrétní investiční horizont. Druhým podstatným důvodem může být to, že investoři vůbec nevědí, na co peníze chtějí použít, proto tak často investor specifikuje svůj cíl, že chce „porazit inflaci“, „pravděpodobně ty peníze nebude potřebovat“ či „potom se uvidí“.

Výsledkem pak je ve všech těchto případech kompromisní řešení, které se snaží respektovat základní přání investora, ale přitom brát v úvahu i většinou poměrně pravděpodobnou možnost, že ani za stanovené 3, 5 let peníze nebude investor potřebovat

(nebo minimálně ne všechny), jelikož už třeba na 10letém horizontu je velký rozdíl ve výkonnosti portfolia, které obsahuje 10%, nebo 40% podíl akcií.

Ve výše uvedených deseti investičních případech pouze investor J specifikoval jednoznačně svůj investiční horizont na 3 roky, dalších 6 investorů v zásadě stanovilo zdola omezený horizont („minimálně 5 let, ale dost možná i déle“) a 3 investoři dokonce svůj horizont stanovili tím způsobem, že délka investice může být jak delší než stanovený horizont, ale v případě například velmi zajímavé nemovitostní investiční příležitosti může nakonec být délka investice i výrazně kratší. Výsledkem toho je nastavení akciové složky nejčastěji okolo podílu 25%, který není příliš extrémně dynamický na krátkém horizontu a poskytuje alespoň částečně výnosový potenciál důležitý pro delší časové horizonty.

6.1.2. Zkušenost s akciemi

Dalším klíčovým, především psychologickým, faktorem při sestavování portfolií je osobní zkušenost investora s podílovými fondy obecně a následně specificky jeho zkušenost s akciovými (případně podobně volatilními) investicemi. Proto byl při sestavování portfolií druhý největší důraz kladen právě na zkušenosti investorů s akciovými fondy.

Pouze investor C byl vyhodnocen jako dostatečně zkušený s akciovými fondy, aby to nebylo důvodem pro nastavení nižšího podílu akciové složky v portfoliu. Samozřejmě je velmi zjednodušující, a dost možná ošidné, na základě minulé zkušenosti posuzovat budoucí schopnost investorů se psychicky vyrovnat s kolísáním trhů, nicméně je to minimálně způsob, jak upozornit na potenciální rizika z pohledu psychologie investora. Další dva investoři mají spíše marginální, krátkodobou zkušenost s akciovými fondy (investor F a Investor I), a proto již k jejich zkušenostem bylo mírně přihlédnuto při nastavení podílu akcií. Zbýlých 7 investorů bylo označeno za nezkušené z pohledu akcií a tedy potenciálně rizikové při příliš velkých výkyvech portfolií. Proto u těchto investorů je snížena expozice portfolia vůči akciovým trhům.

6.1.3. Ostatní charakteristiky

Další charakteristiky investorů hrály spíše minoritní roli ať už z toho pohledu, že samy o sobě nejsou příliš podstatné, nebo by mohly být podstatné, ale investoři je o sobě nesdělili. Jednou z charakteristik, která se v portfoliích projevila je finanční zajištění investora, především pak jeho měsíční cash flow. Samozřejmě platí, že čím větší kladné

cash flow investora, tím dynamičtější může jeho investiční portfolio být. To se týká všech deseti investorů, jelikož každý z nich pracuje s kladným měsíčním cash flow minimálně v jednotkách, spíše však v desítkách tisíc korun.

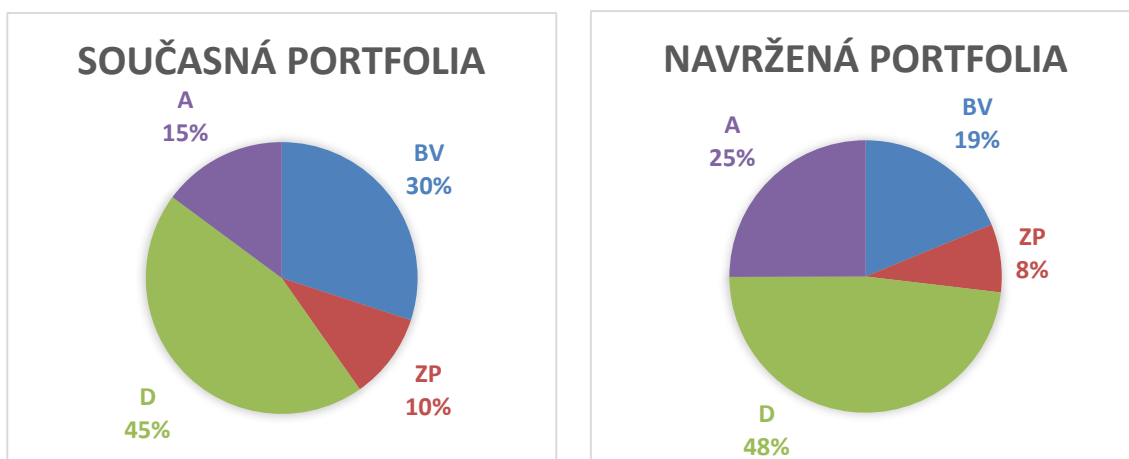
Dalším ovlivňujícím faktorem je množství nejlíkvidnějších finančních prostředků (typicky na běžném a spořicímu účtu). Tady si většinou investor musí sám nastavit, kolik prostředků potřebuje mít k dispozici jako nejlíkvidnější rezervu a zbytek by měl investovat s potenciálem vyššího výnosu. Češi většinou mají na bankovních účtech až příliš mnoho nečinně ležících prostředků a to samé se objevilo i u vybraných deseti investorů. Našla se však jedna výjimka, investor C, který sice sám je zvyklý pracovat (pouze) s přibližně 1 až 1,5 milionem korun na běžném účtu, nicméně vzhledem k jeho celkovému portfolio a jeho podnikatelské činnosti se jedná o relativně malou rezervu, proto v navrženém portfolio je tato likvidní rezerva stanovena ve výši 2 milionů Kč, aby se omezilo riziko případných odkupů z podílových fondů.

Posledním výrazným aspektem, který se v případech projevil, bylo celkové majetkové zajištění investora. Všichni investoři mají zajištěné bydlení v nemovitostech v osobním vlastnictví, které tak nebylo faktorem. Nicméně u investora B bylo podstatným prvkem jeho rozsáhlé nemovitostní portfolio. Kromě toho, že kvůli investičním příležitostem na trhu nemovitostí si nechává výrazný podíl finančního portfolio na bankovních účtech, tak právě samotná existence portfolio nemovitostí dává prostor většímu podílu akcií ve finančním portfolio. Pokud je totiž investor majetkově zajištěný z více zdrojů – dosahuje významné majetkové diverzifikace – může pak podstupovat větší riziko u jednotlivých částí svého majetku za účelem dosažení vyššího zhodnocení.

6.2. Složení portfolií

Následující dvojité graf srovnává zprůměrované složení deseti současných a navržených portfolií podle čtyř hlavních tříd aktiv.

Graf č. 12: Celkové srovnání alokace aktiv



Pozn.: BV – bankovní vklady, ZP – zajištěné produkty, D – dluhopisy, A – akcie;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Na první pohled je patrný výrazný posun v navržených portfoliích z pohledu složení jednotlivých tříd aktiv. Prvním krokem bylo omezování množství prostředků na depozitních účtech u bank, jelikož to jsou prostředky, které dlouhodobě vždy budou reálně ztrácet svou hodnotu v porovnání s inflací. Pro přehled změn alokace aktiv v jednotlivých investičních případech viz Příloha J.

Druhým krokem bylo omezování zajištěných produktů. Většinou se jedná o produkty, které sice mohou mít určitou přidanou hodnotu, nicméně do portfolia racionálně uvažujícího investora v zásadě nepatří. Nicméně kromě dluhopisu UCB Five Stars 2018, u kterého byl vždy navrhnout prodej, všechny ostatní zajištěné produkty ve formě jednorázové investičního životního pojištění zůstaly zachovány vzhledem k jejich storno poplatkům při předčasném odkupu, který se běžně pohybuje kolem 2% za každý rok prodeje před konečnou splatností.

Dluhopisová složka zaznamenala pouze mírný růst, nicméně ve většině investičních případů je navržena její značná restrukturalizace pro zajištění lepší efektivity složky. U dluhopisových podílových fondů bylo zvláště znepokojující zastoupení velmi

konzervativních dluhopisových fondů v některých portfoliích – například trojnásobné zastoupení fondu Euro Aggregate Bond, který má výnos do splatnosti pod 1% p. a. a duraci přes 7 let⁶⁰, takový fond představuje značné riziko pro každé portfolio, nicméně investoři si to často u podobných fondů vůbec neuvědomují, většina těchto fondů totiž má za sebou velmi dobrou historickou výkonnost od roku 2009, třeba i 5% ročně.

Největším zklamáním v současných portfoliích investorů je však opakovaně velmi nízké zastoupení akciových investic. Proto také navýšení expozice portfolia vůči akciovým trhům o 10 p. b. je největší změnou v navržených portfoliích. Bohužel akcie jsou stále vnímány jako extrémně rizikové a běžní investoři dávají výrazně častěji přednost nemovitostem, nebo dokonce komoditám. Realitou však zůstává, že akcie jsou dlouhodobě nejvýnosnějším aktivem vůbec a kvůli diverzifikaci patří do každého portfolia, i třeba velmi krátkodobého na 3 roky. Proto také nejmenší podíl akcií v navrženém portfoliu je 14% a celkově byl podíl akcií v portfoliu navýšen v 8 z 10 investičních případech.

6.2.1. Využití vybraných osmi fondů

V kapitole 5 bylo vybráno celkem osm podílových fondů, které budou využívány do navrhovaných portfolií. Samotné investiční případy však nakonec ukázaly, že pouze čtyři z nich se použijí vždy a ostatní jsou pak spíše doplňkem. Pro využití fondů viz Příloha K. Fondy Strategic Income a Euro Strategic Bond v přísném poměru 1:1 tvoří dluhopisovou kostru ve všech portfoliích. Ve všech portfoliích je zastoupena akciová složka, tím pádem jsou 10krát použity také fondy Top European Players na evropské a America Fund na americké akcie, v devíti případech v pevném poměru 1:1 (investor B specifikoval preferenci akcií evropských firem před těmi americkými).

Často byl také jako dluhopisový doplněk využíván Global Bond Fund, již jen třikrát pak byl využit fond Equity Emerging World, oba fondy zvyšující expozici portfolií vůči rozvíjejícím se trhům. Zbývající dva sekundární fondy na americké resp. evropské akcie byly použity pouze jedinkrát a to u objemově největšího a celkově nejkomplexnějšího portfolia investora B.

S menším využitím některých fondů souvisí především psychologické hledisko vůči investorům z pohledu počtu podílových fondů v portfoliu. Není problémem i pro investora

⁶⁰ Pioneer Funds – Euro Aggregate Bond, *Pioneer Investments* [online]

„pouze“ s 500 tisíci korunami na investování sestavit portfolio z celkem osmi fondů⁶¹, nicméně je otázkou, jestli by takové portfolio bylo akceptovatelné pro investora, který v současnosti drží například pouze 2 fondy. Proto maximálním navýšením počtu podílových fondů v návrhu oproti současnému stavu jsou 3 podílové fondy a to pouze ve 2 případech. Celkový průměr počtu fondů je 3,3 fondů u současných portfolií a 5,1 fondů v navržených portfoliích, přičemž pouze v jednom případě byl zachován počet fondů ze současnosti i do návrhu, v ostatních devíti případech byl počet fondů navýšen, nejčastěji pětkrát o 2 podílové fondy.

6.3. Statistické srovnání

Následující tabulka zachycuje čtyři zprůměrované statistické charakteristiky deseti současných a navržených portfolií.

Tab. č. 35: *Statistické srovnání současných a navržených portfolií*

	Současná	Navržená
Průměrný výnos	3,4%	5,0%
Průměrná volatilita	4,1%	6,2%
Průměrné Sharpe ratio	0,99	0,89
Průměrná PZ	17,6%	19,8%

Pozn.: PZ – pravděpodobnost ztráty;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Snížení podílu bankovních vkladů a zvýšení podílu akciové složky v navržených portfoliích má největší podíl na zvýšení průměrného výnosu portfolií. S tím obdobně souvisí i zvýšení průměrné volatility, která se v relativním vyjádření zvýšila více než průměrný výnos a to má za následek pokles průměrného Sharpe ratio a růst průměrné pravděpodobnosti ztráty, která se zvýšila na téměř 20%.

Největším překvapením je snížení Sharpe ratio. Akciové fondy, jejichž podíl byl navýšen o 10 p. b., mají pochopitelně nižší Sharpe ratio než dluhopisové fondy, na druhou stranu se výrazně zvýšila celková diverzifikace portfolií jak v dluhopisových, tak akciových

⁶¹ Minimální investice do jednoho fondu je standardně 30 tisíc korun.

složkách, což zase Sharpe ratio zvyšuje. Vysvětlení poklesu Sharpe ratio může poskytnout korelační matice vybraných osmi fondů, viz Příloha L.

Silně pozitivně korelované (korelační koeficient nad 0,8) jsou všechny akciové fondy mezi sebou a dva dluhopisové fondy mezi sebou - Strategic Income a Euro Strategic Bond. Kombinováním fondů se silnou vzájemnou korelací dochází pouze k malému poklesu volatility portfolia z kombinovaných fondů. Na druhou stranu platí nízká korelovanost dluhopisových a akciových fondů, což jenom potvrzuje tezi, že nejdůležitějším faktorem úspěchu správného portfolia je nastavení vhodného poměru dluhopisové a akciové složky. A samotná silná korelovanost konkrétních fondů mezi sebou ještě neznamená, že nemá smysl například u akcií používat více než jeden fond, protože, stejně jako všechna ostatní statistická data, vychází korelační koeficienty z historie, a ta se nemusí vždy opakovat a rozhodně například neplatí, že by se evropské a americké akciové trhy pohybovaly vždy stejně – viz například první čtvrtletí roku 2015, kdy americké akcie víceméně stagnovaly, ale ty evropské zaznamenaly růst 20%.

Kromě toho některé investiční případy odhalily anomálie, které vznikly zkreslením na základě historických dat. Nejviditelnějším příkladem je portfolio posledního investora J, kdy 45% jeho současného portfolia tvoří fond Euro Aggregate Bond, který od března 2008 do prosince 2015 na základě měsíčních dat zaznamenal anualizovanou výkonnost přes 6% p. a. při volatilitě pouhých 3,7%, žádný z osmi vybraných podílových fondů do navrhovaných portfolií se tomu ani nepřibližuje. Přitom u tohoto fondu již několikrát bylo zmíněno, že do dnešních portfolií rozhodně nepatří. Výsledkem toho je u investičního případu J malý nárůst průměrného výnosu u navrhovaného portfolia, ale více než trojnásobný nárůst volatility. Pro přehled změn statistických charakteristik v jednotlivých investičních případech viz Příloha M.

Podobná anomálie je zaznamenána také u investora H, u kterého i přes snížení podílu akciové složky u navrhnutého portfolia stoupl průměrný výnos, přestože 3 ze 4 použitých podílových fondů byly stejné. Kromě změny 4. fondu za historicky výnosnější fond je však hlavním (paradoxním) důvodem zvýšení podílu dluhopisové složky portfolia, která je na základě historických dat dokonce výkonnější než akciová složka v původním portfoliu, což by na dlouhém horizontu rozhodně neplatilo. Proto také statistické srovnání je schopno poskytnout určité informace, ale rozhodně o srovnávaných portfoliích neřekne všechno.

Závěr

Český investor je konzervativní. Český investor se bojí ztráty. Český investor má rád slovo „garantovaný“. Český investor disponuje spíše nižší finanční gramotností, než by bylo zapotřebí pro efektivní řízení svého portfolia. To všechno je možné nalézt ve zpracovaných deseti reálných investičních případech. Některé charakteristiky českého investora se v pouhých deseti případech potvrdily až do takové míry, jakou by člověk nečekal, a bylo by rozhodně zajímavé jejich zkoumání na větším datovém souboru.

„Český investor je konzervativní“. Zjednodušeně lze bohužel říci, že je to pravda. Samozřejmě by bylo chybou generalizovat na všechny investory, ale minimálně pro většinu to skutečně platí. V průměru jen 15% podíl akcií v současných portfoliích deseti investorů je skutečně tristní situace, zvláště při uvědomění, že se jedná o investory, kteří disponují značným finančním majetkem. Nejen že tak výrazně omezují výnosový potenciál svého portfolia, ale co je možná důležitější, bez vlastních získaných zkušeností s tímto dynamickým aktivem nebudou k jeho využívání nabádat ani své okolí, rodinu. Pro ně a celou řadu dalších investorů zůstanou „stropem“ státní dluhopisy. Takto se český investorský trh nikdy neposune dále.

„Český investor se bojí ztráty“. A který investor se nebojí? Dokonce i Warren Buffet o sobě tvrdí, že je konzervativní investor, a jako každý jiný ztrátu nemá rád, nicméně přestože je mu 85 let, tak většinu svých prostředků má ve svém akciovém holdingu Berkshire Hathaway. Problémem téměř každého bojácného investora je, že se bojí nesprávného strašáka. Pro běžného člověka z pohledu financí je strašákem krátkodobá ztráta prostředků. Pro racionálně uvažujícího investora je noční můrou ztráta reálné hodnoty jeho prostředků v dlouhém horizontu. Deset investorů minimálně pochopilo, že spořicí účet inflaci neporazí a disponují podílovými fondy. Nicméně i oni často mají cíl reálného zhodnocení prostředků, ale zároveň „hlavně nechci přijít o peníze“. O peníze nechce přijít nikdo, nicméně pouze podstoupením kolísání hodnoty lze dlouhodobě dosáhnout reálného zhodnocení.

„Český investor má rád slovo „garantovaný““. Tato pravda se plně ukázala i u našich deseti investorů. Pouze tři z nich neměli ve svém portfoliu nějaký zajištěný, garantovaný produkt, u některých zajištěné produkty tvořily i více než jednu pětinu portfolia. Nejčastěji je pak

garance dosaženo konstrukcí jednorázového IŽP. Málokterý investor si však uvědomí, že čím větší je rozsah garance, tím menší je potenciální výnos.

Vše výše uvedené do značné míry souvisí s finanční gramotností investorů, která je nedostatečná pro rozumné řízení vlastního portfolia. Jinak si totiž nelze vysvětlit situaci, kdy investor má v portfoliu dva zajištěné produkty u kterých je podkladovým aktivem stejný fond, nebo že investor s 65milionovým finančním majetkem nemá ani jeden akciový fond.

To jsou jen dva izolované případy z celkem deseti investičních případů obsažených v této práci. U každého případu jsou popsány charakteristiky investora, jeho současné portfolio a navržené investiční portfolio. Pro navržené portfolio jsou využity poznatky z kapitoly 4 – Sestavování portfolií a portfolia jsou složena z vybraných fondů z kapitoly 5 – Výběr podílových fondů do portfolia. Na závěr každého případu je provedeno krátké zhodnocení i ze statistického pohledu.

Celkové shrnutí je obsaženo v kapitole 7 – Souhrn investičních případů. Bohužel se ukázalo, že právě nedostatek základního investičního vzdělání a nedostatek pozornosti věnované vlastním financím se projevuje nejen v současných, ale i v navržených portfoliích. Nejen že investoři ve velmi omezené míře využívají akciové investice, ale ani nejsou schopni specifikovat investiční horizont, což výrazně ztěžuje nastavení optimálního portfolia. I přes to všechno by však portfolia navrhovaná i po psychologické stránce tak, aby je mohli investoři tzv. „vzít za své“, dosáhla agregovaně o více jak 1,5% vyššího výnosu než současná investorská portfolia. Tento výnos mají investoři na dosah, stačilo by dodržovat základy investování, což se zatím bohužel neděje.

Zůstává však naděje, že tato práce kromě svého akademického účelu, splní i jeden nevyčtený cíl autora – změnit přístup byť alespoň jednoho investora, aby nebyl tolik konzervativní, aby se tolik nebál, aby slovo „garantovaný“ pro něj již neznamenovalo mantru, a aby věnoval trochu více času svému vlastnímu investičnímu vzdělání.

Seznamy

Seznam použitých zkratek

- AKAT – Asociace pro kapitálový trh;
- BÚ – běžný účet;
- CZK – Česká koruna;
- ČNB – Česká národní banka;
- ČR – Česká republika;
- BRIC – Brazil, Russia, India, China;
- ECB – Evropská centrální banka;
- EM – Emerging Markets;
- EMU – Evropská měnová unie;
- ETF – Exchange Traded Fund;
- EUR – euro;
- FED – Federal Reserve System;
- IŽP – investiční životní pojištění;
- KIID – Key Investor Information Document;
- OCF – Ongoing Charges Figure;
- OPF – otevřený podílový fond;
- NAV – Net Asset Value;
- p. a. – per annum (ročně);
- p. b. – procentní bod;
- PF – podílový fond;
- SR – Sharpe Ratio;
- SRRI – Synthetic Risk and Reward Indicator;
- SÚ – spořicí účet;
- TER – Total Expense Ratio;
- USD – americký dolar;
- YTM – Yield To Maturity.

Seznam grafů

Graf č. 1: <i>Efficient frontier na dlouhém horizontu</i>	36
Graf č. 2: <i>Složení portfolií investora A</i>	54
Graf č. 3: <i>Složení portfolií investora B</i>	61
Graf č. 4: <i>Složení portfolií investora C</i>	66
Graf č. 5: <i>Složení portfolií investora D</i>	70
Graf č. 6: <i>Složení portfolií investora E</i>	73
Graf č. 7: <i>Složení portfolií investora F</i>	76
Graf č. 8: <i>Složení portfolií investora G</i>	79
Graf č. 9: <i>Složení portfolií investora H</i>	82
Graf č. 10: <i>Složení portfolií investora I</i>	86
Graf č. 11: <i>Složení portfolií investora J</i>	89
Graf č. 12: <i>Celkové srovnání alokace aktiv</i>	94

Seznam tabulek

Tab. č. 1: <i>Srovnání akciových fondů zaměřených na Evropu</i>	43
Tab. č. 2: <i>Srovnání akciových fondů zaměřených na USA</i>	45
Tab. č. 3: <i>Srovnání akciových fondů zaměřených na EM</i>	47
Tab. č. 4: <i>Srovnání dluhopisových fondů</i>	49
Tab. č. 5: <i>Současné portfolio investora A</i>	52
Tab. č. 6: <i>Navržené portfolio pro investora A</i>	53
Tab. č. 7: <i>Porovnání portfolií investora A</i>	55
Tab. č. 8: <i>Současné portfolio investora B</i>	57
Tab. č. 9: <i>Navržené portfolio pro investora B</i>	59
Tab. č. 10: <i>Porovnání portfolií investora B</i>	61
Tab. č. 11: <i>Současné portfolio investora C</i>	63
Tab. č. 12: <i>Navržené portfolio pro investora C</i>	64
Tab. č. 13: <i>Porovnání portfolií investora C</i>	66
Tab. č. 14: <i>Současné portfolio investora D</i>	68
Tab. č. 15: <i>Navržené portfolio pro investora D</i>	69

Tab. č. 16: <i>Porovnání portfolií investora D</i>	70
Tab. č. 17: <i>Současné portfolio investora E</i>	71
Tab. č. 18: <i>Navržené portfolio pro investora E</i>	72
Tab. č. 19: <i>Porovnání portfolií investora E</i>	74
Tab. č. 20: <i>Současné portfolio investora F</i>	75
Tab. č. 21: <i>Navržené portfolio pro investora F</i>	75
Tab. č. 22: <i>Porovnání portfolií investora F</i>	77
Tab. č. 23: <i>Současné portfolio investora G</i>	78
Tab. č. 24: <i>Navržené portfolio pro investora G</i>	78
Tab. č. 25: <i>Porovnání portfolií investora G</i>	80
Tab. č. 26: <i>Současné portfolio investora H</i>	81
Tab. č. 27: <i>Navržené portfolio pro investora H</i>	81
Tab. č. 28: <i>Porovnání portfolií investora H</i>	83
Tab. č. 29: <i>Současné portfolio investora I</i>	84
Tab. č. 30: <i>Navržené portfolio pro investora I</i>	85
Tab. č. 31: <i>Porovnání portfolií investora I</i>	87
Tab. č. 32: <i>Současné portfolio investora J</i>	88
Tab. č. 33: <i>Navržené portfolio pro investora J</i>	88
Tab. č. 34: <i>Porovnání portfolií investora J</i>	90
Tab. č. 35: <i>Statistické srovnání současných a navržených portfolií</i>	96

Seznam použité tištěné literatury

- BOGLE, John C. *Common Sense on Mutual Funds*. Aktualizované vydání. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2010. 656 s. ISBN 978-0-470-13813-7.
- FILIP, Miloš, POSPÍŠIL, Roman. *Co s tou krizí*. 1. vyd. Praha: Institut pro finanční poradenství, s.r.o., 2013. 232 s. ISBN 978-80-905457-1-7.
- GRAHAM, Benjamin, ZWEIG, Jason. *The Intelligent Investor*. 4. přepracované vyd. New York: HarperCollings Publishers, 2006. 640 s. ISBN 978-0-06-055566-5.
- JÍLEK, Josef. *Finanční trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, a.s., 2009. 648 s. ISBN 978-80-247-1653-4.

- KOHOUT, Pavel. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. 6. přepracované vyd. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2010. 296 s. ISBN 978-80-247-3315-9.
- PLUMMER, Tony. *Prognóza finančních trhů: psychologie úspěšného investování*. 1. vyd., Brno: Computer Press, 2014. 373 s. ISBN 978-80-251-1592-3.
- REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 3. rozšířené vyd. Ostrava: KEY Publishing s.r.o., 2011. 694 s. ISBN 978-80-7418-128-3.
- SIEGEL, Jeremy. *Stocks For The Long Run*. 2. vyd. New York: McGraw-Hill, 1998. 289 s. ISBN 007058043X.
- SWEDROE, Larry E., BALABAN, RC. *Úspěšný investor: odhalte 77 investičních omylů*. 1. vyd. Brno: BizBooks, 2012. 288 s. ISBN 978-80-265-0052-0.
- SYROVÝ, Petr. Reálné hodnoty investice. *Profí Poradenství & Finance*. Praha: A 11 s.r.o., 2015. Roč. III, č. 10, 60 s. ISSN 1805-9015.
- ŠOBA, Oldřich, ŠIRŮČEK, Martin, PTÁČEK, Roman. *Finanční matematika v praxi*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, a.s., 2013. 304 s. ISBN 978-80-247-4636-4.
- TŮMA, Aleš. *Průvodce úspěšného investora*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, a.s., 2014. 217 s. ISBN 978-80-247-5133-7.
- VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2. aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011. 789 s. ISBN 978-80-7357-647-9.
- Zákon č. 240/2013 Sb. o investičních společnostech a investičních fondech, v platném znění.
- Zákon č. 586/199 Sb. o daních z příjmů, v platném znění.

Seznam použitých elektronických zdrojů

- 100 Lowest Expense Ratio ETFs – Cheapest ETFs. *ETF Database* [cit. 2016-01-03]. Online: <http://etfdb.com/compare/lowest-expense-ratio/>
- Amundi Funds Equity Europe Concentrated – AHK. *Amundi* [cit. 2016-01-03]. Online: http://www.amundi.com/maio/newpartcze/product/?isin=LU1049755181&doc=fp&taille_popup_fp=684

- Amundi Funds Equity US Relative Value - AU. *Amundi* [cit. 2016-01-03]. Online: http://www.amundi.com/maio/newpartcze/product/index.php?isin=LU0568605769&doc=fp&taille_popup_fp=684
- Amundi Funds Equity Emerging World - AU. *Amundi* [cit. 2016-01-03]. Online: http://www.amundi.com/maio/newpartcze/product/index.php?isin=LU0347592197&doc=fp&taille_popup_fp=684
- Annual Report. *Pioneer Investments* [cit. 2016-01-03]. Online: http://www.pioneerinvestments.cz/Fond/Vyrocnizprava/PioneerFunds_20141231_Vyrocnizprava.pdf
- Bonds table. *Shares Investment* [cit. 2016-01-03]. Online: <http://www.sharesinv.com/images/posts/bonds-table.png>
- BRINSON, Gary P., HOOD, Randolph L., BEEBOWER, Gilbert L. Determinants of Portfolio Performance. *CFA Institute Publications* [cit. 2016-01-03]. Online: <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/faj.v51.n1.1869>
- BUBÁK, Zdeněk, OLEJNÍK, Martin. Žebříčky spořicíh účtů, termínovaných vkladů a Sporindex v prosinci. *Finparáda* [cit. 2016-01-03]. Online: <http://www.finparada.cz/3258-Zebricky-sporicich-uctu-a-Sporindex-v-prosinci.aspx>
- Ceník podílových fondů Partners investiční společnost, a.s. *Partners investiční společnost* [cit. 2016-01-03]. Online: <http://www.partnersis.cz/podilove-fondy/partners-universe-6/dokumenty-ke-stazeni/cenik/>
- *CONSEQ* [cit. 2016-01-03]. Online: <https://www.conseq.cz/>
- *ČNB pro všechny* [cit. 2016-01-03]. Online: <http://www.cnbprovsechny.cnb.cz/cs/>
- Fidelity Funds - America Fund A-ACC-CZK (hedged). *Fidelity International* [cit. 2016-01-03]. Online: <https://www.fidelity.cz/fondy-a-ceny/factsheet/LU0979392767>
- Fidelity Funds – Euro Blue Chip Fund A-ACC-CZK (hedged). *Fidelity International* [cit. 2016-01-03]. Online: <https://www.fidelity.cz/fondy-a-ceny/factsheet/LU0979392841>

- Fidelity Funds - European High Yield Fund A-ACC-CZK (hedged). *Fidelity International* [cit. 2016-01-03]. Online: <https://www.fidelity.cz/fondy-a-ceny/factsheet/LU0979393146>
- GDP at market prices. *The World Bank* [cit. 2016-01-03]. Online: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>
- GIGANTI jednorázové životní pojištění. *UniCredit Bank* [cit. 2016-01-03]. Online: https://www.unicreditbank.cz/files/download/pojisteni/SKI_UCB_Giganti.pdf
- GORDON, Whitson, WONG, Kristin. How to Build an Easy, Beginner „Set and Forget“ Investment Portfolio. *Two Cents* [cit. 2016-01-03]. Online: <http://twocents.lifehacker.com/how-to-build-an-easy-beginner-set-and-forget-investm-1686878594>
- IKS Balancovaný – konzervativní. *Investiční kapitálová společnost KB* [cit. 2016-01-03]. Online: <http://www.iks-kb.cz/dimg/FundDetail3.pdf?FundId=1040001>
- Indexy spotřebitelských cen - životních nákladů (měsíčně). *Český statistický úřad* [cit. 2016-02-07]. Online: https://www.czso.cz/documents/10180/20560975/iscr011216_1.xlsx/a065eeb8-aaaa-47bc-8277-751c290c52f6?version=1.0
- Investice do fondů vzrostly od počátku roku o více než 13%. *AKAT ČR* [cit. 2016-01-03]. Online: http://www.akatcr.cz/download/3401-tz20151110_3q_2015.pdf
- Investiční životní pojištění Clean Energy 2016. *UniCredit Bank* [cit. 2016-01-03]. Online: <https://www.unicreditbank.cz/files/download/pojisteni/CleanEnergy.pdf>
- Investiční životní pojištění TIMBI 2015/2017. *UniCredit Bank* [cit. 2016-01-03]. Online: https://www.unicreditbank.cz/files/download/investice/Timbi_DL_final.pdf
- Investment life insurance ACTIVE STAR. *UniCredit Bank* [cit. 2016-01-03]. Online: https://www.unicreditbank.cz/en/web/individuals_1/insurance/investment-life-insurance

- JOHNSON, Nicholas, NAIK, Vasant, PEDERSEN, Niels, SAPRA, Steve. The Stock-Bond Correlation. *PIMCO* [cit. 2016-01-03]. Online: https://media.pimco.com/Documents/PIMCO_Quantitative_Research_Stock_Bond_Correlation_Oct2013.pdf
- MCGOWAN, Lee. The Cheapest S&P 500 Index Funds. *Mutual Funds Guide* [cit. 2016-01-03]. Online: http://mutualfunds.about.com/od/activevspassivefunds/tp/Cheapest_500_Index_Fund.htm
- MCWHINNEY, James E. A brief History Of The Mutual Fund. *Investopedia* [cit. 2016-01-03]. Online: <http://www.investopedia.com/articles/mutualfund/05/mfhistory.asp>
- Metodika klasifikace fondů závazná pro členy AKAT. *AKAT ČR* [cit. 2016-01-03]. Online: http://www.akatcr.cz/download/2276-klasifikace_schvaleno_rr.pdf
- MOORE, Elaine. New fund fees muddy the waters. *Financial Times - Europe* [cit. 2016-01-03]. Online: http://www.ft.com/cms/s/63958cd0-98fb-11e1-9da3-00144feabdc0,Authorised=false.html?siteedition=uk&_i_location=http%3A%2F%2Fwww.ft.com%2Fcms%2Fs%2F0%2F63958cd0-98fb-11e1-9da3-00144feabdc0.html%3Fsiteedition%3Duk&_i_referer=&classification=conditional_standard&iab=barrier-app#axzz3w5aQOcmu
- MSCI ACWI (USD). *MSCI* [cit. 2016-01-03]. Online: https://www.msci.com/resources/factsheets/index_fact_sheet/msci-acwi.pdf
- NN (L) Emerging Markets High Dividend (CZK). *NN Investment Partners* [cit. 2016-01-03]. Online: https://cz.ingfondy.eu/fund_detail.asp?fund=174
- NN (L) European Equity (CZK). *NN Investment Partners* [cit. 2016-01-03]. Online: https://cz.ingfondy.eu/fund_detail.asp?fund=153
- NN (L) US Enhanced Core Concentrated Equity (CZK). *NN Investment Partners* [cit. 2016-01-03]. Online: https://cz.ingfondy.eu/fund_detail.asp?fund=154
- Parvest Bond World High Yield. *BNP Paribas Investment Partners Czech Republic* [cit. 2016-01-03]. Online: http://www.bnpparibas-ip.cz/central/fundsheets/index.page?l=eng&p=IP_CZ-

NSG&shareId=13105&compartmentId=13003&umbrellaId=106¤cy=EUR#
ab=1

- Parvest Equity Best Selection Euro. *BNP Paribas Investment Partners Czech Republic* [cit. 2016-01-03]. Online:
http://www.bnpparibas-ip.cz/central/fundsheets/index.page?l=eng&p=IP_CZ-NSG&shareId=13406&compartmentId=13314&umbrellaId=106¤cy=EUR#ab=1
- Parvest Equity USA Growth. *BNP Paribas Investment Partners Czech Republic* [cit. 2016-01-03]. Online:
http://www.bnpparibas-ip.cz/central/fundsheets/index.page?l=eng&p=IP_CZ-NSG&shareId=13045&compartmentId=13014&umbrellaId=106¤cy=USD#ab=3
- Pioneer – Sporokonto. *Pioneer Investments* [cit. 2016-01-03]. Online:
<http://pioneer.cz/Fond/Souhrn/201511/CZK/ZBSporokonto.pdf>
- Pioneer Funds – Emerging Markets Bond. *Pioneer Investments* [cit. 2016-01-03]. Online:
http://pioneer.cz/Fond/Souhrn/201511/CZK_Hedged/PFEmergingMarketsBond.pdf
- Pioneer Funds – Euro Aggregate Bond. *Pioneer Investments* [cit. 2016-01-03]. Online: <http://pioneer.cz/Fond/Souhrn/201511/EUR/PFEuroAggregateBond.pdf>
- Pioneer Funds – Euro Strategic Bond. *Pioneer Investments* [cit. 2016-01-03]. Online:
http://pioneer.cz/Fond/Souhrn/201511/CZK_Hedged/PFEuroStrategicBond.pdf
- Pioneer Funds – European Equity Target Income. *Pioneer Investments* [cit. 2016-01-03]. Online:
<http://pioneer.cz/Fond/Souhrn/201511/EUR/PFEuropeanEquityTargetIncome.pdf>
- Pioneer Funds – Global High Yield. *Pioneer Investments* [cit. 2016-01-03]. Online:
http://pioneer.cz/Fond/Souhrn/201511/CZK_Hedged/PFGlobalHighYield.pdf
- Pioneer Funds – Multi Asset Real Return. *Pioneer Investments* [cit. 2016-01-03]. Online: <http://pioneer.cz/Fond/Souhrn/201511/USD/PFMultiAssetRealReturn.pdf>

- Pioneer Funds – Strategic Income. *Pioneer Investments* [cit. 2016-01-03]. Online: http://pioneer.cz/Fond/Souhrn/201511/CZK_Hedged/PFStrategicIncome.pdf
- Pioneer Funds – Top European Players. *Pioneer Investments* [cit. 2016-01-03]. Online: <http://pioneer.cz/Fond/Souhrn/201511/EUR/PFTopEuropeanPlayers.pdf>
- Pioneer Funds – U.S. Pioneer Fund. *Pioneer Investments* [cit. 2016-01-03]. Online: <http://pioneer.cz/Fond/Souhrn/201511/USD/PFAmerica.pdf>
- Podílové fondy srovnání. *Peníze.cz* [cit. 2016-01-03]. Online: <http://www.penize.cz/srovnani/podilove-fondy>
- Prospekt a Manažerská pravidla. *Pioneer Investments* [cit. 2016-01-03]. Online: <http://pioneer.cz/Fond/Prospekt/PioneerFunds-Prospekt.pdf>
- RANKIN, Ewan, IDIL, Muhammed Shah. A Century of Stock-Bond Correlations. *Reserve Bank of Australia* [cit. 2016-01-03]. Online: <http://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2014/sep/pdf/bu-0914-8.pdf>
- ROUWENHORST, Geert K. The Origins of Mutual Funds. *Social Science Research Network* [cit. 2016-01-03]. Online: http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID636146_code223089.pdf?abstractid=636146&mirid=1
- Sharpe Ratio. *Day Trading & Stock Market strategies - mysmp.com* [cit. 2016-01-03]. Online: <http://www.mysmp.com/fundamental-analysis/sharpe-ratio.html>
- Standard deviation diagram. *Dr Jody Muelaner* [cit. 2016-01-03]. Online: http://www.muelaner.com/wp-content/uploads/2013/07/Standard_deviation_diagram.png
- Templeton Global Bond Fund. *Franklin Templeton Investmets Česká republika* [cit. 2016-01-03]. Online: <http://www.franklintempleton.cz/cs-cz/investor/fondy/fund-detail/256/Templeton-Global-Bond-Fund>
- Ten Things to Consider Before You Make Investing Decisions. *U.S. Securities and Exchange Commisision* [cit. 2016-01-03]. Online: <https://www.sec.gov/investor/pubs/tenthingstoconsider.htm>

- The Efficient Frontier Revisited. *Afcg, LLC* [cit. 2016-01-03]. Online: <http://www.afcgllc.com/sites/afcgllc.com/files/u3/Efficient%20Frontier%20Revisited.pdf>
- TOP 20. *UniCredit Bank* [cit. 2016-01-03]. Online: <https://www.unicreditbank.cz/web/obcane/pojisteni/top-20>
- UCB Strukturovaný dluhopis FIVE STARS 2018. *UniCredit Bank* [cit. 2016-01-03]. Online: https://www.unicreditbank.cz/files/download/vklady/UCB_Strukturovany_dluhopis_FIVE_STARS_2018.pdf
- Using Modified duration to estimate percentage price change. *SlidePlayer* [cit. 2016-01-03]. Online: http://images.slideplayer.com/8/2445160/slides/slide_28.jpg
- Výroční zpráva | Česká asociace pojišťoven 2014. *Česká asociace pojišťoven* [cit. 2016-01-03]. Online: <http://www.cap.cz/www/cap/images/o-nas/vyrocnizpravy/2014.pdf>
- Výsledky zajištěných a strukturovaných fondů. *ČSOB* [cit. 2016-01-03]. Online: <https://www.csob.cz/portal/documents/10710/545120/zajistenefondyprehled.xls>
- Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2014. *Ministerstvo finance České republiky* [cit. 2016-01-03]. Online: http://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Zprava_2014_Zprava-o-vyvoji-financniho-trhu-v-roce-2014_v-02.pdf

Seznam příloh

Příloha A: *Stupně ratingu tří nejvýznamnějších agentur*

Příloha B: *Reálné výnosy amerických akcií*

Příloha C: *Reálné výnosy amerických státních dluhopisů*

Příloha D: *Intervaly spolehlivosti normálního rozdělení*

Příloha E: *Stupnice SRRI*

Příloha F: *Efficient frontier po desetiletích*

Příloha G: *Efficient frontier 1960-2011*

Příloha H: *MSCI All Country World Index*

Příloha I: *Efficient frontier amerických a mezinárodních akcií*

Příloha J: *Změny podílů jednotlivých tříd aktiv*

Příloha K: *Využití jednotlivých vybraných fondů*

Příloha L: *Korelační matice osmi vybraných fondů*

Příloha M: *Statistické změny v jednotlivých investičních případech*

Přílohy

Příloha A: *Stupně ratingu tří nejvýznamnějších agentur*

Moody's	S&P	Fitch	
Aaa	AAA	AAA	Prime
Aa1	AA+	AA+	High Grad
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	Upper medium grad
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	Lower medium grade
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	Non-investment grade speculative
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	Highly speculative
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Caa1	CCC+	CCC	Substantial risks
Caa2	CCC		Extremely speculative
Caa3	CCC-		In default with little prospect for recovery
Ca	CC		
	C		
C	D	DDD	In default
/		DD	
/		D	

Zdroj: Bonds table, *Shares Investment* [online].

Příloha B: Reálné výnosy amerických akcií

% hodnota je v intervalu	Doba investice						
	1 rok	3 roky	5 let	10 let	15 let	20 let	30 let
50%	-4,2%	0,7%	1,3%	3,3%	3,8%	4,5%	5,2%
	20,9%	13,1%	11,7%	10,4%	9,6%	8,8%	7,8%
80%	-15,9%	-6,0%	-3,5%	-0,8%	1,3%	2,4%	4,3%
	32,4%	21,1%	17,8%	13,9%	12,3%	10,8%	8,7%
98%	-37,2%	-17,2%	-9,4%	-3,9%	-1,5%	0,6%	3,2%
	54,4%	31,4%	27,7%	18,0%	14,7%	12,7%	10,1%
Roční průměr	8,4%	7,1%	6,8%	6,7%	6,7%	6,6%	6,5%
PZ	32%	23%	20%	12%	5%	0%	0%

Pozn.: Data za posledních 100 let, jedná se o reálné výnosy indexu S&P 500 včetně dividend, PZ – pravděpodobnost ztráty;

Zdroj: *Profí Poradenství & Finance*, roč. III, č. 10, s. 44.

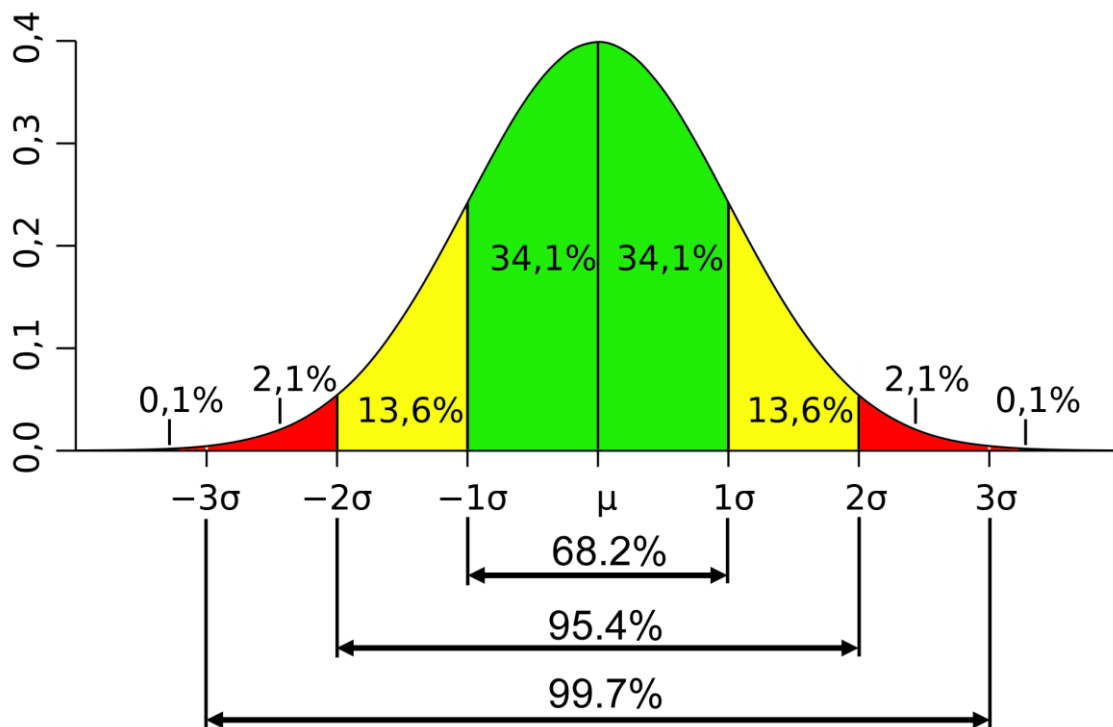
Příloha C: Reálné výnosy amerických státních dluhopisů

% hodnota je v intervalu	Doba investice						
	1 rok	3 roky	5 let	10 let	15 let	20 let	30 let
50%	-2,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,1%	-0,2%	0,6%
	8,4%	6,0%	6,0%	5,8%	5,2%	4,4%	3,1%
80%	-7,9%	-4,0%	-3,1%	-2,0%	-1,7%	-1,1%	-0,6%
	14,4%	10,8%	8,8%	7,3%	6,7%	6,2%	4,5%
98%	-15,1%	-12,3%	-8,9%	-4,6%	-3,4%	-2,3%	-1,5%
	30,4%	16,6%	15,8%	9,9%	8,8%	7,9%	6,4%
Roční průměr	3,2%	2,9%	2,8%	2,5%	2,4%	2,2%	1,9%
PZ	35%	29%	30%	28%	27%	27%	21%

Pozn.: Data za posledních 100 let, jedná se o reálné výnosy 10letých státních dluhopisů USA, PZ – pravděpodobnost ztráty;

Zdroj: *Profí Poradenství & Finance*, roč. III, č. 10, s. 45.

Příloha D: Intervaly spolehlivosti normálního rozdělení



Zdroj: Standard deviation diagram, Dr Jody Muelaner [online]

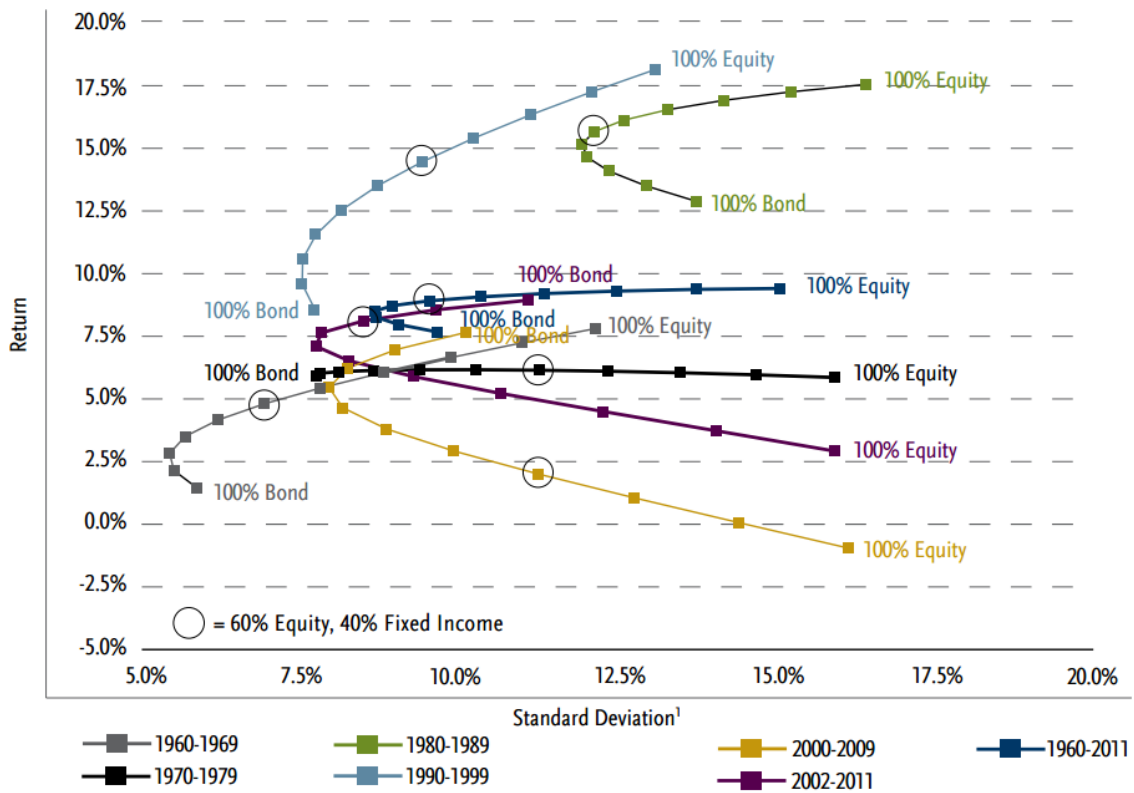
Příloha E: Stupnice SRRI

SRRI	Volatilita	Typický zástupce
1	<0,5%	velmi konzervativní fondy peněžního trhu
2	0,5-2%	krátkodobé fondy
3	2-5%	konzervativní dluhopisové fondy
4	5-10%	rizikovější dluhopisové nebo opatrnější smíšené fondy
5	10-15%	fondy spekulativních dluhopisů, dynamičtější smíšené fondy
6	15-25%	akciové fondy
7	25% a více	akciové fondy exotičtějších trhů nebo sektorů

Pozn.: volatilita – anualizovaná, 3letá;

Zdroj: TŮMA, A., *Průvodce úspěšného investora*, s. 97.

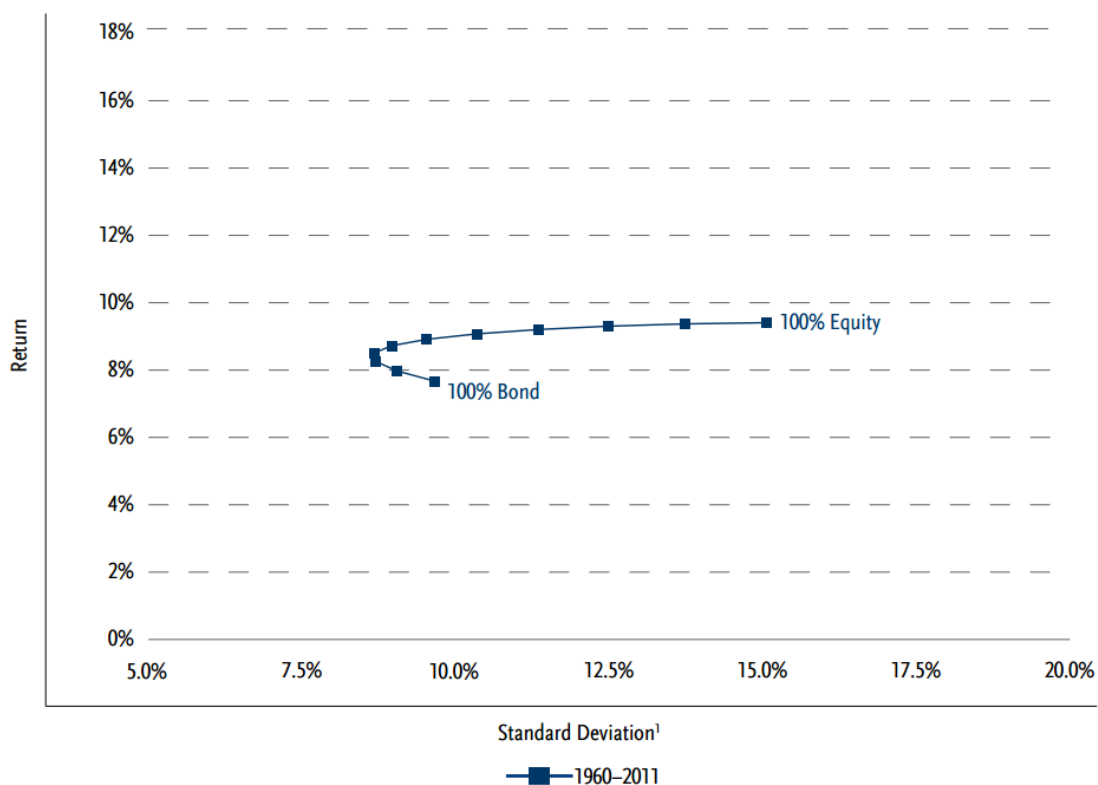
Příloha F: Efficient frontier po desetiletích



Pozn.: akcie jsou reprezentovány indexem S&P 500 TR (tzn. reinvestována dividendy) a dluhopisy Barclays Capital Aggregate Bond Indexem.

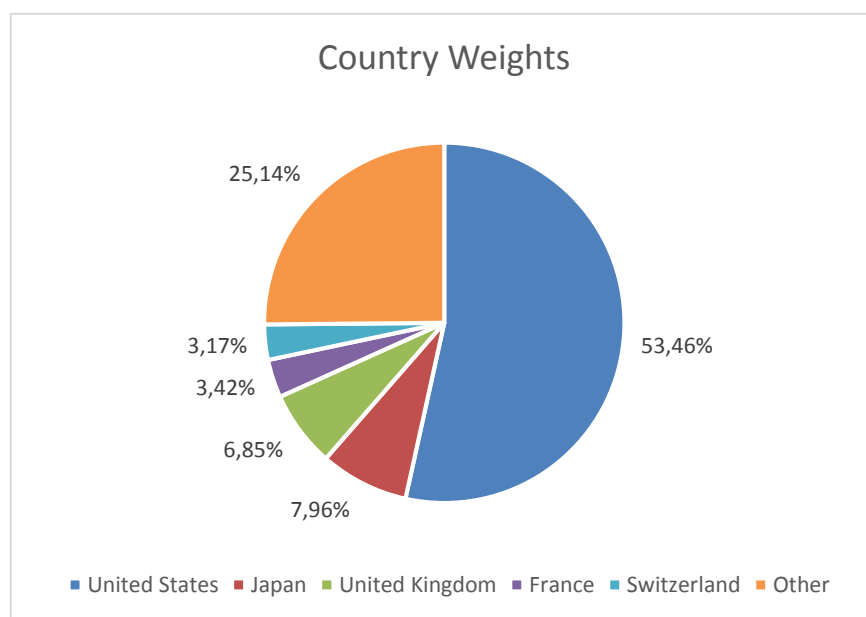
Zdroj: The Efficient Frontier Revisited, *Afcg, LLC* [online].

Příloha G: Efficient frontier 1960-2011



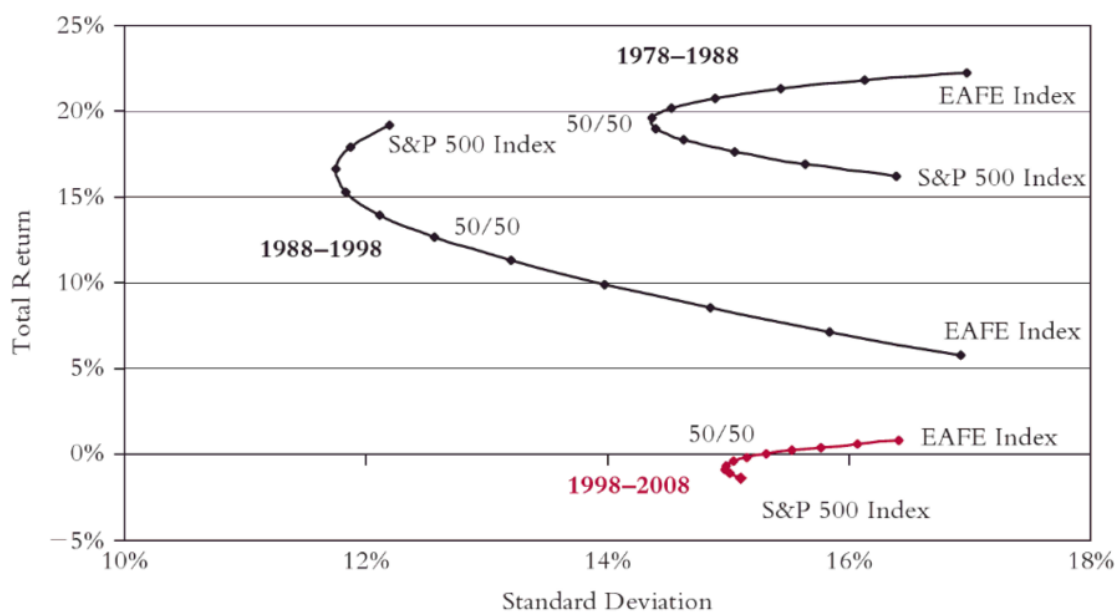
Zdroj: The Efficient Frontier Revisited, *Afcg, LLC* [online].

Příloha H: MSCI All Country World Index



Zdroj: MSCI ACWI (USD), *MSCI* [online].

Příloha I: Efficient frontier amerických a mezinárodních akcií



Zdroj: Common Sense on Mutual Funds By John C. Bogle, p. 260.

Příloha J: Změny podílů jednotlivých tříd aktiv

	BV	ZP	D	A
Případ A	-36%	-17%	33%	20%
Případ B	-10%	-5%	-4%	19%
Případ C	2%	0%	-4%	2%
Případ D	-15%	0%	-2%	16%
Případ E	-9%	0%	-5%	14%
Případ F	-13%	0%	14%	0%
Případ G	-22%	0%	0%	22%
Případ H	0%	0%	11%	-11%
Případ I	-10%	0%	5%	5%
Případ J	0%	0%	-14%	14%

Pozn.: BV – bankovní vklady, ZP – zajištěné produkty, D – dluhopisy, A – akcie;

Zdroj: vlastní zpracování, 2016.

Příloha K: Využití jednotlivých vybraných fondů

	Četnost	Podíl
Pioneer Funds - Strategic Income	10x	22%
Pioneer Funds - Euro Strategic Bond	10x	22%
Templeton Global Bond Fund	6x	6%
Fidelity Funds America Fund	10x	11%
NN (L) US Enhanced Core Concentrated Equity	1x	5%
Pioneer Funds - Top European Players	10x	12%
Fidelity Funds Euro Blue Chip Fund	1x	6%
Amundi Funds Equity Emerging World	3x	4%

Pozn.: Podíl = průměrný podíl fondu na celkovém finanční portfoliu investora, pokud je fond v portfoliu využit.

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Příloha L: Korelační matice osmi vybraných fondů

	SI	ESB	GBF	AF	USCE	TEP	EBCF	EEW
SI	1	0,90	0,49	0,63	0,63	0,65	0,63	0,71
ESB	0,90	1	0,31	0,49	0,45	0,52	0,49	0,56
GBF	0,49	0,31	1	0,67	0,65	0,64	0,61	0,74
AF	0,63	0,49	0,67	1	0,96	0,87	0,88	0,87
USCE	0,63	0,45	0,65	0,96	1	0,87	0,87	0,85
TEP	0,65	0,52	0,64	0,87	0,87	1	0,95	0,80
EBCF	0,63	0,49	0,61	0,88	0,87	0,95	1	0,81
EEW	0,71	0,56	0,74	0,87	0,85	0,80	0,81	1

Pozn.: SI - Pioneer Funds - Strategic Income, ESB - Pioneer Funds - Euro Strategic Bond, GBF – Templeton Global Bond Fund, AF – Fidelity Funds America Fund, USCE - NN (L) US Enhanced Core Concentrated Equity, TEP – Pioneer Funds – Top European Players, EBCF - Fidelity Funds Euro Blue Chip Fund, EEW - Amundi Funds Equity Emerging World;

Zdroj: vlastní zpracování, 2015.

Příloha M: *Statistické změny v jednotlivých investičních případech*

	PV	Vol	SR	PZ
Případ A	3,9%	7,1%	-0,29	8,6%
Případ B	2,9%	2,4%	-0,05	1,0%
Případ C	1,1%	0,4%	0,12	-2,4%
Případ D	2,7%	1,6%	0,18	-3,1%
Případ E	1,4%	1,7%	-0,12	2,7%
Případ F	0,8%	0,3%	0,10	-2,5%
Případ G	1,5%	2,9%	-0,06	1,9%
Případ H	0,6%	-0,7%	0,14	-4,9%
Případ I	0,5%	0,7%	0,02	-0,6%
Případ J	0,7%	4,4%	-1,00	21,1%

Pozn.: PV – průměrný výnos, Vol – volatilita, SR – Sharpe ratio, PZ – pravděpodobnost ztráty, všechny údaje anualizovány;

Zdroj: vlastní zpracování, 2016.