VYSOKÁ ŠKOLA FINANČNÍ A SPRÁVNÍ

Fakulta ekonomických studií

Studijní program: **Ekonomika a management**

Navazující magisterské studium kombinované

Bc. Daniel Klika, EFA

Tvorba investičního portfolia firmy

Creation of company´s investment portfolio

DIPLOMOVÁ PRÁCE

Praha, 2025

Vedoucí diplomové práce: Ing. Mgr. Jaromír Tichý, Ph.D., MBA

Poděkování

Děkuji vedoucímu práce Ing. Mgr. Jaromírovi Tichému, Ph.D., MBA za jeho cenné rady, doporučení a praktický přístup k práci. Děkuji dále instituci VŠFS za rozumně nastavený systém, seriózní přístup ke studentům a příjemné zaměstnance, kteří mi vždy vřele pomohli.

Prohlášení

Prohlašuji,

že jsem tuto kvalifikační práci vypracoval zcela samostatně a veškerou použitou literaturu a další podkladové materiály, které jsem použil, uvádím v seznamu literatury a že svázaná a elektronická podoba práce je shodná. Současně prohlašuji, že souhlasím se zveřejněním této práce podle § 47b zákona č. 111/1998Sb., o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších předpisů.

15. 4. 2025 _____

Abstrakt

Práce se zabývá teoretickou situací fiktivní firmy. Hlavním cílem práce je vytvořit několik investičních portfolií složených z finančních nástrojů na základě rizikového profilu firmy a dalších vstupních údajů. Práce poskytuje řešení pro teoretickou situaci, kdy firma v příštích letech nechce zisk reinvestovat do svého core businessu a preferuje určitý finanční obnos alokovat do smysluplného portfolia finančních nástrojů, které má vysokou pravděpodobnost ochrany před inflací, dosažení reálného zhodnocení a zároveň disponuje vysokou likviditou pro případ, kdyby firma potřebovala například vybalancovat cashflow při akutním nedostatku dostupných krátkodobých aktiv.

Dílčím cílem práce je analýza vybraných podílových fondů na českém trhu a doporučení těch, které mají efektivní poplatkovou strukturu, moderní investiční strategii a kvalitní historické výsledky. Díky splnění těchto kritérií můžeme předpokládat, že toto investiční portfolio má slibný potenciál i do budoucna a je u něj vysoce pravděpodobné, že svým investorům bude generovat zajímavé zisky.

Dalším dílčím cílem práce je poskytnout doporučení a stanovit předpoklady, na základě kterých bude investiční portfolio úspěšné a splní očekávání investora.

Abstract

This thesis deals with a theoretical situation of a fictional company. The main goal is to create several investment portfolios composed of financial instruments based on risk profile and other input data. Thesis provides a solution for the theoretical scenario in which a company does not want to reinvest its earnings into its core business and instead wants to invest them in a meaningful portfolio of financial instruments with a high probability of protection against inflation and the potential for good additional yields while maintaining high liquidity.

Subsequent goal of the thesis is to analyze chosen investment instruments on czech market and to provide a recommendation for instruments with effective fee structure, modern investment stratégy, and strong historical results. Based on these premises we can assume that this investment portfolio will have a promising potential for future results and is very likely to generate substantial yields for the investor.

Another subsequent goal of the thesis is to provide recommendations and determine preconditions to achieve success of this investment portfolio and fulfill investor´s expectations.

Klíčová slova

Investice, portfolio, strategie, aktivum, fond, alokace, riziko, diverzifikace, ekonomický cyklus, benchmark.

Keywords

Investments, Portfolio, Strategy, Asset, Fund, Allocation, Risk, Diversification, Ekonomic cykle, Benchmark.

Obsah

PODĚKOVÁNÍ 2
PROHLÁŠENÍ 3
ABSTRAKT 4
ABSTRACT 5
KLÍČOVÁ SLOVA 6
KEYWORDS 6
OBSAH 7
ÚVOD 11
I. TEORETICKO-REŠERŠNÍ ČÁST 15
1 INVESTOVÁNÍ A JEHO PODSTATA 15
1.1 Investice podniku 16
1.1.1 Finanční riziko pro firmy 16
1.1.2 Finanční řízení a úloha finančního manažera v korporaci 17
2 VYMEZENÍ ODBORNÝCH POJMŮ INVESTIC 18
2.1 Finanční aktiva 18
2.2 Inflace 19
2.3 Časová hodnota peněz 21
2.4 Bezriziková investice 22
2.5 Riziková prémie 22
2.6 Investiční rizika 22
2.6.1 Kreditní riziko 23
2.6.2 Měnové riziko 23
2.6.3 Úrokové riziko 23
2.6.4 Inflační riziko 24
2.6.5 Tržní riziko 24
2.6.6 Riziko likvidity 24
2.7 Diverzifikace 24
2.7.1 Diverzifikované portfolio 25
2.8 Investiční portfolio 25
2.9 Investiční horizont 26
2.10 Kolektivní investování 26
2.10.1 Burzovně obchodovaný fond (Exchange-Traded Fund – ETF) 27
2.10.2 Podílový fond 27

2.10.3 Podílový list ... 28
2.10.4 Aktivně spravovaný fond ... 28
2.10.5 Otevřený a uzavřený podílový fond ... 29
2.10.6 Akciový fond ... 30
2.10.7 Dluhopisový fond ... 30
2.10.8 Nemovitostní fond ... 31
2.10.9 Fond peněžního trhu ... 31
2.10.10 Fond kvalifikovaných investorů ... 32
2.10.11 Volatilita ... 32
2.10.12 Časová řada ... 33
2.10.13 Alokace aktiv ... 34
2.10.14 Časování trhu ... 35
2.10.15 Ekonomický cyklus ... 35
2.10.16 Finanční bublina ... 36
2.10.17 Investiční scénáře ... 37
2.10.18 Alternativní investice ... 38
2.10.19 Benchmark ... 38
3 PŘÍSTUP FIREM K INVESTOVÁNÍ VOLNÝCH PROSTŘEDKŮ ... 40
3.1 Finanční plánování ... 41
3.2 Řízení hotovosti a peněžních toků ... 41
3.2.1 Motivy držení hotovosti ... 42
3.2.2 Náklady držené hotovosti ... 42
3.2.3 Investování peněžní hotovosti ... 43
3.3 Dlouhodobý finanční majetek (DFM) ... 43
3.4 Optimální kapitálová struktura ... 43
3.5 Výhody diverzifikovaného portfolia pro firmy ... 44
4 TEORETICKÉ PŘÍSTUPY PRO TVORBU INVESTIČNÍHO PORTFOLIA ... 46
4.1 Investování vs spekulování ... 46
4.1.1 Investor ... 47
4.1.2 Spekulant ... 47
4.2 Aktivní vs Pasivní strategie ... 47
4.3 Globální akciová strategie ... 49
4.4 Strategie Nobelovy nadace ... 51
4.4.1 Historie portfolio managementu Nobelovy nadace ... 51
4.4.2 Poučení z historie portfolio managementu Nobelovy nadace ... 52
4.4.3 Složení portfolia Nobelovy nadace ... 52
4.5 Permanentní portfolio ... 53
4.6 All Weather portfolio ... 54

4.7 60/40 portfolio ... 56
4.8 Teorie efektivních trhů ... 58
4.9 Teorie behaviorálních financí ... 60
4.9.1 Přehnaný optimismus ... 61
4.9.2 Nadměrné sebevědomí ... 61
4.9.3 Iluze kontroly ... 61
4.9.4 Sebepřisuzování ... 62
5 FAKTORY OVLIVŇUJÍCÍ VÝSLEDEK INVESTOVÁNÍ ... 63
5.1 Volba vhodné instituce ... 63
5.2 Předčasné vyhodnocování výkonnosti ... 63
5.3 Dokupování při poklesech ... 64
5.4 Rebalancování portfolia ... 64
II. APLIKAČNÍ ČÁST ... 65
6 STANOVENÍ RIZIKOVÉHO A INVESTIČNÍHO PROFILU KLIENTA ... 66
6.1 Investiční dotazník ... 66
6.1.1 Vývoj investičního dotazníku ... 67
6.1.2 Struktura moderních investičních dotazníků ... 70
6.2 Investiční profil modelové společnosti ... 71
6.2.1 Persona investora ... 71
6.3 Důležité doplňující informace ... 76
6.3.1 Překročení investičního horizontu ... 76
6.3.2 Základní znalosti makroekonomie ... 77
6.3.3 Sektorové a regionální preference ... 78
7 ANALÝZA VYBRANÝCH PODÍLOVÝCH FONDŮ NA ČESKÉM TRHU ... 79
7.1 Analýza akciových fondů ... 80
7.2 Analýza dluhopisových fondů ... 83
7.3 Analýza nemovitostních fondů ... 85
8 TVORBA INVESTIČNÍCH PORTFOLIÍ NA ZÁKLADĚ RIZIKOVÉHO PROFILU FIRMY ... 88
8.1 Portfolio podle vzoru Nobelovy nadace ... 89
8.2 Permanentní portfolio (Harry Browne) ... 91
8.3 Portfolio podle vzoru All Weather (Ray Dalio) ... 93
8.4 Portfolio 60/40 ... 94
9 DOPORUČENÍ A PŘEDPOKLADY ... 96
9.1 Ekonomické faktory ... 96
9.2 Psychologické faktory ... 104
ZÁVĚR ... 109
SEZNAM BIBLIOGRAFICKÝCH ODKAZŮ ... 110

PŘÍLOHY 116
PŘÍLOHA A INVESTIČNÍ DOTAZNÍK GENERALI INVESTMENTS CEE, A.S. 117
PŘÍLOHA B INVESTIČNÍ DOTAZNÍK CONSEQ INVESTMENT MANAGEMENT, A.S 118
PŘÍLOHA C INVESTIČNÍ DOTAZNÍK PLATFORMY EDWARD INVEST 120

Úvod

Většina firem, chtějí-li dlouhodobě prosperovat a generovat vlastníkům zisk, musí efektivní cestou hospodařit s financemi. Musí nakupovat materiál za výhodných podmínek, stanovit prodejní ceny v optimální výši, nastavit mzdy zaměstnanců odpovídajícím způsobem, a také zvolit optimální využití cizích zdrojů oproti zdrojům vlastním. Tyto a další přidružené činnosti bývají zpravidla zodpovědností finančního manažera či majitele firmy. Pokud tato finanční matematika není nastavena správně a udržitelně, může se firma dostat do existenčních potíží a potenciálně i zaniknout. Pokud však firma prosperuje a dosahuje zisků, může volit několik způsobů, jak s přebytky naložit. Postupem času, kdy tyto přebytky rostou, se zvyšuje priorita řešit problém, jak s nimi efektivně naložit, aby firma nerealizovala ušlé zisky a neuskutečněné příležitosti. Nabízí se de facto tři základní možnosti: investovat dále do podnikání a rozvoje firmy (core business), vyplatit zisky majitelům, nebo investovat do finančních či jiných aktiv, které nejsou propojené s podnikatelským záměrem firmy, a dosáhnout tak větší diverzifikace majetku pro případ, že by firma v budoucnu zažila těžká období a potřebovala sáhnout do vytvořeného finančního polštáře. Tato práce se bude věnovat poslední z možností, kdy firma dosahuje zisků a majitel se rozhodl diverzifikovat svůj majetek investováním do finančních aktiv. Má v příštích letech určité priority, nechce rozšiřovat svou firmu dalšími investicemi a chce rozumně investovat své zisky dosažené v předchozích letech do kvalitních investičních nástrojů, kde budou efektivně pracovat, nicméně budou také v dispozici pro výběr v případě nouze.

Finanční trhy dnes nabízí nepřeberné množství možností, jak firmy i fyzické osoby mohou investovat své úspory, nicméně ne vždy tyto záměry končí úspěchem a dosažením stanoveného cíle. Především díky široké a mnohdy nepřehledné nabídce bank, investičních společností a podobných subjektů může být pro investory komplikované se v takovéto nabídce zorientovat a vytvořit kvalitní a úspěšné investiční portfolio. Firmy vyhledávají služby investičních společností a investičních poradců i proto, že nabídce investičních produktů na finančním trhu jednoduše nerozumí. Jsou odborníky na své podnikání, znají svůj produkt či službu a trh, na

kterém se obchoduje, nicméně již nemají čas na detailní studium investičních instrumentů. Spolupráce s kvalifikovaným externím investičním poradcem pak pro firmu může být vysoce výhodná a efektivní. Finanční trhy jsou často nevyzpytatelné. Zažívají svá klidná a divoká období. Neexistuje jednoduchá a stoprocentní cesta, jak zajistit úspěch v investování, nicméně lidská civilizace byla schopna za dobu své existence shromáždit mnoho informací, dat, statistik a obecných doporučení, která nám mohou pomoci v rozhodování a tvorbě investičního portfolia. Existuje např. teorie ekonomických cyklů, teorie moderního portfolia a mnoho dalších teorií, které formovaly vývoj investičního poradenství po celém světě. Některá z doporučení a přístupů se ukazují jako platná i po padesáti letech, jiná jsou dnes již vyvrácená či opuštěná pro jejich nekompletnost či neplatnost v dnešním technologicky-moderním ekonomickém prostředí. Situace a trendy na finančních trzích se dynamicky mění. Není možné se stoprocentní jistotou určit, jaký bude vývoj za rok, natož pak za pět či deset let. Existují však dlouhodobě platná investiční pravidla, která se během historie ukázal jako stále platná. Např. publikace Inteligentní investor od Benjamina Grahama je i několik desetiletí po smrti autora vnímána předními odborníky jako bible každého rozumného investora. Pokud chceme stvořit kvalitní investiční portfolio, je třeba postupovat na základě dostupných historických zdrojů, dat, statistik, aktuální ekonomické situace, makroekonomického výhledu a moderních doporučení. Následně je třeba portfolio monitorovat, reagovat na aktuální budoucí vývoj trhů a dle potřeby pravidelně optimalizovat.

Hlavním cílem práce je vytvořit několik investičních portfolií složených z finančních nástrojů (podílových fondů) na základě rizikového profilu firmy a dalších vstupních údajů. Práce poskytuje řešení pro teoretickou situaci, kdy firma v příštích letech nechce zisk reinvestovat do svého core businessu a preferuje určitý finanční obnos alokovat do smysluplného portfolia finančních nástrojů, které má vysokou pravděpodobnost ochrany před inflací, dosažení reálného zhodnocení a zároveň disponuje vysokou likviditou pro případ, kdyby firma potřebovala například vybalancovat cashflow při akutním nedostatku dostupných krátkodobých aktiv. Dílčím cílem práce je analýza vybraných podílových fondů na českém trhu a doporučení těch, které mají efektivní poplatkovou strukturu, moderní investiční

strategii a kvalitní historické výsledky. Díky splnění těchto kritérií můžeme předpokládat, že toto investiční portfolio má slibný potenciál i do budoucna a je u něj vysoce pravděpodobné, že svým investorům bude generovat zajímavé zisky. Dalším dílčím cílem práce je poskytnout doporučení a stanovit předpoklady, na základě kterých bude investiční portfolio úspěšné a splní očekávání investora. Tato finální sekce bude dělena do tří částí: obecné předpoklady, historická data a psychologické faktory. Bude definována částka, kterou může firma pro tento účel uvolnit. S touto sumou firma nebude ve zvoleném investičním horizontu počítat a jejíž vyčlenění tedy neohrozí finanční stabilitu firmy a její podnikatelské plány. Díky vysoké likviditě však bude připravena pro rychlý zpětný odkup v případě nouze. Dále je třeba stanovit rizikový profil firmy a přesně definovat investiční cíle. Až poté je možné začít s tvorbou investičního portfolia a výběrem konkrétních nástrojů pro jeho realizaci.

Stanovenou hypotézou práce je, že na základě rizikového profilu a specifických předpokladů firmy, především rizikového profilu a investičních preferencí, lze vytvořit několik úspěšných investičních portfolií složených z podílových fondů, která splní očekávání investora.

Při tvorbě diplomové práce bude využito několika vědeckých metod. Bude využita literární rešerše odborných textů, tedy odborných knih z akademického prostředí, ale především praktických knih o tvorbě investičního portfolia od uznávaných světových i českých autorů. V praktické části bude dále použita metoda analýzy při vyhodnocení jednotlivých tříd aktiv a investičních nástrojů. Pro srovnání jednotlivých investičních nástrojů bude použita metoda komparace. V rámci stanovení rizikového profilu investora a získání dalších nutných vstupních údajů budou využity metody investičního dotazníku a rozhovorů s relevantním zástupcem firmy. V rámci literární rešerše bude čerpáno především ze tří typů zdrojů. Prvním z nich jsou akademické publikace, které pomohou definovat teoretický základ a vysvětlit odborné pojmy. Typickým příkladem takovéto literatury je publikace Finanční trhy od Oldřicha Rejnuše. Druhým zdrojem jsou odborné publikace a odborné internetové články od předních českých a světových autorů z praxe, především předních ekonomů a portfolio manažerů, spravující investiční fondy. Do této kategorie patří především Benjamin Graham, Warren Buffett, Daniel Gladiš, Pavel Kohout či Ray Dalio.

V praktické části při tvorbě analýzy a komparace investičních nástrojů bude autor čerpat také ze svých vědomostí, osobních zkušeností a dlouhodobé praxe. Autor se na finančním trhu pohybuje již 13 let a aktuálně pomáhá svým klientům obhospodařovat portfolio o celkovém objemu 60 mil. Kč. Působil jako finanční poradce, administrátor investičních fondů ve skupině Deutsche Boerse, produktový specialista u největšího českého distributora podílových fondů, Conseq Investment Management, investiční poradce v MONETA Money Bank, a nyní působí jako investiční specialista ve společnosti BIG Capital.

I. Teoreticko-rešeršní část

Abychom mohli efektivně sestavit investiční portfolio, je nejprve třeba definovat důležité předpoklady, od kterých se celý přístup bude odvíjet. Existuje totiž mnoho definic investování, mnoho investičních přístupů, mnoho názorů různých odborníků a mnoho pohledů na celou problematiku. Můžeme však najít společné definice a předpoklady, kterými by se tvorba kvalitního investičního portfolia měla řídit.

1 Investování a jeho podstata

Česká spořitelna na svém webu nabízí svým potenciálním investorům následující definici investování. Investice podle ČS je využití finančních prostředků s cílem jejich zhodnocení v budoucnosti při podstoupení určité míry rizika. Investované peníze se mohou zhodnotit, ale také nemusí. Míra rizika je obvykle vyvážena odpovídajícím výnosem. Ten, kdo investuje, se označuje jako investor. Investorem může být fyzická osoba (jednotlivec) i právnická osoba – firma, banka a jiné instituce. (Česká spořitelna, 2024)

Podobnou, avšak lehce odlišnou definici svým investorům nabízí platforma pro ETF fondy Portu. Investování označují jako alokování peněz, které investor nespotřebuje, do konkrétního projektu za účelem zhodnocení a výnosu. Investor se vzdává části současné spotřeby s cílem zvýšit hodnotu peněz a díky tomu si užít vyšší spotřeby v budoucnu. (Raška, 2024)

Syrový a Tyl (2021, s. 17) doplňují několik motivů, které mohou investora k investování přimět. Investor může chtít např. dosáhnout čistého výnosu či zajistit si pasivní příjem. Může se také rozhodnout rozumně uložit své prostředky v meziobdobí, kdy je nepotřebuje, aby je následně vybral. Prostředky mezitím neztratily na hodnotě a ideálně bylo dosaženo určitého zisku. V neposlední řadě je smysl investování propojen s potřebou chránit prostředky před inflací, nebo pouze diverzifikovat svůj majetek v rámci zajištění vyšší stability podnikání či osobních financí.

1.1 Investice podniku

Korporátní investoři se svým přístupem, svými cíli, znalostmi atd. zpravidla odlišují od individuálních investorů. Operují zpravidla s vyšším objemem prostředků a volí z více možností, jak alokovat své finance a zisky k dalšímu využití a rozvoji. Navzdory tomu však můžeme najít i společné charakteristiky a společné doporučení, jež jsou zásadní pro investiční úspěch obou těchto typů investora.

Vochozka (2021, s. 132) tvrdí, že investování představuje velmi významnou činnost, jež je obecně považována za výborný prostředek určený pro rozvoj každé ekonomiky. Zajistit prosperitu a úspěch podnikatelského subjektu je v současné době, resp. v dnešních ekonomických podmínkách velmi náročnou záležitostí. Právě z tohoto důvodu je k jednomu z hlavních předpokladů dosažení určitého cíle podniku řazen téměř vždy správný výběr strategie, kvalitní a promyšlený plán přípravy a rovněž bezchybná realizace projektu. V případě úspěšně realizovaného projektu může dojít k významnému zvýšení podnikové hodnoty, na druhou stranu však nedobře investované finanční prostředky mohou mít za následek její pokles, nebo dokonce mohou směřovat až k úplnému zániku podnikatelského subjektu. Rozhodování o investicích je jedno z nejdůležitějších témat v podniku a podnik si od nich slibuje určitou budoucí návratnost. Investiční rozhodnutí mívají zpravidla dlouhodobý charakter. Lze je definovat jako výdaje, jež jsou vynaloženy nad rámec obvyklého provozu za účelem očekávané proměny na budoucí příjmy, a to v časovém horizontu delším než jeden rok. Zcela samozřejmě nelze provést přesnou a určitou predikci vnějších vlivů, které na podnik působí, a z tohoto důvodu je zřejmé, že investiční rozhodnutí jdou logicky spojena s určitými riziky.

1.1.1 Finanční riziko pro firmy

Vochozka (2021, s. 46) popisuje finanční riziko pro společnost (firmu). Tvrdí, že je spojeno s tím, jak společnost financuje svůj provoz a nakládá se svými aktivy a pasivy. Pokud společnost financuje své aktivity cizími zdroji (dluhem), je právně zavázána tento dluh, včetně úroků, řádně splácet. Tím, že společnost bere na svá bedra fixní závazky, jako například finanční dluh (bankovní úvěry a dluhopisy) nebo dlouhodobý leasing, společnost zvyšuje své finanční riziko. Pokud společnost své podnikání

financuje vlastním kapitálem, vytvořeným buď z podnikání samotného ve formě zadržených zisků, nebo tím, že společnost vydá či emituje nový vlastní kapitál, resp. akcie, společnost na svá bedra žádné fixní závazky nebere. Udržovat zdravou rovnováhu mezi vlastním a cizím kapitálem, kterými jsou financovány aktivity společnosti, je velmi důležitou prioritou a zpravidla je tato zodpovědnost delegována na finančního manažera.

Vochozka (2021, s. 46) dále vysvětluje, že čím více fixních nákladových závazků, například finančního dluhu, společnost na svá bedra přijme, tím je její finanční riziko větší. V případě ekonomického poklesu a následného poklesu produkce, prodejů, tržeb a provozních zisků má společnost i nadále povinnost své fixní nákladové závazky hradit, tedy například splácet finanční dluh včetně úrokových nákladů. Naopak náklady vlastního kapitálu jsou pouze implicitní a společnost žádný pevný závazek vůči svým akcionářům nemá. Například dividendu je možno v případě hospodářského poklesu a následného poklesu zisku a generovaných peněžních toků jednoduše snížit nebo i zcela vynechat. Pokud má tedy firma příliš vysoké cizí zdroje (finanční závazky) a nastane ekonomický pokles, roste riziko, že přestane generovat dostatečné zisky na to, aby uspokojila své věřitele. Tím se může dostat do závažných finančních problémů s potenciální hrozbou bankrotu. Právě tento fakt pak představuje finanční riziko.

1.1.2 Finanční řízení a úloha finančního manažera v korporaci

Vochozka (2021, s. 47) nejprve uvádí, že finanční řízení lze pojmout jako souhrn nástrojů, vědomostí a různých technik, které dávají možnost vyměřit, řídit a dohlížet, aby užitky z investování v rámci podniku v budoucnosti vyvažovaly zdroje, jež byly do podniku vloženy. Nad rámec tohoto vyvážení by pak vlastník měl být schopen generovat určitý zisk. Finanční manažer často hledá způsoby, kde najít kapitál pro financování vstupů a řeší jejich strukturu. Následně si však musí pokládat otázku, jak s kapitálem dále naložit. V jakém množství má kapitál investovat či jestli jsou jednotlivé oblasti procesů efektivní či nikoli. Rozděluje zisk mezi vlastníky a určuje, jaká část bude reinvestována. Pozice finančního manažera často označována různými názvy, přičemž záleží i na velikosti společnosti. Můžeme se tedy setkat s pojmy: rozpočtový úředník, kontrolor, viceprezident či finanční ředitel.

2 Vymezení odborných pojmů investic

Při tvorbě investičních portfolií je třeba mít přehled o důležitých skutečnostech a makroekonomických indikátorech, jež utváří fungování finančních trhů a také mají dopad na finanční aktiva. Chceme-li vytvořit kvalitní investiční portfolio a následně sledovat vývoj na světových trzích, abychom toto portfolio mohli aktivně řídit a případně upravovat, je nutné umět tyto indikátory a další důležité vlastnosti finančních nástrojů interpretovat a vyhodnotit v reálném čase. Znalost odborných pojmů je proto nezbytná pro úspěch investičního portfolia.

2.1 Finanční aktiva

Finanční aktivum je nehmotné aktivum, jehož hodnota je odvozena ze smluvní pohledávky, jako jsou bankovní vklady, dluhopisy a akcie. Finanční aktiva jsou pode České bankovní asociace obvykle likvidnější než hmotná aktiva, jako jsou komodity nebo nemovitosti, a mohou být obchodována na finančních trzích. (Česká bankovní asociace, 2024)

Rejnuš (2016, s. 39) doplňuje, že do finančních aktiv řadíme kromě peněz samotných také všechny finanční produkty, které nám generují příjem nebo je můžeme v relativně krátké době vypovědět a přeměnit zpět na peníze k dalšímu použití. Mezi finanční aktiva řadíme například mince a bankovky, dluhopisy, akcie či pohledávky. Finanční aktiva jsou v investiční branži vnímána především jako nástroj pro zhodnocení financí. Vlastníkovi z nich může plynout několik benefitů, nicméně dosažení zisku zpravidla bývá na prvním místě. Finanční aktiva neposkytují svým vlastníkům nepřetržitý tok služeb (jako např. byty, auta, pračky...), ale slibují jim návratnost v budoucnu, přičemž současně slouží jako uchovatel hodnoty (kupní síly). Další jejich společnou vlastností je rovněž to, že se neopotřebovávají, a jejich forma (listina, záznam v počítači) nijak nesouvisí s jejich cenou. Náklady na jejich transport a uskladnění jsou minimální. Jsou také lehce zaměnitelná a mohou snadno měnit svoji formu nebo být nahrazena jinými aktivy. Rejnuš rozděluje finanční aktiva na tři základní skupiny: peníze, majetkové finanční instrumenty, dluhové instrumenty.

Za nejvýznamnější finanční aktivum považuje Rejnuš (2016) peníze. Především proto, že plní tři důležité funkce. Slouží totiž jako prostředek směny, uchovatel hodnoty a míra hodnoty. Peníze představuji ideální prostředek pro směnu, neboť mají vysokou míru likvidity. Pokud nyní nebudeme brát v úvahu inflaci, je také možné stanovit, že pomocí peněz můžeme také uchovat hodnotu. Díky zmíněné inflaci to sice není stoprocentní, nicméně alespoň v krátkém horizontu je tomu tak. Pomocí peněz můžeme také změřit výši určité hodnoty. Peníze představují univerzální obchodní (směnný) instrument a můžeme tedy jejich pomocí vyjádřit cenu jednoho statku ve vztahu ke statku druhému.

Dle Rejnuše (2016, s. 41) můžeme majetkové cenné papíry považovat za jakýsi doklad o vlastnictví. Získáváme skrze ně nárok na podíl na zisku, podíl na výnosu, nebo také podíl na vlastnictví společnosti. Majetkové cenné papíry nám tedy mohou poskytnout i další benefit navíc než jen pouhý zisk. Tím může být i jistá společenská prestiž. Podíl na vlastnictví prestižní společnosti může přinášet určité společenské výhody. Řadíme sem především vlastnictví akcií akciové společnosti a obchodní podíl ve společnosti s ručením omezeným.

Dluhové instrumenty jsou Rejnušem (2016, s. 41) vnímány z pohledu navrácení vložené investice a obdržení tzv. prémie navíc. Investor zapůjčí např. bance či obchodní společnosti své finance, na oplátku za čas získá vložené prostředky zpět, a k nim i předem stanovený úrok. Do této kategorie spadají např. bankovní vklady, směnky, úvěry či státní a firemní dluhopisy.

2.2 Inflace

Evropská centrální banka referuje o inflaci následovně: „V tržním hospodářství se ceny zboží a služeb mohou kdykoli měnit. Některé ceny rostou, jiné klesají. K inflaci dochází, pokud rostou ceny zboží a služeb celkově, tedy nejen ceny jednotlivých položek. To znamená, že za 1 euro si dnes koupíte méně, než byste si koupili včera. Jinými slovy, inflace v průběhu času snižuje hodnotu měny.“ (Evropská centrální banka, 2024) ECB dále doplňuje, že některé změny cen jsou důležitější než jiné. Při výpočtu průměrného růstu cen mají ceny zboží a služeb, za které platíme více (např.

elektřina), větší váhu než ceny zboží a služeb, za které platíme méně (např. cukr nebo poštovní známky). Někdo má auto a jí maso, členové dalších domácností jezdí jen veřejnou dopravou nebo jsou vegetariáni. Průměrné nákupní zvyklosti všech domácností dohromady určují, jakou váhu má jednotlivé zboží a služby při měření inflace. Pro měření inflace se používá vybraný koš zboží a služeb, které domácnosti spotřebovávají: zboží každodenní spotřeby (jako jsou potraviny, noviny a benzin), zboží dlouhodobé spotřeby (jako je oblečení, počítače a pračky), služby (jako je návštěva kadeřníka, pojištění a nájemní bydlení).

Inflace je obvykle chápána jako opakovaný růst většiny cen v dané ekonomice. Jde o oslabení reálné hodnoty (tj. kupní síly) dané měny vůči zboží a službám, které spotřebitel kupuje, je-li v ekonomice přítomna inflace spotřebitelských cen, pak na nákup téhož koše zboží a služeb spotřebitel potřebuje čím dál více jednotek měny dané země.

Česká národní banka poskytuje bližší vysvětlení. Tvrdí, že v praxi je inflace v oblasti spotřebitelských cen měřena jako přírůstek tzv. indexu spotřebitelských cen. V ČR inflaci měří Český statistický úřad, na jehož internetových stránkách lze nalézt podrobnosti o jejím měření. Ceny spotřebitelského zboží a služeb přirozeně podléhají mnoha různým vlivům a mnohé z těchto vlivů jsou zcela či do značné míry mimo dosah opatření měnové politiky centrální banky. Protože v některých případech mohou být tyto vlivy obzvláště silné, například u ropy a zemního plynu, u zemědělské úrody či u zboží a služeb s regulovanými cenami, sledují se i jiné cenové indexy. Jedním z nich je korigovaná inflace bez pohonných hmot, což je index cen nepotravinářských položek spotřebního koše bez položek regulovaných cen, administrativních zásahů a bez pohonných hmot. (Česká národní banka, 2024)

S tímto přístupem k inflaci však nesouhlasí zastánci tzv. rakouské ekonomické školy. Tvrdí, že měření inflace podle indexu spotřebitelských cen je nepřesné a zavádějící. Taghizadegan a spol. (2018, s. 105) tvrdí, že termín inflace je dnes běžně používán k popisu rostoucí cenové hladiny a termín deflace k popisu jejího poklesu. To ovšem není jediná definice. Termín inflace byl dříve používán jako termín označující expanzi oběhu papírových peněz. Definice, kterou používáme dnes, se objevila až později. Tato novodobá definice v sobě však skrývá riziko. Míra změn cenové hladiny není

adekvátním měřítkem znehodnocování peněz. Dostavuje se až s větším zpožděním, vyrovnávají jí nárůsty produktivity a nelze ji objektivně měřit. Oficiální míry novodobé inflace jsou podle nich čísla založená na svévolně zvolených metodách a předpokladech, které zakrývají skutečný rozsah znehodnocování. Dle ekonomů z rakouské školy je vhodnější měřit tzv. inflaci měnovou než inflaci cenovou. „Měnová inflace“ představuje nárůst množství oběživa konkrétní měny, kdežto „cenová inflace“ vyjadřuje pouze nárůst cen spotřebních statků a služeb. Když dále vezmeme v potaz, že index spotřebitelských cen měří pouze některé tyto statky a služby, logicky nemůžeme dostat přesný údaj, o kolik se zvýšily náklady každé domácnosti oproti minulému roku. Důležitým rozdílem také je, že pokud např. centrální banky přistoupí ke kvantitativnímu uvolňování a zaplaví trh levnými penězi, měnová inflace zareaguje ihned, kdežto ta cenová až se značným zpožděním.

Navzdory těmto výtkám rakouské školy se v dnešní době inflace počítá především právě podle indexu spotřebitelských cen. Dlouhodobý inflační cíl centrálních bank jsou dvě procenta. V posledním desetiletí se České národní bance relativně dařilo k tomuto cíli přiblížit, nicméně ekonomický vývoj v roce 2022 a 2023 přinesl značné narušení tohoto trendu. V době psaní této práce (na konci roku 2024) je poslední meziroční inflační údaj 2,6 %. (Český statistický úřad, 2024)

2.3 Časová hodnota peněz

Cipra (2015, s. 94) vysvětluje podobnost pojmů inflace a časová hodnota peněz. Pojem časové hodnoty peněz je klíčovým principem finanční teorie, který zjednodušeně říká, že koruna obdržená dnes má větší hodnotu než koruna obdržená v budoucnu, neboť koruna obdržená dnes může být investována za odpovídající úrok (interest), resp. výnos (yield). Čím dříve budeme peníze mít, tím dříve je můžeme investovat a začít realizovat výnosy, například v podobě úroku. Zásadními pojmy, jež časovou hodnotu peněz determinují, jsou současná hodnota (present value – PV), budoucí hodnota (future value – FV) a úrok. Rozdíl mezi pojmy časové hodnota peněz a inflace v praxi pak představuje například to, že problematika časové hodnoty peněz se řeší spíše ve firemních sférách nikoli mezi fyzickými osobami. Fyzické osoby chtějí své finance zpravidla ochránit proti inflaci a vydělat něco navíc, kdežto management

firmy by měl zajisté mít v povědomí existenci inflace a automaticky s ní při plánování počítat, a nad rámec toho blíže řešit a počítat časovou hodnotu peněz a jednotlivé možnosti investování firemních aktiv, aby firemní zdroje byly skutečně efektivně alokovány nejlepší možnou cestou.

2.4 Bezriziková investice

Revenda a spol. (2023, s. 93) definují bezrizikovou investici jako takovou, která by investorovi měla po vyhodnocení veškerých aspektů slibovat opravdu jistý návrat vložených prostředků a zcela minimální riziko, že nedopadne podle plánu. Za bezrizikové investice se typicky považují krátkodobé státní dluhopisy vyspělých, ekonomicky prosperujících států, jako je například Německo či USA. U těchto zemí je opravdu téměř vyloučeno, že by nebyly schopny dostát svým krátkodobým závazkům. Další vlastností takovýchto investičních nástrojů je však minimální výnos, který zpravidla nepokryje inflaci.

2.5 Riziková prémie

Stupavský (2020, s. 182) vysvětluje, že existují tři základní definice rizikové investice. Jedná se buď o rozdíl mezi očekávaným výnosem z investičního aktiva a bezrizikovou úrokovou mírou, prémii nad nominální bezrizikovou úrokovou mírou nebo očekávaný výnos z investičního aktiva mínus bezriziková úroková míra.

2.6 Investiční rizika

Stupavský (2020, s. 98) definuje obecné rámec pojmu investiční riziko. Jedná se o subjektivně, daným investorem, vnímanou pravděpodobnost ztráty investovaných prostředků, v daném časovém horizontu a v určité výši a z určitého důvodu, tzv. rizikového faktoru, z držby určitého investičního aktiva. Investiční riziko můžeme ztotožnit se situací, kdy nedosáhneme našich předem stanovených investičních cílů. Jedná se o jakékoli faktory, které mohou negativně ovlivnit výnosy naší investice.

Pokud rozšíříme tuto obecnou definici, uvádí Stupavský několik konkrétních typů rizik ve vztahu k investování do investičních instrumentů:

- kreditní riziko,
- měnové riziko,
- úrokové riziko,
- inflační riziko,
- tržní riziko,
- riziko likvidity. (Stupavský, 2020, s. 98–102)

2.6.1 Kreditní riziko

Kreditní riziko je jedno ze základních a důležitých rizik při investování do cenných papírů. Nejčastěji se skloňuje při investici do korporátních dluhopisů. Kreditním rizikem je myšleno riziko úpadku emitenta cenného papíru, kdy emitent nebude schopen dostát svým závazkům (splatit jistinu + úroky).

2.6.2 Měnové riziko

Pod pojmem měnové riziko je myšleno riziko změny směnných kurzů mezi měnami a spočívá v tom, že pokud se tento poměr změní pro investora nepříznivým směrem, může způsobit snížení zisku či přímo ztrátu. Pokud například akciový fond vydělává a investor dosáhne na akciovém portfoliu kladných výnosů, avšak tento fond není zajištěn do jeho domácí měny, může vzniknout problém. Potenciální zisk může být omezen či úplně vynulován nepříznivým pohybem směnných kurzů obou měn (domácí měny a měny, ve které investuje fond). Může však nastat i opačná situace, kdy se směnný kurz mezi měnami posune opačným, příznivým směrem, díky čemuž bude výnos investora vyšší.

2.6.3 Úrokové riziko

Pod pojmem úrokové riziko je zahrnuta situace, kdy změn tržních úrokových sazeb může vyvolat změny v ocenění a tržních cenách investičních aktiv. Pohyby mohou opět nastat oběma směry a způsobit tedy ztráty či zisk. Záleží na konkrétním typu aktiva a dalších faktorech.

2.6.4 Inflační riziko

Inflační riziko je pravděpodobně nejznámějším dílčím investičním rizikem napříč investory. Jedná se o znehodnocení hodnoty peněz, v jehož důsledku se sníží reálná hodnota existujícího majetku a také reálný výnos, kterého mělo být pomocí investovaného majetku dosaženo. Investoři často uvažují pouze v nominálním (absolutním) vyjádření, což však způsobuje zkreslení dosažených výsledků.

2.6.5 Tržní riziko

Tržním rizikem se rozumí rizika ztráty vyplývající ze změny cen, kurzů a sazeb na finančních tržních. Pravděpodobnost toho, že obchod skončí ztrátou vlivem nepříznivého vývoje na finančních trzích.

2.6.6 Riziko likvidity

Likvidní riziko lze definovat jako stav, kdy firma nemá peníze na financování svých provozních činností a včasné plnění svých závazků vůči věřitelům (dodavatelé, banky, finanční úřad, zaměstnanci, pojišťovny aj.). Čím je situace vůči věřitelům vyhrocenější, tím je rozhodování managementu méně nezávislé. Banka se v důsledku problémů firmy s likviditou může rozhodnout o předčasném splacení provozního úvěru, či v lepším případě jen zvýší úrokové sazby. Dodavatel může zastavit dodávky a vyhrožovat sankcemi, soudní žalobou/exekucí, uplatněním směnky, podáním insolvenčního návrhu či v lepším případě jen zvýšit cenu a omezit dodávky. Nebo také finanční úřad může zablokovat bankovní účet příkazem k exekuci, pokud nebude nedomluven splátkový kalendář.

2.7 Diverzifikace

Černohorský (2020, s. 77) považuje diverzifikaci za základní nástroj pro snížení investičních rizik v portfoliu. Diverzifikace představuje rozložení prostředků v investičním portfoliu mezi více dílčích instrumentů (cenných papírů) za účelem snížení dopadu ztráty jednoho z nich. Pokud by například investor vložil veškeré finance do jediné akcie i jediného dluhopisu, v případě úpadku emitenta by mohl přijít o veškeré investované prostředky. Avšak pokud své finance vloží do

diverzifikovaného portfolia, jež obsahuje mnoho investičních titulů, kdy žádná z dílčích investic nebude představovat více než několik jednotek procent z celkového portfolia, v případě neúspěchu jedné investice se o nic zásadního jednat nebude. Ztráta bude jistě nepříjemná, nicméně drtivá většina prostředků zůstane zachována a má možnost se nadále zhodnocovat, vykompenzovat realizovanou ztrátu a přinášet majiteli zisky. Diverzifikovat můžeme mnoha způsoby. Například namísto jedné akcie můžeme zvolit akciový fond, dále pak namísto jedné akcie je možné zvolit kombinaci akcie jedné společnosti, státního dluhopisu a fyzického zlata atd.

2.7.1 Diverzifikované portfolio

Černohorský (2020, s. 79) pak definuje tzv. diverzifikované portfolio. Je jím takové investiční portfolio, které není příliš koncentrováno do několika málo investičních aktiv, a u kterého platí, že pokud tržní hodnota některého z aktiv výrazně poklesne, hodnota celého portfolia poklesne minimálně. Záleží na kombinaci jednotlivých investičních aktiv zahrnutých v portfoliu. Žádoucí je co nejmenší korelace mezi složkami a jejich odlišné chování při rozličných ekonomických situacích. Bylo by chybou chtít například diverzifikovat akciové portfolio tím, že přidáme další akcii ze stejného sektoru a regionu. Portfolio by sice technicky vzalo bezpečnější bylo, avšak ne o moc.

2.8 Investiční portfolio

Syrový a Tyl (2021, s. 98) do pojmu investiční portfolio zahrnují veškeré investiční instrumenty daného investora, tedy spořící a termínované vklady, podílové listy podílových fondů, investiční zlato a stříbro v podobě mincí, slitků či cihel, a další investiční instrumenty pořízené investorem za účelem alokace aktiv a dosažení zisku. V širším významu zahrnuje také reálná aktiva investora, která mají objektivní hodnotu či přímo tržní cenu, jako jsou nemovitosti či umělecké předměty.

2.9 Investiční horizont

Investiční horizont (investment horizon, time horizon) se předpokládaná časová perioda, po kterou chce mít investor v dané investici vázány své hotovostní prostředky. Většinou je v teorii i v praxi rozlišován tzv. krátkodobý, střednědobý a dlouhodobý investiční horizont. (Stupavský, 2020, s. 97)

K časovému odlišení jednotlivých horizontů mají však někteří autoři rozdílné přístupy. Někteří, jako právě Stupavský (2020, s. 99), tvrdí, že krátkodobý má horní limit délky jednoho roku, střednědobý pak dva až pět let a dlouhodobý nad pět let. Jiní, například Syrový (2022, s. 117) jsou při alokaci aktiv a tvorbě investičního portfolia opatrnější a dlouhodobý investiční horizont uvádí až od sedmého roku, přičemž pak střednědobý je mezi třemi až sedmi roky a krátkodobý do dvou let.

Autoři se však shodují na tom, že čím delší investiční horizont předpokládáme, tím vyšší reálný výnos od dané investice očekáváme. Správné stanovení investičního horizontu je klíčové pro následnou tvorbu investičního portfolio a může znamenat rozdíl mezi úspěchem a neúspěchem investice. Avšak ani velmi kvalitně zvolený investiční horizont nemusí nutně znamenat finální úspěch. Finanční trhy jsou často nepředvídatelné a existuje určité riziko, že investor v důsledku finanční krize či jiného vzniklého problému bude muset během trvání své investice svůj investiční horizont prodloužit, aby si zajistil příznivý výsledek.

2.10 Kolektivní investování

Syrový a Tyl (2021, s. 112) popisují kolektivní investování jako druh finančního podnikání, jehož předmětem je shromažďování peněžních prostředků od investorů, jejich ukládání a obhospodařování v podílovém fondu. Toto obhospodařování vykonává investiční společnost na základě smlouvy o obhospodařování majetku fondu investiční společností. Pro kolektivní investování je typické, že je v jednom fondu obhospodařován majetek zpravidla většího množství jednotlivých investorů, kteří svěřili své finance do péče investiční společnosti.

2.10.1 Burzovně obchodovaný fond (Exchange-Traded Fund – ETF)

Podle Schneidera (2017, s. 13) je ETF neboli burzovně obchodovaný fond je nástroj kolektivního investování, jenž sleduje tzv. pasivní investiční strategii, která spočívá v tom, že ETF fond se snaží přesně kopírovat výkonnost nějakého zvoleného burzovního indexu, například hlavního amerického akciového indexu S&P 500. Je tedy pravým opakem aktivního investičního přístupu, resp. aktivně spravovaných fondů. S ETF fondy jsou spojeny nižší manažerské poplatky, neboť správce ETF fondu nemusí platit nákladný analytický tým investičních profesionálů, který by se na denní bázi zabýval vyhledáváním podhodnocených investičních aktiv. ETF fondy získávají v posledním desetiletí na popularitě právě díky své nízkonákladovosti. Můžeme pozorovat jednoznačný globální trend přelévání prostředků z klasických aktivně spravovaných otevřených podílových fondů do ETF fondů. Za nejznámější světové indexy jsou považovány MSCI World (globální akciový index rozvinutých trhů v čele s USA, Evropou a Japonskem) a S&P 500 (akciový index pěti set největších společností se sídlem v USA).

2.10.2 Podílový fond

Dvořák (2022, s. 31) uvádí definici podílového fondu. Tvrdí, že podílový fond, jinak také nazýván fond kolektivního investování, je fond, který v sobě shromažďuje peněžní prostředky od veřejnosti či profesionálních investorů a provádí společné investování těchto prostředků na základě určené investiční strategie na principu rozložení rizika. Fondy kolektivního investování mohou být tzv. standardní fond či fondy speciální.

Fio banka (2024) na svém webu dodává, že podílový fond je soubor majetku (například akcií a dluhopisů), který je profesionálně obhospodařován investiční společností v souladu s pravidly stanovenými v právních předpisech a ve statutu podílového fondu. Investoři nákupem podílových listů fondu získávají podíl na majetku fondu a stávají se podílníky. Podílové fondy jsou standardním nástrojem kolektivního investování, díky kterému mohou i investoři s menším i větším kapitálem vhodně poskládat své portfolio, a to s minimálními informačními a transakčními náklady. Podílové fondy obhospodařované některou z předních

investičních společností tak nabízí snadný způsob investování pro všechny, a to pro klienty bez předchozích zkušeností s obchodováním i klienty s bohatými zkušenostmi. Nejčastějším typem fondů, do kterých investují běžní investoři z řad občanů i institucionální investoři, jsou otevřené podílové fondy.

2.10.3 Podílový list

Banka Creditas (2024) vysvětluje termín podílový list. Je jím cenný papír vydaný podílovým fondem, který dokládá podíl investora na majetku v podílovém fondu. Shromážděné peněžní prostředky od investorů jsou dále investovány v rámci předem stanovené strategie fondu. Oproti akcionářům u akciových společností nemají podílníci u podílových fondů přímý vliv na činnost fondu. Podílové listy nejsou obchodovány na burzách, jejich nákup a zpětný odkup probíhá přes fondem stanovené distribuční partnery. Cenu, za kterou se podílový list prodává a zpět vykupuje, stanovuje investiční společnost, a to podle férového ocenění majetku v podílovém fondu.

2.10.4 Aktivně spravovaný fond

U aktivně spravovaného fondu jsou portfolio managerem a jeho týmem vybírány konkrétní nástroje, do kterých fond bude investovat. Díky této aktivní správě jsou s fondem spojeny vyšší náklady než u ETF fondů. Aktivně spravovaných fondů existují na trzích tisíce. Některé investují čistě do akcií, některé do dluhopisů, jiné pak do komerčních či residenčních nemovitostí apod. Existují také tzv. smíšené či balancované fondy, které nabízí svým investorům kombinaci více tříd aktiv. Některé fondy sledují určitý benchmark jako východisko pro svá rozhodování a odchylují se od něj jen minimálně, jiné pak preferují kompletně vlastní investiční strategii. Výkonnost fondů je tedy přímo závislá na kvalitě rozhodnutí portfolio managera a zvolených investičních aktiv ve fondu. Aktivně spravované fondy v posledním desetiletí upadají v nelibost investorů oproti svým ETF protějškům kvůli vyšším poplatkům. (Stanyer, 2018, s. 22)

2.10.5 Otevřený a uzavřený podílový fond

Greenwald a spol. (2022, s. 11) vysvětlují, že ve světě investičních fondů se často jako jedním z hlavních oddělovacích kritérií používá právě rozdíl mezi otevřeností a uzavřeností podílových fondů. Základní vlastností otevřeného podílového fondu je ta, že investor má právo kdykoli do fondu s investicí vstoupit a také z něj kdykoli vystoupit, a to s jakoukoli částkou, která přesáhne minimální limity stanovené fondem.

Tůma (2014, s. 58) pak doplňuje, že otevřený podílový fond má pak ze zákona maximálně čtrnáct dní od podání pokynu k výběru na výplatu peněz investorovi (zákon č. 240/2013 Sb.), avšak v České republice u předních investičních společností a bank to probíhá většinou rychleji a investor má peníze na svém účtu již po několika pracovních dnech. Naproti tomu podstatou uzavřeného fondu je omezení možnosti investora kdykoli vybrat své investované prostředky. Uzavřený fond má obvykle pevně daný začátek a konec, respektive počet let, po který existuje. Během této doby investoři nemohou peníze vybírat, a to z důvodů bezpečnostních a také praktických. Uzavřené fondy totiž zpravidla investují do takových aktiv, které nelze prodat během krátkého horizontu a tyto operace by tedy portfolio managerovi činily značné potíže a nemusel by na ně mít ani dostatečnou likviditu. Typickým příkladem takového fondu je nemovitostní fond investující do specifických průmyslových nemovitostí nebo tranše dluhopisového fondu s vybranými dluhopisovými tituly naplánovanými například na pět let.

Tůma doplňuje, že v praxi se často setkáme i s fondy, jež představují kombinaci vlastností otevřených i uzavřených fondů. Příkladem toho jsou otevřené fondy, kde je účtován poplatek za výstup před stanovenou dobou nebo fondy, které neumožňují investorům výběr po určitý počet let od svého založení. Technicky vzato jsou vedeny jako otevřené podílové fondy, avšak investor určitou dobu peníze vybrat nemůže. Typickým příkladem takového fondu byl nemovitostní fond Trigea (Trigea, 2024), kde investorům nebylo umožněno vybrat peníze po dobu prvních tří let existence fondu.

2.10.6 Akciový fond

Stupavský (2020, s. 12) definuje akciový fond jako fond, který trvale investuje na akciovém trhu (tj. akcií a nástrojů nesoucí riziko akcií) minimálně 80 % aktiv. Doplňkově se akcie rozlišují z hlediska geografického a sektorového.

Česká spořitelna (2024) na svých webových stránkách myšlenku rozvádí a uvádí, že akcie, a tedy i akciové fondy, patří mezi nejvýnosnější investiční nástroje. Tomu však také odpovídají rizika, která jsou s nimi spojena. Akcie se vyznačují vyšší mírou kolísavosti, a proto i akciové fondy patří mezi rizikovější investice. Jsou vhodné především pro dlouhodobé investování na pět a více let. Investorům, kteří jsou ochotni tolerovat výraznou kolísavost hodnoty investice, nabízí možnost dosažení vyššího výnosu než dluhopisové či smíšené fondy. Akciové fondy jsou velmi vhodné pro dlouhodobé pravidelné investování, které u nich snižuje riziko špatného načasování investice. Při tvorbě dlouhodobého investičního portfolia by neměly akciové fondy nikdy chybět, a i v konzervativním portfoliu by se v jednotkách procent měly objevit. Akciové fondy jsou široce diverzifikovaná akciová portfolia, investují do mnoha desítek akcií, čímž významně snižují riziko poklesu jednotlivého akciového titulu. Jsou nejpestřejší kategorií podílových fondů, protože lze u nich uplatňovat různé investiční strategie a využívat rozmanitosti akciových trhů. Podle investiční strategie je můžeme členit na benchmarkové fondy kopírující daný trh či index, stock-picking fondy vyhledávající investiční potenciál u jednotlivých společností či akciové fondy fondů investující do podílových listů jiných akciových fondů. Lze je členit podle zaměření na vyspělé a rozvíjející se ekonomiky, různá teritoria (Evropa, Asie apod.) či konkrétní státy (ČR, USA, Japonsko apod.) a v neposlední řadě na jednotlivé ekonomické sektory (technologie, farmacii, energetiku apod.).

2.10.7 Dluhopisový fond

Stupavský (2020, s. 77) popisuje dluhopisový fond jako takový, který trvale alokuje alespoň 80 % aktiv do dluhopisů nebo obdobných cenných papírů představujících právo na splacení dlužné částky. Dále pak instrumentů nesoucích riziko dluhových cenných papírů a nástrojů peněžního trhu. Dluhopisové fondy nesmějí investovat do akcií a nástrojů nesoucích riziko akcií. Investice do ostatních investičních cenných

papírů představujících právo na splacení dlužné částky (například konvertibilních dluhopisů a cenných papírů zajištěných aktivy) nesmí přesáhnout 20 %.

2.10.8 Nemovitostní fond

Stupavský (2020, s. 78) definuje nemovitostní fond jako otevřený podílový fond, který převážně investuje do nemovitostí a do účastí v nemovitostních společnostech. Dle svého zařazení jsou to tzv. speciální fondy, nikoli fondy standardní.

Nemovitostní fond investuje peníze získané od investorů primárně do reálných, dokončených a pronajatých nemovitostí. Podle zaměření fondu jsou to typicky kancelářské budovy, nákupní centra nebo velké logistické parky a výrobní areály. Podíl investovaných peněz do nemovitostní je až do výše 90 %, minimálně 10 % prostředků drží fond ve vysoce likvidních finančních aktivech pro zajištění výplaty odkupujících podílníků. Hlavními zdroji ovlivňujícími výkonnost fondu jsou příjmy z pronájmu a případný pohyb v hodnotě vlastněných nemovitostí. Nájemní smlouvy jsou většinou opatřeny tzv. inflační doložkou – v případě růstu inflace se inkasované nájemné adekvátně navýší o inflační růst v předešlém roce. (Waldron, 2018)

2.10.9 Fond peněžního trhu

Fondy peněžního trhu (money market funds) trvale investují do konzervativních dluhopisů či nástrojů peněžního trhu. Dle vážené průměrné durace a vážené průměrné splatnosti jsou rozlišovány dvě kategorie fondů peněžního trhu, a to Fondy peněžního trhu a Krátkodobé fondy peněžního trhu. Doplňkově se oba tyto fondy rozlišují z hlediska rizika měny. (Dvořák, 2022, s. 44)

Fondy peněžního trhu jsou důležitým poskytovatelem krátkodobého financování pro reálnou ekonomiku. Nakupují totiž krátkodobé nástroje peněžního trhu vydané finančními institucemi, vládním sektorem a korporacemi, jako jsou státní pokladniční poukázky a konzervativní komerční cenné papíry. Slouží primárně ke krátkodobému zhodnocování peněžních prostředků. Jsou alternativou spořících účtů či termínovaných vkladů, kdy umožňují pružně se podílet na vývoji peněžního a dluhopisového trhu. Jejich investičním cílem je překonávání výše úroků termínovaných vkladů a v delším horizontu i výnosů krátkodobých úrokových sazeb.

Kolísání hodnoty investice ve fondech peněžního trhu bývá zpravidla nízké, ale za vysokou míru bezpečí investor platí relativně nižším dlouhodobějším výnosem oproti ostatním kategoriím otevřených podílových fondů. Jsou vhodné především pro konzervativní investory, kteří očekávají od své investice stabilní vývoj s minimálním kolísáním její hodnoty, a dále pro ty investory, kteří mají krátký investiční horizont nebo si nejsou jisti, kdy budou prostředky potřebovat. (Akbas et al., 2015)

2.10.10 Fond kvalifikovaných investorů

Stupavský (2020, s. 77) uvádí, že fond kvalifikovaných investorů je investiční fond, který shromažďuje peněžní prostředky nebo penězi ocenitelné věci od více kvalifikovaných investorů a provádí společné investování shromážděných peněžních prostředků nebo penězi ocenitelných věcí na základě investiční strategie, založené zpravidla na rozložení rizika.

Stupavský (2020, s. 97) dále doplňuje informace o požadavcích pro to, aby se osoba mohla stát kvalifikovaným investorem. Uvádí, že jsou dvě možnosti, jak se investor může dostat do kategorie kvalifikovaného investora. První z nich je investovat alespoň 125 000 EUR (cca 3,1 mil. Kč). Drhou možností je investovat alespoň 40 000 EUR (cca 1 mil. Kč) a správně odpovědět na poměrně rozsáhlý investiční dotazník. V České republice tedy není rozdělení kvalifikovanosti či nekvalifikovanosti investorů ani tak otázkou vědomostí a kvalifikace, jakožto spíše otázkou výše investice a movitosti investora.

2.10.11 Volatilita

Teall (2022, s. 73) definuje volatilitu jako parametr, který měří intenzitu kolísavosti ceny určitého podkladového aktiva (např. akcie) za dané časové období. Čím je volatilita větší, tím více cena osciluje, a vytváří tak větší cenové rozpětí. Volatilita je výše poklesu či vzestupu ceny, například u akcií a vyjadřuje míru rizika investice. V obecné rovině platí, že čím vyšší má investice volatilitu, tím je označována za rizikovější a nestálejší. Volatilní tedy znamená cenově nestabilní a kolísavé. Volatilitu můžeme měřit směrodatnou odchylkou nebo porovnáním mezi vývojem daného investičního aktiva s jiným investičním aktivem.

Teall doplňuje, že volatilita se například u podílových fondů uvádí pomocí ukazatele SRRI (Synthetic Risk and Reward Indicator), neboli syntetického ukazatele rizika a výnosu. Ten vyjadřuje proměnlivost hodnoty podílového listu nebo akcie fondu v čase a tím i rizikovost investice. Ukazatel je však odvozen pouze z historického vývoje hodnoty investice, z čehož plyne jeho omezení pro předpověď vývoje rizikovosti takové investice do budoucna – tedy, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích. Zavedení tohoto ukazatele vychází z právních předpisů v souvislosti s Evropskou směrnicí UCITS IV. SRRI nabývá hodnot 1 až 7, přičemž stupeň 1 znamená nejnižší úroveň rizika, stupeň 7 pak představuje riziko nejvyšší. (ResearchGate, 2018)

Obrázek 1: SRRI Risk Classes

Risk Class	Volatility $\geq$	Volatility $<$
1	0%	0.5%
2	0.5%	2%
3	2%	5%
4	5%	10%
5	10%	15%
6	15%	25%
7	25%	

Zdroj: ResearchGate, 2018.

2.10.12 Časová řada

Časová řada je souborem hodnot nějaké proměnné získaných v diskrétních a stejně dlouhých intervalech. Proměnná, resp. veličina, může být buď toková, tedy hodnota za určité období, například meziroční změny HDP za čtvrtletí, tržby za rok či měsíční výnosy portfolia, nebo stavová, například hodnota dlouhodobých závazků v rozvaze společnosti ke konci roku. V investiční branži se časové řady používají především k vyjádření krátkodobých, střednědobých a dlouhodobých statistických údajů o výkonnosti či volatilitě jednotlivých investičních instrumentů. Důležitým upozorněním však zůstává, že minulé výsledky slouží pouze jen jako orientační vodítko pro investiční rozhodování a nezaručují stejné výsledky i v budoucnosti. (Keřkovský a Novák, 2015, s. 60)

2.10.13 Alokace aktiv

Stupavský (2020, s. 15) vysvětluje alokaci aktiv jako proces, v jehož rámci se investor rozhoduje o umístění, potažmo rozložení svého kapitálu (bohatství, majetku, finančních prostředků a úspor) do nejrůznějších investičních aktiv s cílem sestavit takové investiční portfolio, jež bude splňovat požadavky investora z hlediska investičního rizika a očekávaných reálných výnosů, resp. očekávaných nominálních výnosů snížených o očekávanou inflaci. Alokace aktiv tedy není pouze o výběru konkrétních investičních aktiv, ale i o stanovení jejich procentních vah v rámci celého portfolia.

Stupavský (2020, s. 15) dále tvrdí, že na základě historických dat (časových řad) a empirických studií můžeme říci, že alokace aktiv, tedy výběr konkrétních investičních aktiv, do kterých vloží investor svůj kapitál, a jejich konkrétní váhy, má v rámci procesu portfolio managementu, resp. investování obecně, zcela zásadní a rozhodující vliv na rizikově-výnosový profil portfolia, tedy na budoucí realizované výnosy investora. Je třeba stanovit tzv. váhy pro jednotlivé třídy aktiv (např. akcie, dluhopisy, komodity apod.) a následně naplnit tyto třídy konkrétními investičními nástroji, jež odpovídají třídě aktiv. To znamená naplnit akciovou část např. aktivně spravovaným akciovým fondem, dluhopisovou část např. státními dluhopisy vybraných zemí, komoditní část komoditním ETF fondem apod., přičemž ideálním scénářem je nalézt na trhu aktuálně podhodnocená aktiva, abychom nakoupili za výhodnější cenu a s bezpečnostním polštářem. K tomu však často nemusí být vhodná doba a tyto příležitosti na trhu aktuálně jednoduše být nemusí.

Stupavský (2020, s. 15) však na závěr konstatuje, že podle empirických studií je dlouhodobá výkonnost portfolia dána přibližně z 90 % samotnou alokací aktiv a nikoli výběrem konkrétních investičních nástrojů. Samotný výběr investičních aktiv, resp. konkrétních cenných papírů, např. konkrétních akcií, má na dlouhodobou investiční výkonnost portfolia daleko menší vliv.

2.10.14 Časování trhu

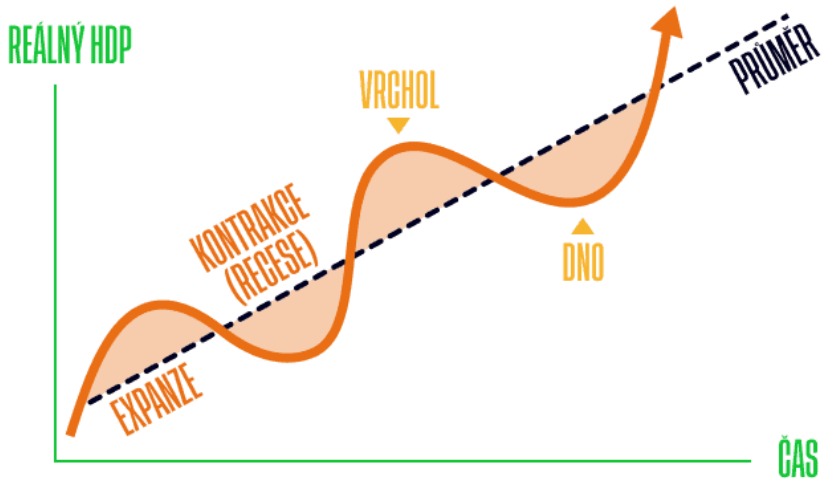
Keřkovský a Novák, (2015, s. 92) uvádí, že časování trhu je do značné míry naivní snaha nejen drobných nezkušených investorů o ideální načasování vstupu do investiční pozice, nákup cenného papírů za co nejnižší cenu, a zároveň také snaha o ideální načasování výstupu z této pozice za účelem dosažení co nejvyššího zisku a vyhnutí se ztrátám při poklesu ceny aktiva. Historické výsledky jednoznačně ukazují, že by se této snaze měla drtivá většina investorů zcela vyhnout, a raději se zaměřit na základní investiční pravidla, jakými jsou dostatečná diverzifikace, volba kvalitního produktu s rozumnými poplatky, správné stanovení investičního horizontu a psychická odolnost při dočasných poklesech ceny aktiva. Při časování trhu se totiž velmi intenzivně projevují nejrůznější behaviorální předsudky (behavioral biases) a lidské emoce mohou velmi negativně ovlivnit racionální rozhodnutí. Časování trhu tedy investiční výkonnost v dlouhém horizontu ovlivňuje jednoznačně negativně.

2.10.15 Ekonomický cyklus

Stupavský (2020, s. 90) definuje ekonomický (někdy také hospodářský) cyklus jako periodické, avšak nepravidelné kolísání v celkové hospodářské či ekonomické aktivitě. Poskytuje celkový základ pro cyklické události v podnikatelském sektoru a na trzích. Čím více ekonomika roste, tím je pravděpodobnější, že se společnostem zvýší zisky a akciové trhy vzrostou. Hlavním měřítkem výkonu ekonomiky je HDP, tedy hrubý domácí produkt, což je souhrnná hodnota všeho zboží a služeb produkovaná pro konečný prodej v rámci určité ekonomiky.

Marks (2018, s. 44) doplňuje, že mnoho investorů bývá znepokojeno meziročním ekonomickým vývojem. Ptají se, zda bude vysoký či nízký, kladný či záporný. Ptají se především na vývoj událostí z krátkodobého hlediska, což však může být zavádějící. Tyto úvahy jsou sice důležité, ale neznamenají všechno. Z dlouhodobého hlediska jejich význam slábne a podstatnějšími se stávají spíše dlouhodobé trendy. Marks přirovnává ekonomické cykly k jakémusi kyvadlu, které osciluje kolem svého středu (zdravé hladiny).

Obrázek 2: Hospodářský cyklus



Zdroj: eToro, 2024.

Marks tvrdí, že v průběhu historie byly růsty a následné krize způsobeny různými rozmanitými příčinami, nicméně základní principy zůstávají vesměs stejné. Výkyvy z vrcholu nebo ze dna se ve středním bodě nikdy nezastaví, bez ohledu na to, že tento bod je vhodný a odpovídající. Pohyb křivky se před optimální střední bod vždy přesune a směřuje dále k opačnému nejzazšímu bodu. Například vývoj trhů se zřídkakdy postupuje ze stavu podhodnocení k férové ceně, kde by se zastavil. Je tomu tak především z psychologických důvodů. Zásadní zlepšení v ekonomice a optimismus firem i lidí, které způsobilo zotavení trhů v období deprese, mají obvykle tendenci přetrvávat déle, než by bylo racionální, což vede k tomu, že vývoj pokračuje přes férovou cenu směrem do stavu předražení. Stát se to vždy nutně nemusí, avšak většinou k tomu dochází. Typickým příkladem může být nálada na akciových trzích, jehož ceny často nereflektují skutečnou ekonomickou situaci ve světě. Lidé jednají buď se zpožděním nebo situaci vidí příliš negativně či naopak pozitivně. To pak způsobuje nezdravé ceny investičních aktiv a také investiční příležitosti pro ty, kteří si to uvědomí a podniknou odpovídající kroky.

2.10.16 Finanční bublina

Pojem finanční bublina je úzce spjat s ekonomickými cykly. Stroukal (2021, s. 28) popisuje finanční bublinu jako situaci, kdy se cena nějakého aktiva dostane výrazně nad její fundamentální, tedy takzvanou férovou vnitřní hodnotu. V současné ceně se odráží nerealistická očekávání ohledně budoucího vývoje, která není možné

racionálně zdůvodnit na základě odpovídajícího finančního, resp. valuačního modelu. Bublina dříve či později praskne a cenu daného aktiva čeká relativně rychlý a prudký pád o desítky procent dolů.

Baddeley (2018, s. 115) doplňuje, že tento behaviorální trend má spojitost právě s ekonomickými cykly a povahou lidí. Lidé totiž často nejednají racionálně, rozvážně a informovaně. Často činí emotivní, ukvapená rozhodnutí, jež se jim v danou chvíli jeví jako skvělý nápad, nicméně často tomu tak není. Společným faktorem při investování do nadhodnocených investičních aktiv je davová mánie. Lidé se nechají ovlivnit svými vrstevníky nebo rodinou a ignorují obecná bezpečnostní doporučení odborníků. Ve výsledku pak nakupují zbytečně předražená aktiva, která díky davové mánii možná ještě určitou dobu budou růst na ceně, nicméně budoucí střemhlavý pád dolů je více než jasný. V různých historických etapách můžeme být svědky šílenství kolem jiného typu investičních aktiv (například akcií technologických firem v roce 2000, hypotečních zástavních listů v roce 2007 či bitcoinu v roce 2021), nicméně obecné principy zůstávají stejné.

2.10.17 Investiční scénáře

Syrový (2022, s. 139) zmiňuje, že investiční scénáře mohou investorům dobře posloužit, avšak někdy také zbytečně přitížit. Investoři se zpravidla před realizací samotné investice snaží zjistit, jaký bude mít jejich investice očekávaný vývoj. Chtějí znát příznivý, neutrální a pesimistický vývoj. K těmto účelům se používají časové řady, u kterých však velmi záleží na kvalitě vstupních dat. Pokud chceme například znát desetiletou výkonnost indexu S&P 500, bude velký rozdíl, zda této časové řadě stanovíme počátek v roce 2007 před prasknutím hypoteční bubliny v Americe (v době, kdy akciové trhy dosahovaly svých maxim), či v roce 2008 po jejím prasknutí a poklesu o desítky procent.

Syrový tvrdí, že díky dlouhodobým statistickým údajům za posledních více než sto let lidstvo získalo velmi dobré znalosti investičních aktiv a možných vývojů trhů, nicméně není možné s jistotou stanovit, že zvolené portfolio nám s jistotou přinese přesně tento zisk. Nikdo totiž neví, co přinese budoucnost a jaké ekonomické, politické, enviromentální apod. prostředí nás v dalších deseti, dvaceti či padesáti letech čeká.

Zmiňuje, že při investování existuje vždy určit míra nejistoty, se kterou musí být investoři smířeni. Také musí být připraveni na situaci, že jejich investiční záměr nedopadne dle jejich požadavků.

2.10.18 Alternativní investice

Stupavský (2020, s. 17) uvádí, že jako alternativní investici chápeme nástroje s takovým výnosově-rizikovým profilem, který se výrazně odlišuje od tradičních investic jako akcie a dluhopisy. Alternativní investice jsou obvykle s tradičními aktivy velice málo korelovány. Mezi základní typy alternativních investic patří drahé kovy (zlato, stříbro, platina), komodity, hedge fondy, reality a umělecké předměty. Alternativní investice jsou pak zpravidla méně likvidní než tradiční investice.

2.10.19 Benchmark

Stupavský (2020, s. 24) popisuje benchmark jako určitý srovnávací index, který si daný podílový fond zvolil za objektivní kritérium, se kterým porovnává svou investiční výkonnost. Např. fond, který se zaměřuje na americké akcie, si může za benchmark zvolit hlavní americký akciový index S&P 500. S benchmarkem souvisí tzv. relativní investiční výkonnost podílového fondu, která je definována jako rozdíl ve výkonnosti fondu a benchmarku. Pokud je relativní výkonnost kladná, podílový fond svůj benchmark tzv. outperformuje (aktivní výnos portfolia je kladný). Pokud je naopak relativní výkonnost záporná, podílový fond svůj benchmark tzv. underperformuje (aktivní výnos portfolia je záporný).

Wiggins (2022, s. 39) konstatuje, že v praxi se s fondy, které jsou schopné překonat svůj benchmark, příliš nesetkáme. A pokud ano, je tomu tak pouze v krátkém časovém horizontu. Je to dáno svou samotnou podstatou. Index je čistě pouze matematický ukazatel, jakýsi vážený průměr vybraného vzorku investičních instrumentů. Nikdo ho nespravuje, nemá v sobě žádné náklady. Jde pouze o to, umět ho spočítat. Naproti tomu podílový fond si za správu účtuje určitou výši poplatku, který se na konci roku musí pokrátit s dosaženým ziskem, tudíž čistý zisk fondu, a tím pádem i pro investory, je znatelně nižší. Aktivně spravované podílové fondy, jež sledují určitý benchmark, se navíc snaží tento index z většinové části kopírovat a činí pouze drobné odchylky. Typickým příkladem jsou akciové indexy a fondy, kde

dlouhodobé výnosy na trzích dosahují 8–10 %, nicméně akciové podílové fondy si za správu účtují přibližně 1,8–2,2 %. Tento poplatek značnou mírou ukrojí procenta z výnosů a portfolio manager by tedy musel předvést vynikající práci, aby takto zásadní překážku překonal a vydělal dokonce něco navíc. Může se při výběru konkrétních investičních instrumentů jednorázově dobře trefit, ovšem historické výsledky mluví jasně: na dlouhodobém horizontu je to značně nepravděpodobné.

3 Přístup firem k investování volných prostředků

Phelps na webu Federal Reserve Bank of Richmond (2020) vysvětluje, v čem se investiční přístup a cíle firmy liší od cílů a přístupu fyzických osob. Investování pro firmu znamená především alokování prostředků do vlastního podnikání, to znamená typicky nákup dlouhodobých či krátkodobých aktiv, kde typickými příklady jsou např. nákup materiálu na sklad, stavba nové výrobní haly, akvizice nové divize či pobočky nebo expandování na nový trh. Firmy často volí odlišné přístupy k plánování a realizaci investic. Mohou investovat buď průběžně v menších částkách či nahromadit vyšší množství prostředků a provést objemnější investici jednou za čas. Firma se může rozhodovat na základě několika faktorů. Prvním z nich je ekonomická situace a výhled analytiků do příštích období. Druhým je situace na trhu, ve kterém se firma pohybuje, stav konkurence, aktuální poptávka po produktu či službě apod.

Dále pak záleží na výsledcích hospodaření dosažených v minulých obdobích a schopnosti firmy generovat tyto výsledky stabilně. V neposlední řadě pak záleží také na dlouhodobých podnikatelských cílech firmy, ekonomické efektivitě investičního záměrů, návratnosti investovaných prostředků, posílení pozice na trhu apod.

Častým přístupem bývá střídání období nulových či minimálních investic s obdobím jednorázových, vysokých investic (tzv. investment spike). Jako hlavní výhodu tohoto přístupu uvádí především optimalizaci fixních nákladů, které často bývají značné. Při jednorázovém, větším investičním projektu nemají fixní náklady na náklady celkové tak vysoký vliv, jako tomu bývá u pravidelných, menších projektů. Dalším důvodem je častá potřeba dočasně omezit současný provoz v rámci restrukturalizace a optimalizace určitých činností, rekonstrukce stávajících výrobních hal, a tudíž i omezení či zastavení provozu, nebo alokace potřebné pracovní síly do realizace nového projektu. (Phelps, 2020)

3.1 Finanční plánování

Stupavský (2020, s. 74) uvádí, že podniky v rámci finančního plánování obvykle plánují, resp. prognózují úroveň výroby, prodejů a konečný stav finančních výkazů, tzn. výsledovky, rozvahy a cash flow na konci účetního období. Podrobný plán na jeden rok dopředu se obvykle nazývá rozpočet (budget) a méně detailní plán na delší období, obvykle pěti let, se nazývá finanční plán (financial plan) nebo business plán (business plan). Toto názvosloví však často bývá individuální, kdy například termín „budget“ může být používám i pro sumu prostředků, které chce firmy vyčlenit za konkrétním účelem. Může tedy jít o rozpočet na firemní večírek, založení nového oddělení, stavbu nové fabriky či objem prostředků, které chce firmy vyčlenit pro své investiční portfolio.

Vochozka (2021, s. 10) doplňuje, že finanční plánování je proces, ve kterém se rozhoduje, do kterých aktiv podniku se bude investovat. Investici můžeme pojmout jako cílevědomou kapitalizaci finančních výdajů, která je následně realizována skrze konkrétní aktiva. Tato aktiva poskytují zhodnocení volných prostředků. V první fázi přichází kapitál v podobě investice, která může být jednorázová nebo postupná. Výsledný efekt investičního procesu pokaždé představuje rozdíl mezi výnosy a výdaji, a výsledkem mohou bát kladné či záporné hodnoty. Jestliže zprvu podnik dosahuje záporného peněžního toku, ale následně se tok peněz obrátí v kladný a kladné hodnoty již pak trvale přetrvávají, jedná se o konvenční peněžní tok. V druhém případě může peněžní tok nabývat kladných i záporných hodnot, jež se navzájem střídají, a tento jev nazýváme nekonvenčními peněžními toky.

3.2 Řízení hotovosti a peněžních toků

Vochozka (2021, s. 89) tvrdí, že pro každý podnikatelský subjekt je velmi důležité udržovat určitou úroveň hotovosti, myšleno ve smyslu peněžních prostředků v pokladně či na běžných účtech. Neméně důležitou prioritou je pak řízení cash flow. Zajištění zdravé úrovně finančních toků je důležité nejen pro vlastníky, nýbrž i pro potenciální investory a věřitele, a cílem každého finančního manažera by měla být optimalizace těchto složek.

Nutnost hotovosti je dána převážně nedostatkem synchronizace peněžních příjmů a výdajů a náročností odhadování těchto veličin. Peníze představují nejlikvidnější majetek, jež firma vlastní. Avšak na druhou stranu nenesou žádný výnos. Držbou peněz přichází totiž podnik o potenciální výnosy, které by bylo možné získat z jejich investování. Tento ušlý výnos se označuje jako náklady obětované příležitosti. Na druhou stranu však likvidita na účtech poskytuje významný přínos v podobě pohodlí a jistoty. Úsilí finančního managementu by mělo směřovat k tomu, aby měl podnik vždy dostatek finanční k včasnému zaplacení svých operativních činností a také závazků, ale současně aby byl schopen minimalizovat náklady týkající se udržení likvidity. Mělo by tedy i navzdory protichůdnosti obou požadavků být docíleno efektivního kompromisu. (Vochozka, 2021, s. 90)

3.2.1 Motivy držení hotovosti

Dle Vochozky (2021, s. 91) jsou motivy pro držení hotovosti také označovány jako metody platební schopnosti. Tyto motivy můžeme dělit na několik kategorií. Motivy transakční jsou nutně spojeny s potřebou provádět nezbytné firemní transakce podnikatelského subjektu. Za situace, kdy subjekt nemá k dispozici dostatek prostředků, může zažádat o krátkodobý úvěr či odprodat některé ze svých finančních instrumentů. S motivem transakčním pak úzce souvisí motiv bezpečnostní. Protože příjmy a výdaje nejsou synchronizované a obtížně se predikují, je zapotřebí, aby si podnik pro svůj bezpečný chod vytvořil pro případ odchylky určitou rezervu (buffer). Čím více podnik není schopen odhadnout své toky, čím větší by rezerva měla být. Spekulačním motivem je dále držení dostupných prostředků pro případ naskytnutí mimořádně výhodné koupě s potenciálně vysokým ziskem.

3.2.2 Náklady držené hotovosti

Vochozka však doplňuje, že držená a nevyužitá hotovost s sebou nutně nese náklady ušlé příležitosti, jelikož firma nerealizuje zisky, které by získala, kdyby tyto prostředky byly jinak zainvestovány. K nalezení optimální výše hotovosti podniku je zapotřebí, aby podnik porovnal výhody a náklady držby. Obecně by vždy měly první kroky směřovat k zabezpečení transakční potřeby, jednodušeji k zabezpečení placení účtů.

3.2.3 Investování peněžní hotovosti

Peněžní hotovost lze investovat buď do aktiv reálných nebo aktiv finančních. V případě, že je pro podnik důležitá likvidita, lze reálné investice rovnou vyloučit, jelikož se vložené finance vrátí až po dlouhé době. Zbývá tedy investování do finančních aktiv. Prostřednictvím finančních trhů je možné provádět investice na trhu kapitálovém či trhu peněžním. Na kapitálovém trhu dochází k investování nejčastěji do akcií a dluhopisů. Dostupné jsou i další investiční nástroje, avšak je třeba mít na mysli, že každý tento nástroj v sobě obsahuje odlišnou míru rizika a potenciálního výnosu.

3.3 Dlouhodobý finanční majetek (DFM)

Vochozka (2021, s. 120) uvádí, že dlouhodobý finanční majetek je představen volnými peněžními prostředky, jež podnikatelský subjekt může nejrůznějšími způsoby upotřebit za účelem investice mající majetkovou podobu. Podmínkou pro klasifikaci tohoto majetku je jeho dlouhodobé držení, což představuje doba více než jednoho roku. V opačném případě se tento majetek zařazuje do kategorie krátkodobého. Za dlouhodobý finanční majetek lze považovat například vklady do obchodních korporací, směnky, drahé kovy, cenný papíry a další investiční nástroje tohoto typu.

3.4 Optimální kapitálová struktura

Čižinská (2018, s. 150) uvádí, že optimální kapitálová struktura je kombinace vlastního a cizího kapitálu, při níž je hodnota společnosti maximalizována. V praktické rovině optimální kapitálová struktura závisí na celkovém podnikatelském riziku dané společnosti, daňové situaci, corporate governance a jiných faktorech. Můžeme ale říct, že by společnost měla brát v potaz větší množství rizikových faktorů, jako je podnikatelské riziko a náklady finanční tísně, při určování své optimální kapitálové struktury. Když společnost uzná, že její současná kapitálová struktura se jeví jako optimální, může ji definovat jako cílovou kapitálovou strukturu. Jelikož může management využívat krátkodobé příležitosti v tom či onom zdroji financování, a protože fluktuace tržních cen kontinuálně ovlivňuje kapitálovou strukturu,

kapitálová struktura společnosti se od té cílové může v kterémkoliv okamžiku více či méně lišit. Nicméně pokud jsou předpoklady analýzy a cíle nezměněny, měli by se analytici a management zaměřovat na cílovou kapitálovou strukturu.

3.5 Výhody diverzifikovaného portfolia pro firmy

Rubenstein (2022, s. 79) uvádí důvody, proč by veškerá aktiva společnosti neměla být vázána na její core business. Říká, že ať už z pohledu majitele firmy či finančního manažera je žádoucí zajistit více než jeden zdroj příjmů pro firmu. Existuje pak několik způsobů, jak toho docílit. Firma může např. přijít na trh s novou službou či produktem, expandovat na nový trh či investovat do finančních aktiv, které nemají s core businessem firmy nic společného. Tím se právě zajistí větší diverzifikace, a tudíž i stabilita.

Finančních nástrojů, do kterých lze investovat, existuje velmi mnoho. Mezi nejtypičtější lze řadit akcie, dluhopisy, podílové fondy, nemovitosti či komodity. Rubenstein vysvětluje, že správná diverzifikace může znamenat rozdíl mezi krachující a prosperující firmou. V první řadě díky investici do finančních instrumentů může firma získat dodatečný finanční příjem, ať už z kupónů, dividend či kapitálového růstu. Dle preference firmy může investovat konzervativně, s menším potenciálním výnosem či dynamicky, s vyšším potenciálním výnosem. Dalším důvodem pro odložení prostředků do finančního nástroje oproti investování do rozvoje core businessu je tvorba bezpečnostního polštáře (tzv. „buffer“), ze kterého je možné čerpat zdroje v případě, že se firma dostane do akutní krize likvidity či vážnějších dlouhodobých problémů. Typickým příkladem jsou firmy, které prodávají výrobky či poskytují služby sezónního charakteru a mívají výpadek příjmu vcelku pravidelně.

Tvorba investičního portfolia namísto uchovávání dosažených zisků na bankovních účtech či v hotovosti má pak jasný benefit v pohodě vyšších zisků a lepší ochrany před inflací. I krátkodobé konzervativní finanční nástroje nabízí zpravidla zajímavější zhodnocení, než je tomu u bankovních produktů. Důležitým předpokladem takového portfolia je však to, aby nebylo vázáno na core business firmy. Pokud by tomu tak bylo, podmínky diverzifikace by splněny nebyly.

Smiles a Purcell (2023, s. 53) tuto myšlenku potvrzují a doplňují, že firmy investují dostupné finanční prostředky za účelem dosažení maximální produktivity a ochrany vybudovaného kapitálu před ztrátou hodnoty v důsledku inflace. Investice do finančních nástrojů, nesouvisejících s jejich core businessem slouží i jako rezerva proti fluktuacím a krizím, jež by mohly mít krátkodobě či dlouhodobě negativní dopady na podnikání. Peníze, které leží ladem, nejenže nic nevydělávají, ale časem ztrácí kupní sílu. Pokud by firma chtěla např. za dva roky nakoupit materiál na sklad, nákupní ceny pravděpodobně budou méně příznivé než nyní. Je však třeba pečlivě stanovit správnou alokaci volných prostředků, aby byla zajištěna dostatečná likvidita pro pravidelné výdaje a také pro výdaje, které mohou přijít nečekaně. Je třeba neustále myslet na potřeby firmy, a proto správně stanovit rizikový profil, investiční horizont a výběr jednotlivých složek investičního portfolia. Schopnost přeměnit prostředky investované ve finančním portfoliu v relativně krátké době zpět na hotovost, je naprosto zásadní.

4 Teoretické přístupy pro tvorbu investičního portfolia

Investičních strategií vzniklo na světe v novodobé historii mnoho. Některé z nich se ukázaly jako nekompletní a omezené a některé si zachovávají svou platnost a efektivitu i po desetiletích. Budou představeny obecné principy pro tvorbu investičních portfolií a dále také konkrétní strategie, jež se v praxi těší vysoké oblibě díky svým výsledkům.

Při tvorbě portfolia se ve výsledném nastavení odráží především postoj investora k fungování trhů. Investor analyzuje, jak trh funguje, jak je efektivní a jak se chovají ostatní účastníci, jež se na něm také pohybují. Můžeme tak najít investory, kteří investují podle hodnotové či růstové strategie, pasivní či aktivní investory, investory kombinují různá aktiva v předem stanovených poměrech dle určitého obecného vzorce či investory, kteří sledují strategii slavných osobností (investorů) a prakticky je pouze kopírují. Nyní budou popsány hlavní přístupy a světové názory ke tvorbě portfolia, se kterými se dnes můžeme v praxi setkat.

4.1 Investování vs spekulování

Než představíme konkrétní principy a strategie, je nutné vyjasnit rozdíl mezi investováním a spekulováním. Jak ve svých publikacích uvádí mnozí autoři, v praxi mají někdy lidé pocit, že investují, avšak jejich přístup připomíná spíše rizikovou spekulaci než bezpečnou investici. Stupavský (2020, s. 100) popisuje investování jako proces, v jehož rámci se investor snaží reálně, po odečtení inflace, zhodnotit své peněžní prostředky prostřednictvím nejrůznějších investičních aktiv, při současném odpovídajícím řízení investičního rizika. Většina investorů pak svá při tvorbě svých investičních portfolií považuje za hlavní faktor bezpečí investice, aby byla minimální šance, že na konci investičního horizontu nebudou ve ztrátě nebo o své finance dokonce přijdou úplně.

4.1.1 Investor

Stupavský (2020, s. 100) vysvětluje, že za investora může být označována jak fyzická, tak i právnická osoba, a také subjekt bez právní subjektivity, který nějakým způsobem spravuje vlastní nebo třetími stranami svěřené peněžní prostředky. Investory dělíme na: drobné investory, individuální investory, institucionální investory, profesionální investory, profesionální správce aktiv a portfolio managery.

4.1.2 Spekulant

Kohout (2018, s. 196) popisuje spekulanta jako účastníka finančních trhů, který se de facto nevěnuje investování, nýbrž spekulování, ať už si toho vědom je či není. Platí, že mnoho účastníků finančních trhů je přesvědčeno, že se řadí mezi investory, i když definice jejich činnosti spadá spíše do spekulativní sféry. Typickým znakem spekulanta je podceňování investičních rizik a nereflektování tohoto rizika při investičních volbách a tvorbě investičního portfolia.

Gladiš (2016, s. 11) přidává další definici, odvozenou od Benjamina Grahama. Investiční operace je dle něj taková operace, která po důkladné analýze slibuje bezpečnost vkladu a přiměřený výnos. Operace, které nesplňují tyto podmínky, jsou spekulace. Potvrzuje Kohoutova slova, když tvrdí, že většina lidí, kteří se pohybují na kapitálových trzích, se považuje za investory, ale ve skutečnosti se podle Grahamovy definice řadí spíše mezi spekulanty. Je tomu tak proto, že jejich výběr investic v sobě obsahuje příliš mnoho spekulativních prvků. Tvrdí, že není těžké se jim vyhnout, ale jsou k tomu potřeba dvě věci. Vědět jak, cože je pravděpodobně tím jednodušším, a potom mít v sobě disciplínu, která nám pomůže držet se našich investičních pravidel a nepodlehnout vábení spekulacím, což může být těžší, než to na první pohled vypadá.

4.2 Aktivní vs Pasivní strategie

Jak zmiňuje Tůma (2014, s. 34), mezi zastánci aktivního a pasivního přístupu se vedou dlouholeté debaty, které pravděpodobně v blízké budoucnosti nebudou rozhodnuty. Aktivní investoři tvrdí, že dokáží vybrat ty správné akcie a porazit trh. Pasivní investoři

namítají, že i když dočasně překonáme trh, nevydrží nám to dlouhodobě a konzistentně, a nakonec proděláme na poplatcích za příliš časté nákupy. Kupme si raději index a přestaňme se snažit.

Tůma podotýká, že laici často předpokládají schopnost profíků vybrat kvalitní akcie a pohádkově na tom vydělat. Je na tom často postaven i marketing investičních společností. Pokud se však podíváme do dlouhodobých statistik, výsledky mluví celkem jednoznačně ve prospěch pasivního investování. Existují pochopitelně výjimky, jako je Warren Buffett nebo jeho kolega Charlie Munger. Ale jak Tůma správně podotýká, Warren Buffett je znám jako věštec z Omahy právě proto, že mnoho dalších Warrenů Buffettů po světě už nechodí. Zpravidla tedy platí, že všichni investoři jednoduše nemohou překonat trh. Ti aktivní mají navíc vyšší transakční náklady, a proto pasivní přináší dlouhodobě zpravidla lepší výsledky.

Navzdory tomu pasivní strategie má i své slabiny. Jednou z často kritizovaných je vážení hlavních světových burzovních indexů podle tržní kapitalizace. V indexech dominují velké společnosti, a když je zrovna na trhu bublina a některé sektory jsou nadhodnocené, dominují v indexu o to víc. Aktivní strategie investory před touto situací může ochránit, protože aktivní investor nekupuje především velké společnosti, nýbrž společnosti se zajímavou cenou a vnitřní hodnotou akcie.

Kohout (2018, s. 102) se na tuto problematiku dívá z jiného úhlu pohledu. Tvrdí, že pokud trh není plně efektivní, k čemuž existuje řada důkazů, vzniká otázka, jak těchto nedostatků trhu využít při praktickém investování. Aktivní portfolio management může mít dvě roviny. První je výběr akcií v kontrastu k investování do indexu, přičemž se nepokoušíme časovat trh. Druhým je investování do indexu, přičemž se pokoušíme identifikovat správné okamžiky k nákupu a k prodeji, ale nevybíráme jednotlivé akcie. Tento druhý přístup hodnotí Kohout jako nejvíce perspektivní a nejsnáze proveditelný. Nepotřebujeme k němu tým analytiků pro hodnocení desítek či stovek akciových titulů a ušetříme si rozsáhlou administrativu spojenou s udržováním početného portfolia akcií. Také máme reálnou šanci vyhnout se obdobím, kdy akciové trhy padají o desítky procent. Stačí vědět, kdy jsou trhy levné a kdy zase drahé.

Tůma (2019, s. 148) ve své novější publikaci dále rozvádí myšlenku pasivního (indexového investování). Popisuje fakt, že popularitě pasivních ETF fondů nadále

v zámoří i v Evropě roste a zabírají stále větší tržní podíl, a to u drobných i institucionálních investorů. Zmiňuje opět fakt, že většina aktivně spravovaných fondů v posledních deseti letech nepřekonala svůj benchmark. A pokud ano, měla to na svědomí pouze menší část fondů. Problém je právě s konzistentností výkonu v čase. Jasným světovým trendem je snižování poplatků. Investiční společnosti si tento nízkonákladový trend pochopitelně uvědomují a musí přicházet se zajímavými, konkurenceschopnými novinkami, aby své stávající investory udrželi a nové nalákali. Můžeme tedy vidět trend snižování poplatků i u aktivně spravovaných fondů. Tůma uvádí, že aktivně spravované fondy měly v roce 2014 na americkém trhu podíl 72 %, a o pouhé tři roky později to bylo pouze 63 %.

Někteří zastánci aktivního investování dokonce proti indexovému investování prudce vystupují s argumentem, že když by všichni investoři z celého světa investovali jen pasivně, trhy by ztratily svou efektivitu a přestaly by fungovat. Tůma však tvrdí, že k takovéto apokalypse máme ještě velmi daleko. Cenotvorbě bohatě stačí část aktivních investorů. Navíc pasivní investování i přes boom v posledních letech stále tvoří jen menší část trhu.

4.3 Globální akciová strategie

Globální akciové portfolio získalo v posledních letech také na popularitě. Mnozí investiční poradci, včetně autora, ho považují za nejbezpečnější strategii pro akciového investora. Kouzlo spočívá především v jeho jednoduchosti a nulové spekulaci. Tůma (2019, s. 89) zmiňuje, že na téma optimálního složení portfolia byly již napsány tisíce a tisíce stran, a to ekonomy či aktivními správci fondů, spravujících biliony dolarů. Snaha o aktivní portfolio management dle Tůmy není zbytečná, protože různé názory na to, co prodat či koupit, umožňují trhu najít správnou cenu. Avšak trh jako takový si nakonec stejně dělá, co chce. Trh je totiž sumou znalostí a názorů všech jeho účastníků, ale ještě mnohem více.

Tůmy uvádí, že myšlenka globálního akciového portfolia spořívá v tom, aby portfolio obsahovalo všechny běžné dostupné druhy investic v takovém poměru, v jakém jsou na světě zastoupeny. Tento úkol však může být těžší, než se na první pohled zdá. Je

totiž velmi obtížné ocenit veškerá aktiva na celé zeměkouli. Ceny akcií a dluhopisů jsou veřejné, avšak s oceněním soukromých firem či nemovitostí je to složitější.

To je pravděpodobně jeden z důvodů, proč se v praxi nesetkáme například s fondy, které by takovouto maximálně diverzifikovanou strategii nabízely. Setkáme se spíše s několika fondy, které globální strategií jdou, nicméně investují pouze do akcií. Vzhledem k tomu, že akcie velkých společností, obchodovaných na burze, jsou ocenitelné a kalkulovatelné velmi jednoduše, portfolio managerům nic nebrání v tom, sestavit akciovou strategii, která investuje do kvalitních akciových společností po celém světě, podle velikosti jednotlivých světových trhů a velikosti tržní kapitalizace firem. Tůma však doplňuje, že tento přístup může mít i svá negativa, protože například japonský či italský trh, vzhledem ke své vysoké zadluženosti, nemusí být nejlepší volbou. Protože však japonská ekonomiky je jednou z dominantních na světě, pokud chceme investovat globální akciovou strategií, není možné Japonsko z portfolia vynechat. Nebude mít tak vysoký procentní poměr jako například Spojené státy či Evropa, nicméně i malý podíl rizikového aktiva v portfoliu stojí za zvýšenou pozornost.

Syrový (2022, s. 54) radí, aby si investoři, kteří nechtějí riskovat zbytečné ztráty, vybírali, pokud možno, fond, který reprezentuje celý trh. A pokud se jedná o akciový fond, pak takový fond, který investuje do akcií celého světa. Tvrdí, že hodně investorů dělá tu chybu, že vybírají fond, který investuje jen do malého kousku světa, například jen do asijských akcií či akcií střední a východní Evropy. To je z celosvětového měřítka jen malý kousek světa. Stejně tak investoři chybují, když vybírají akcie jen z jednoho odvětví (tzv. sektoru). Například fondy nemovitostních akcií, zelenou energii, farmacii, energetiku či biotechnologie. Sázejí tak na jednu kartu. Pokud se tomuto konkrétnímu sektoru bude dařit, je to v pořádku a zisky budou krásné. Pokud se však tento hazard nepovede a sektoru se dařit nebude, pak mají problém.

Syrový (2022, s. 55) tvrdí, že investoři často volí tyto sektorově orientované investice spíše z psychologických důvodů. Lidský mozek má totiž rád příběhy, a tak je pro nás atraktivnější svěřit své peníze určité dobře odprezentované myšlence s krásným příběhem a potenciálně vysokým výnosem než se spokojit s obecnou, bezpečnou

strategií a nudným zhodnocením 8–10 % na globálním trhu. Problém je však v tom, že vizionářské myšlenky a podnikatelské nápady někdy vyjdou a někdy také ne.

Syrový (2022, s. 58) jako typický příklad uvádí splasknutí „internetové bubliny“ v roce 2000. vysvětluje, že splasknutí bubliny nenastalo kvůli tomu, že by se všichni najednou odpojili od internetu, ale kvůli splasknutí enormních, iracionálních očekávání účastníků trhu.

Syrový (2022, s. 60) nakonec doporučuje, aby investoři vybírali takové globální akciové fondy, kde nechybí akcie USA a Evropy. Měly by zde být také zastoupeny všechny sektory. Radí, abychom nepřemýšleli nad tím, jaké konkrétní akcie či dluhopisy koupíme. Kupme raději všechny a podílejme se růstu celé ekonomiky. Pokud chceme vybírat, co je dobré a co ne, měli bychom to raději přenechat mnohem kompetentnějšímu a zkušenějšímu portfolio managerovi, který se tím zabývá značnou část svého života a má na to odpovídající vzdělání.

4.4 Strategie Nobelovy nadace

Doposud jsme si představili přístupy a strategie, které se využívají pro akciové investování. Historie Nobelovy nadace a její péče o majetek nám dává jasné důvody významu akcií v portfoliu i pro konzervativního investora.

4.4.1 Historie portfolio managementu Nobelovy nadace

Kohout (2018, s. 171) popisuje zásadní milníky v historii Nobelovy nadace vzhledem k jejímu portfolio managementu. Rok před svou smrtí (1985) podepsal Alfréd Nobel svou závěť, ve které uvedl, že jeho dědictví musí být investováno pouze do „bezpečných cenných papírů“, jejichž výnosy budou každoročně rozdělovány formou cen těm, kterým se během minulého roku podařilo přijít s něčím, co přineslo významný prospěch pro lidstvo. Mělo jít o částky se stejnou kupní silou. V roce 1900, kdy nadace zahájila činnost, byl její celkový majetek ve výši 31 milionů švédských korun (v cenách z roku 2015 by šlo zhruba o 1,78 miliardy SEK). Záměr každoročně vyplácet ceny ve stejné kupní hodnotě se však ukázal jako dlouhodobě udržitelný, a tak se reálná hodnota vyplácených cen každoročně snižovala. Důvodem byla

především zvolená investiční strategie. Začátkem 20. století byly za bezpečné cenné papíry považovány pouze státní dluhopisy a půjčky kryté státními dluhopisy nebo nemovitostmi. Takovéto investice však byly málo výnosné a hrozilo riziko, že jmění Nobelovy nadace bude jednou zcela vyčerpáno.

Kohout (2018, s. 171) uvádí, že v roce 1950 měla Nobelova cena reálnou hodnotu ve výši 38 % z původní hodnoty z roku 1900. Na základě toho musela správní rada přehodnotit investiční strategii a otevřela dveře i více rizikovým investicím. Správci portfolia měli tedy volné ruce a mohli začít investovat i do akcií. Díky této změně se výše vyplácených cen postupně zvyšovala. Původní reálné hodnoty z roku 1901 dosáhla Nobelova nadace v roce 1991. Finanční cíl stanovený v Nobelově nadaci se tedy po dlouhé době opět daří plnit teprve od tohoto roku. Navíc se základní jmění Nobelovy nadace od doby jejího založení v reálném vyjádření více než zdvojnásobilo. Změna strategie se tak plně osvědčila.

4.4.2 Poučení z historie portfolio managementu Nobelovy nadace

Kohout dodává základní poučení, které je možné si z tohoto příběhu vzít k srdci a lépe díky tomu spravovat svůj majetek. Pokud jde o portfolio s dlouhodobým investičním horizontem, investor si může dovolit akceptovat relativně velké výkyvy v tržní hodnotě investice. Z hlediska dlouhodobého investora tedy akcie ve výsledku mohou být bezpečnější než jiné typy investic, jež jsou obecně považovány za bezpečnější, a to kvůli inflačnímu riziku.

4.4.3 Složení portfolia Nobelovy nadace

Složení portfolia Nobelovy nadace, stejně jako ostatní aktivně spravovaná portfolia, zažívá vývoj a její správci portfolio pravidelně aktualizují dle aktuální ekonomické situace. Akciová složka se v posledních dvaceti letech pohybovala mezi 50–65 %, složka pevně úročených cenných papírů ve výši 15–20 %, složka hedge fondů mezi od 0 do 25 % a složka nemovitostí od 5 do 20 %. Aktuální nastavení v příštích letech bude pochopitelně záležet na rozhodnutí správců nadace, nicméně jednoznačně můžeme vidět dominantní postavení akciové složky. Kohout (2018, s. 174) na konec kapitoly konstatuje, že přes veškeré historická trápení, ať už způsobená inflací, válkami nebo

finančními krizemi, je správa Nobelovy nadace velkým úspěchem, i když to tak na začátku (bez akciové složky) nevypadlo.

4.5 Permanentní portfolio

Taghizadegan a spol. (2018, s. 236) přestavují myšlenku tzv. Permanentního portfolia. Ekonomové ovlivnění rakouskou ekonomickou školou jsou více skeptičtí vůči ekonomického systému kapitalismu, který formuje trhy již více než sto let. Zastávají jiné přístupy a jsou přesvědčeni, že dříve či později nastanou ve společnosti velké problémy, způsobené právě fungováním tohoto systému. Jádrem jejich přístupu je poznatek, že budoucnost je nepředvídatelná a investoři by měli diverzifikovat své fondy takovým způsobem, aby byli na každou pravděpodobnou hospodářskou situaci připraveni stejně. Jednotlivé třídy aktiv, ze kterých se portfolio skládá, by se v různých scénářích neměly pohybovat stejným směrem. Z tohoto důvodu se permanentní portfolio skládá ze zlata, hotovosti, akcií a dluhopisů s váhou 25 % za každou část. Tvrdí, že v situaci inflačního růstu se obecně daří akciím a zlatu, při neinflačním růstu akciím a dluhopisům, při neinflační stagnaci je vhodná doba pro držení dluhopisů a hotovosti a při inflační stagnaci je příznivá doba pro zlato a hotovost.

Původní permanentní portfolio představil na začátku 80. let 20. století analytik Harry Browne. Hlavní myšlenkou tohoto přístupu je především dosažení vyšší stability (tzn. menší volatility). Taghizadegan a spol. (2018, s. 237) tvrdí, že takto sestavené portfolio produkuje stabilní výnosy s výrazně redukovanou kolísavostí. V tomto aspektu není permanentní portfolio určené pro dosahování maximálních výnosů a rychlé zbohatnutí, protože vyšších výnosů lze dosáhnout pouze s vysoce koncentrovanými portfolii, se kterými se však pojí podstatně vyšší rizika.

Tvrdí, že předpoklad nižší rizikovosti akcií na dlouhém horizontu nemusí být vždy pravdivý, protože například mezi lety 1968 až 1982 ztratil index S&P 500 ze své hodnoty 4,62 % po očištění o inflaci. Dále tvrdí, že permanentní portfolio dosahuje daleko stabilnějších výnosů než například vyvážená portfolia, jež jsou zpravidla tvořená ze 70 % akciemi a 30 % dluhopisy. Historické výnosy stálého portfolia demonstrují na časové ose 1972–2010, kdy takto složené portfolio dosáhlo

průměrného ročního výnosu 9,2 %, a to při podstatně menší volatilitě než akciové portfolio s průměrným výnosem 9,8 %. Dalším argumentem ve prospěch tohoto portfolia je i malý počet let, kdy portfolio skončilo ve ztrátě.

Jako důležitý předpoklad fungování portfolia uvádí požadavek na pravidelné vyrovnávání (rebalancování) jednotlivých částí portfolia. Jakmile hodnota podílu jedné třídy aktiv vystoupí nad 35 % nebo spadne pod 15 %, měla by být vyrovnána na původní podíl 25 %. Tento koncept vychází z fenoménu návratu k průměru, stejně jako z faktu, že trhy mají sklon k přehnaným pohybům, které poté procházejí korekcí.

Jako jednu z velkých výhod popisuje Taghizadegan a spol. skutečnost, že portfolio vyžaduje ke své správě jen minimum úsilí. Nejsou třeba žádná specificky načasovaná rozhodnutí, a vzhledem k nízké frekvenci transakcí má správa tohoto portfolia nízké náklady. Dalšími pravidly pro investory je dle autorů nepřenechávat rozhodnutí jiným a neinvestovat do firem či instrumentů, kterým člověk nerozumí. Velmi důležitým předpokladem je také investovat i mimo zemi, kterou investor obývá, tedy provádět geografickou diverzifikaci. Ta chrání investory před riziky v podobě přírodních katastrof nebo vládních rozhodnutí. Pointou není schovávat peníze před finančním úřadem, ale pojistit se před extrémními situacemi, jeř mohou v místě bydliště nastat.

Na závěr tito autoři uvádí tři základní principy, na kterých je tento přístup postaven. Prvním je, že dobrá míra růstu může zvýšit hodnotu investice v dlouhém horizontu, aniž by bylo třeba vystavovat se zbytečné vysokému nebezpečí. Druhým principem je vyhnutí se velkým ztrátám, protože po takových ztrátách je obtížné vrátit se zpět do původní stavu bez podstoupení vyššího rizika. Třetím rozhodujícím principem je důraz na reálné výnosy. Při zhodnocení výnosů nesmíme nikdy zapomínat na inflaci.

4.6 All Weather portfolio

Autorem tohoto portfolia je světoznámý investor a správce fondu Bridgewater, Ray Dalio. Jeho metoda má společné znaky s Permanentním portfoliem, avšak totožná nejsou. Dalio (2021, s. 217) svou investiční filozofii vysvětluje na měnícím se ekonomických cyklech a nejasné budoucnosti. Tvrdí, že ne každé investiční portfolio performuje stejně za rozlišných ekonomických podmínek. Ekonomické cykly se

opakují a se svými minimy a maximy ovlivňují kapitálové trhy. Mnoho výzkumníků a odborníků se snažilo a stále snaží přijít s modelem, který by vhodně reagoval na jakékoli změny. Dalio netvrdí, že našel všelék na každé ekonomické prostředí. Chtěl pouze stvořit pasivní investiční portfolio, které by performovalo rozumně a stabilně za jakéhokoli ekonomického prostředí. Stvořil tedy portfolio obsahující čtyři typy aktiv, stejně jako je tomu u Stálého portfolia. Od Stálého portfolia se však drobně liší. Také obsahuje akcie, dluhopisy a zlato, avšak zbývající složku namísto hotovosti tvoří komodity.

Dalio (2021, s. 220) dále vysvětluje, že toto rozdělení je dáno několika důvody, z nichž nejvýraznější je pravděpodobně nízká korelace mezi složkami. Tyto složky pak reagují odlišně v rozdílných ekonomických situacích. Cíl portfolia je generovat stabilní zisky s minimálním rizikem. Jeho složení Dalio samozřejmě pravidelně aktualizuje, takže stejně jako u Stálého portfolia nejsou složky dlouhodobě ve stejném poměru, nicméně toto portfolio mívá zpravidla tyto váhy: 30–40 % akcie, resp. akciový ETF fond zaměřený na americký trh (S&P 500), 15–40 % dlouhodobé americké státní dluhopisy se splatností i více než 20 let, 15–40 % střednědobé americké státní dluhopisy se splatností 7–10 let, 7,5–10 % zlato a 7,5–15 % komodity. Stejně jako u Stálého portfolia je nutné pravidelné rebalancování, pokud se poměry jednotlivých složek vychýlí přes zvolenou přípustnou hranici. Dle dat, které fond Bridgewater publikuje, dosáhla tato strategie mezi lety 1996–2020 průměrného ročního výnosu 9,7 %. Index SP 500 pak pouhých 7,6 %.

Dalio (2021, s. 220) dále vysvětluje, že při péči o peníze svých klientů ve fondu Bridgewater se snaží porozumět tomu, jak svět funguje, a na základě toho alokovat částí svého portfolia. Každé investiční aktivum reflektuje určitý trend v ekonomice dle současné fáze ekonomického cyklu, avšak skutečnou výzvou je zvolit správné poměry těchto aktiv, aby současnou situaci reflektovaly co nejlépe. Jeho cílem je dát dohromady takové portfolio, které je vysoce diverzifikované mezi různé třídy aktiv a takticky správně alokované.

4.7 60/40 portfolio

Poslední modelové portfolio pojednává o kombinaci akcií a dluhopisů. Tato kombinace si získala své zastánce z řad vyvážených investorů. Jak uvádí Gladiš (2021, s. 134), dluhopisy jsou po akciích druhým nejvíce diskutovaným investičním aktivem a jejich kombinace se tak přímo nabízí. Dluhopisy (tzv. obligace) mají jiné vlastnosti než akcie. Nezískáme díky nim hlasovací právo na valné hromadě, podíl na zisku ani nárok na dividendu či právo na podíl na likvidačním zůstatku. Obligace představují pouze vztah věřitele a dlužníka. S oběma typy nástrojů jsou spojené jiná rizika. Hodnota akcie závisí především na schopnosti firmy dosahovat zisku a na jejím majetku. Hodnota obligace závisí především na schopnosti společnosti dostát závazkům, které jsem s obligací spojeny. Tedy platit úroky a jistinu.

Gladiš (2021, s. 134) na statistikách vyvrací obecné tvrzení, že dluhopisy jsou stabilní konzervativní investicí, která chrání proti inflaci. Tvrdí, že na mnoha investičních horizontech v historii nebyly dluhopisy schopny dosáhnout v reálném zhodnocení (po odečtení inflace) ani na nulu, a proto tedy svůj předpoklad ochránit před inflací nesplnily. Tento fakt se dle Gladiše do jisté míry dal očekávat, nicméně dalším zajímavým poznatkem je dle něj i relativně vysoká volatilita, která se v některých historických etapách blíží té akciové. Zajímavý poznatkem, jež uvádí Gladiš (2021, s. 134), na pětiletých horizontech je záporná volatilita akcií téměř srovnatelná se zápornou volatilitou dluhopisů i pokladničních poukázek. To jinými slovy znamená, že šance na reálnou ztrátu, měřeno historickými výsledky, je srovnatelná u akcií, dluhopisů i pokladničních poukázek. Rozdíl však představuj potenciál na celkový zisk. Gladiš potvrzuje obecně známý fakt, že na dlouhodobém horizontu jsou akcie podstatně ziskovější, avšak je třeba tuto skutečnost vztáhnout na dlouhodobý horizont, nikoli krátkodobý.

Na závěr své úvahy Gladiš (2021, s. 144) potvrzuje obecně známé doporučení, že čím delší investiční horizont investor má, tím větší procento akcií a menší procento dluhopisů a pokladničních poukázek by mělo jeho portfolio obsahovat. Tímto principem by se měla řídit snaha o alokaci aktiv. Pokud je tedy investorům cíl dlouhodobý růst jeho majetku, měl by sáhnout po akciích. Pokud chce uchovat

reálnou hodnotu na kratším horizontu, měl by se držet převážně dluhopisů, a pokud je tomu nakloněn, je možné do portfolia přimíchat i menší procento akcií. Toto rozhodnutí se odvíjí od investorova cíle a délky investičního horizontu. Dodává, že pokud nás naše investiční cíle a horizont dovedou k dluhopisům a pokladničním poukázkám, pak se jako nejvhodnější forma investice hodí otevřený podílový fond zaměřený na tyto nástroje na domácím či jiném vyspělém zahraničním trhu. Samotný trh dluhopisů a pokladničních poukázek je díky velikosti jednotlivých transakcí a dalším charakteristikám pro běžného investora téměř nedostupný.

Otázkou však zůstává, jaký poměr mezi těmito dvěma třídami aktiv zvolit. Popularitu napříč investory získalo následující rozdělení: 60 % akcie, 40 % dluhopisy. Kolektiv autorů na portálu InvestičníWeb.cz (2023) uvádí aktuální data a výhled do budoucna. Tvrdí, že portfolio 60/40 bývalo dáváno za příklad investiční strategie, která je schopná obstát téměř v každém tržním počasí. Loňský rok byl ale pro portfolio složené v tomto poměru z amerických akcií a dluhopisů jedním z nejhorších. Uvedená strategie ale není mrtvá. Tržní cena portfolia složeného ze 60 % z amerických akcií a ze 40 % z amerických vládních dluhopisů se loni propadla o 17,9 %, což představuje třetí nejhorší výsledek od začátku 30. let 20. století. Horší výsledek zaznamenala tato strategie jen v letech 1937 (-20,7 %) a 1931 (-27,3 %). Korelace cen amerických akcií a dluhopisů vyskočila v důsledku růstu úrokových sazeb Fedu, protože zpřísňování měnové politiky je rizikovým faktorem pro kondici firem (zejména těch více zadlužených růstových) a zároveň zvyšující se sazby tlačí nahoru výnosy dluhopisů (a tedy stlačují jejich ceny níže). Dle autorů je však důležitým faktem, že krátkodobý vývoj cen akcií a dluhopisů nevypráví celý příběh. V horizontu od 20. let 20. století ceny akcií i dluhopisů po většinu času souběžně rostly. Třeba v 80. letech zaznamenaly jak akcie, tak dluhopisy růst cen téměř v každém roce a mimořádně příznivá byla i dekáda po velké finanční krizi. V posledních zhruba čtyřech dekádách akcie i dluhopisy těžily z prostředí klesajících úrokových sazeb. Solidní výkonnost akcií a dluhopisů ale není podmíněná uvolňováním měnové politiky. Mezi roky 1981 a 2021 index S&P 500 přidával v průměru 11,1 % ročně a cena 5letých amerických vládních dluhopisů rostla o 6,5 %, vůbec špatně si však akcie a dluhopisy nevedly ani mezi roky 1926 a 1980 (akcie v průměru +9,4 %, dluhopisy +3,7 %), tedy v období

zasaženém mimo jiné krachem na burze v New Yorku, válkou ve Vietnamu nebo zhruba dekádu trvající vysokou inflací. Loňský rok byl mimořádný z hlediska toho, jak razantně americká centrální banka utahovala měnovou politiku. Něco podobného nejspíše již dlouho nezažijeme. Vyhlídky investorů nyní i proto nejsou špatné. Očekávání brzkého konce cyklu zvyšování úrokových sazeb podporuje náladu na akciovém trhu a zároveň dluhopisy nabízejí kombinaci aktuálně vysokých kupónů s nadějí na růst cen, jakmile Fed začne s uvolňováním měnové politiky. Toto portfolio by tedy za aktuální situaci při realizaci nové investice mohlo být velmi zajímavé.

4.8 Teorie efektivních trhů

Tato teorie tvrdí, že tržní ceny investičních aktiv představují objektivní hodnotu, investiční aktiva jsou v každém okamžiku správně oceněna, resp. jejich tržní cena přibližně odpovídá fundamentální vnitřní férové hodnotě, a na trhu tak nelze nejít podhodnocené nebo nadhodnocené investiční příležitosti. Z toho vyplývá, že úspěšnost investora není možné zvýšit ani pomocí fundamentální analýzy, ani pomocí analýzy jiné. Finanční trhy, resp. tržní ceny investičních aktiv v důsledku reagují pouze na nové informace a budoucí tržní vývoj je zcela nepředvídatelný. Doporučení této teorie proto zní, že by se investor neměl snažit o nalezení podhodnocených investičních příležitostí a měl by koupit a držet tržní portfolio, například nějaký indexový fond, který obsahuje všechny akciové tituly z daného trhu v poměrech odpovídajících akciovému indexu daného trhu. (Kohout, 2018, s. 208)

Gladiš (2016, s. 12) však uvádí, že existuje zásadní teoretický spor, který přesahuje z akademické půdy do praxe, o tom, zda a nakolik je trh efektivní. Teoretický základ Teorie efektivního trhu (Efficient Market Theory – EMT) spočívá na třech základních argumentech. Za prvé, o investorech se předpokládá, že jsou racionální a že racionálně oceňují i cenné papíry. Za druhé, pokud vůbec existují i iracionální investoři, jejich transakce jsou náhodné a navzájem se vyruší. Za třetí, v případě, by iracionální investoři byli iracionální navzájem podobným způsobem, jejich vliv je vyvážen racionálními účastníky trhu provádějícími arbitráž a tím se eliminuje vliv iracionálních investorů na ceny. Předpokladem pro racionálního investora je, že všechny dostupné informace okamžitě promítá do ceny cenného papírů.

Současnou hodnotu budoucích toků hotovosti své investice diskontují podle její míry rizika a tím se dostávají k fundamentální hodnotě cenného papíru. Pokud se objeví kladná zpráva, investoři hned posunou fundamentální hodnotu cenného papíru nahoru a pokud se objeví záporná zpráva, pak posunou fundamentální hodnotu dolů. Samotná efektivita trhu má tři formy. Slabou, polosilnou a silnou v závislosti na tom, jaký druh informací investoři znají. Při slabé efektivitě znají investoři jen historické hodnoty cen a výnosů cenných papírů, při polosilné efektivitě mají všechny dostupné informace a při silné efektivitě mají investoři i neveřejné informace.

Gladiš (2016, s. 22) tvrdí, že v zásadě lze souhlasit s tou části Teorie efektivního trhu, která tvrdí, že investoři zahrnují veškeré dostupné informace do cen aktiv. Informace jsou dnes dostupné velmi rychle a velmi levně široké veřejnosti a i přesto, že existují a jsou využívány neveřejné materiální informace (Insider information) a i přesto, že lze pečlivou analýzou odkrýt, domyslet nebo vytušit informace, které veřejnost nemá, existuje na trhu poměrně velká informační efektivita. Samotný fakt, že investoři mají a zohledňují dostupné informace, však zdaleka neznamená, že na jejich základě investoři oceňují aktiva správně. To by byla příliš velká myšlenková zkratka. Nestačí mít totiž všechny dostupné informace. Záleží především na tom, jak se použijí. Toto všechno je však značně akademické pojetí. Důležitou otázkou je, jaký reálný dopad to má na potenciálního investora. Gladiš tvrdí, že poměrně značný, a to z toho důvodu, že v případě, že Teorie efektivního portfolia platí, má na investory tři hlavní dopady, kterým se nelze vyhnout. Za prvé, trh je efektivní a není možné dlouhodobě dosahovat systematicky vyšších výnosů, než je výnos trhu. Za druhé, riziko se měří spíše tím, o kolik se změní volatilita portfolia přidáním jednoho dalšího cenného papíru než tím, co by vyžadoval selský rozum, a tedy pravděpodobností ztráty vložené částky. Riziko zde tedy představuje spíše volatilitu než ztrátu celé vložené částky. Za třetí, nejlepší strategie pro investory je koupit širokou část trhu, nejlépe index a ten kombinovat s hotovostí či jinou bezrizikovým aktivem s takovém poměru, aby výsledné celkové riziko bylo podle představ investora.

Gladiš (2016), Kohout (2018) a další autoři však tvrdí, že tato teorie je až příliš obecná a že jednoduše nereflektuje realitu, které můžeme být v posledních desetiletích na kapitálových trzích svědky. Netvrdí, že je mylná., pouze že není kompletní. Její

kompletaci a kompletnější pohled na věc může poskytnout nejmodernější teorie, která nám je v dnešní době známa, a to Teorie Behaviorálních financí.

4.9 Teorie behaviorálních financí

Schiller (2014) uvádí, že postupem času, jak výzkumníci a ekonomové zaznamenávali příliš mnoho anomálií, které nešlo ignorovat, začala se pozornost akademické obce i praktiků přesouvat více od akademických diskuzí o ekonomických analýzách minulých časových řad cen aktiv, dividend a výnosů směrem k novému modelu lidské psychologie a její provázanosti s finančními trhy. Tak se zrodil obor behaviorálních financí.

Teorie behaviorálních financí stojí na jednom opačném předpokladu než Teorie efektivních trhů, a tím je racionální uvažování investorů. Mnoho autorů tvrdí, že investoři je dají definovat mnoha pojmy, nicméně „racionální“ jistě ne. Mohou mít sice dostupné informace, nicméně jak již bylo uvedeno v předchozí kapitole, záleží především na tom, jak je investoři využijí. Schiller uvádí první, v praxi často vídaný fenomén, který tuto tezi vysvětluje. Nazývá to „price-to-price feedback theory“. Když spekulativní ceny jdou nahoru a vytváří úspěch pro jednu skupinu investorů, ruku v ruce se s tím nese zvýšený zájem dalších investorů a obecné veřejnosti. Lidé o tom mluví a někteří se rozhodnou do toho investovat také. Lidé často hledají důvody pro opodstatnění těchto nečekaných růstů, i když tam nutně žádné racionální důvody být nemusí. Spíše si přejí, aby zde určité důvody byly a oni si tak mohli racionálně opodstatnit své iracionální chování. Vznikají tak nové populární investice a zvýšený zájem veřejnosti o toto investiční aktivum vede ke zvýšeným cenám, tedy k další vlně růstu. Pokud tento trend není narušen, může produkovat další vlny růstu cen a tvorbu tzv. spekulativních bublin, ve kterých se odráží očekávání k dalšímu růstu, jakkoli se to již zdá nelogické, nepravděpodobné a odtržené od své vnitřní férové hodnoty. Je vždy individuální u každé bubliny, jak moc mohou ceny stoupat do nebes, ale nakonec bublina vždy praskne, protože ceny jsou již neudržitelné nebo investoři konečně odhalí jejich iracionální, přehnaný růst. Následně nastane opačný trend, kdy jsme svědky prudkých poklesů a návratu cen do svých zdravých hodnot. Zajímavým faktem je, že v těchto dobách mohou ceny klesat stejně iracionálně přehnaně jako tomu bylo

v případě růstu. Investoři jednoduše ve svých jednáních často přehánějí a interpretují dostupné informace zbytečně přehnaně, ať už příliš pozitivně či extrémně negativně.

Pompian (2021, s. 19) uvádí několik dalších faktorů, které mohou způsobit chyby v uvažování investorů a mohou mít negativní dopad na jejich investování a potenciální ztráty. Tvrdí, že představitelé behaviorálních financí byli schopni odhalit mnoho psychologických vlastností, které mnoho investorů v praxi spojuje. Těmto vlastnostem se pak říká „behaviorální předsudky“ (behavioral biases).

4.9.1 Přehnaný optimismus

Lidé mají sklon své schopnosti zveličovat a přehánět. Většina z nás si myslí, že jsou nadprůměrní. Pokud se například řidičů zeptáte, zda jsou dobří řidiči, přibližně 80 % u nich odpoví že ano. Pokud se zeptáme třídy studentů, zda si myslí, že test dokončí mezi nejlepšími 50 %, zhruba 80 % odpoví, že právě oni. Zjištění konzistentního přehnaného optimismu vyplývá z množství psychologických předsudků, jako je iluze kontroly (illusion of control) či předsudek sebepřisuzování (self-attribution bias). Příliš často jsou lidé oklamání náhodností. Lidé cítí, že mají situaci pod kontrolou mnohem častěji, než je ve skutečnosti pravda. (Pompian, 2021, s. 19)

4.9.2 Nadměrné sebevědomí

Pompian (2021, s. 21) dále uvádí, že nejenže jsou lidé obvykle příliš optimističtí. Jsou také příliš sebevědomí. Lidé mají sklon nadhodnocovat pravděpodobnost, že mají pravdu či je jejich odhad správný, a díky tomu jsou překvapení častěji, než si myslí nebo předpokládají. Statisticky řečeno, lidé mají příliš úzké intervaly spolehlivosti neboli konfidenční intervaly. Tato skutečnost se označuje jako „špatná kalibrace“ (poor calibration).

4.9.3 Iluze kontroly

Tato mentální problém se odvíjí jednak z příliš velkého optimismu a také z přehnaného sebevědomí. Někteří z nás mají tendence důvěřovat sami sobě natolik, že uvěří, že mají schopni na to, kontrolovat či ovlivnit určitý vývoj, i přestože to ve skutečnosti není pravda. Problém je v tom, že si investoři pletou kontrolu, kterou mají, tedy nad investicemi, které uskutečnili, s kontrolou, která jim chybí, a to ad

výnosy ze svých uskutečněných investic. Výsledkem je to, že lidé mají tendence obchodovat příliš často a příliš spekulativně. (Pompian, 2021, s. 22)

4.9.4 Sebepřisuzování

Pompian (2021, s. 25) objasňuje jen dobře známou lidskou vlastnost. Často, když se něco podaří, máme tendence přisuzovat to sami sobě, resp. našim skvělým schopnostem, odhadu či znalostem. Pokud se však stane něco negativního, máme sklon svádět to na náhodu či externality. Důvodů pro toto jednání může být více. Nicméně nepochyběn e jedná o potřebu udržet si vlastní hrdost, pohladit své ego a také potřebu udržet si reputace v sociální skupině. Investoři postižení tímto předsudkem se mohou po období úspěšného investování (například jeden či dva roky) domnívat, že jejich investiční úspěch je způsobem jejich investorskou bystrostí spíše než faktory mimo jejich kontrolu, jakými jsou štěstí či náhoda. Toto chování se však do budoucna může přenést v podobě ignorování rizik a přílišné lehkovážnosti, tedy ve zvýšené pravděpodobnosti ztráty.

Schiller (2014) na závěr doplňuje, že spolupráce mezi odvětvím financí a sociálních věd, kterou dnes známe pod pojmem „behaviorální finance“ vedla k značnému prohloubení znalostí finančních trhů. Pochopitelně se nejedná o novou, převratnou metodu, jak rychle a efektivně vydělat velké množství peněz. Neměli bychom očekávat, že účastníci trhu se budou mýlit pořád a snadné investiční příležitosti budou dostupné nepřetržitě. Nicméně bez jakýchkoli pochyb můžeme konstatovat, že trhy bývalý často velmi iracionální a příležitostí pro výnosy nad průměrem trhu lze najít mnoho.

5 Faktory ovlivňující výsledek investování

Tato kapitola plynule navazuje na Teorii behaviorálních financí, jež byla v předchozí kapitole ze všech investičních přístupů uvedena záměrně jako poslední. Jak je totiž zkušených investičních specialistům dobře známo, ani sebelepší portfolio nemůže dosáhnout úspěchu, pokud během jeho existence činí investor chyby. Ne nadarmo existuje přísloví: „největším nepřítelem investora je investor sám“. Tato kapitola pojednává o několika základních předpokladech, jež je třeba dodržet, obecných doporučeních k zajištění úspěchu portfolia, a také uvádí varování, kterým je dobré se vyhnout, pokud chce investor na konci investičního horizontu realizovat zisk a nikoli ztrátu. Dále bude tato problematika rozvedena v praktické části.

5.1 Volba vhodné instituce

Kohout (2018, s. 179) doporučuje pečlivě zvážit, zdali společnost, které hodláme svěřit své finance, je náležitě licencována a registrována. Tvrdí, že i když největší éra podvodů v ČR je již za námi, opatrnosti není nikdy dost. Doporučuje dávat pozor především na zahraniční subjekty, jež jsou registrována v podezřelých jurisdikcích, včetně Dubaje, Japonska atp. Doplňuje však, že toto je pouze nutné, nikoli však dostačující podmínka.

5.2 Předčasné vyhodnocování výkonnosti

Tůma (2019, s. 138) uvádí, že nedílnou součástí údržby portfolia je sledování a vyhodnocování výkonnosti, nicméně mnoho investorů toto vyhodnocování provádí až příliš horlivě. V těžkých chvílích je třeba pamatovat na své původní cíle a investiční horizont a nečinit ukvapená rozhodnutí, jež se ve finále nemusí vyplatit. Pokud nastane něco opravdu vážného, je dobré do portfolia zásah udělat. Nicméně v případě menších korekcí je tato reakce přehnaná a může způsobit zbytečné ztráty.

5.3 Dokupování při poklesech

Jedním ze základních doporučení investičního poradce směrem ke klientovi je, provádět tzv. průměrování nákladů. Jak vysvětluje Syrový (2022, s. 110), toto lze provádět dvěma způsoby. Prvním je nastavení pravidelné investice, kde se nakupují další aktiva v pravidelných intervalech nehledě na to, jaká je aktuální situace na trhu. Druhým způsobem, především u realizace původně pouze jednorázově investice, je další jednorázové dokoupení ve zvolený okamžik. Díky tomuto přístupu sedá následně otočit nepříznivou situaci v náš prospěch a vydělat. Jakmile se ceny vrátí zpět do svých původních hodnot, vyděláme o to více, protože nákupní cena při druhém nákup byla výhodnější než ta původní.

5.4 Rebalancování portfolia

Rebalancování investičního portfolia je v praxi pokročilejší službou, kterou ne všichni investiční poradci klientům zajišťují, nicméně za určitých okolností je vhodné jej provádět. Gladiš (2022, s. 176) definuje rebalancování jako úpravu aktuálního portfolia do dlouhodobého cílového stavu, jenž označujeme jako strategická alokace aktiv, a to z důvodu pohybu tržních cen držených investičních aktiv. Jedná se taktéž o revizi cílových vah jednotlivých tříd aktiv kvůli změnám v investičních cílech investora, novým překážkám nebo kvůli změnám v očekávání budoucích výnosů investovaných aktiv. Portfolio management, resp. proces řízení investičního portfolia by neměl být nikdy považován za dokončený. Jakmile jsou finanční prostředky prvotně podle plány zainvestovány, začíná fáze monitorování a aktualizování statutu portfolia a potřeb investora. Součástí monitorovacího procesu je hodnocení výkonnosti portfolia a srovnání dosažených výsledků relativně k očekáváním a požadavkům.

Stupavský (2020, s. 106) doplňuje, že v praxi se můžeme setkat se dvěma typy rebalancování. Prvním z nich je tzv. kalendářní rebalacování, které probíhá na periodické bázi, například měsíčně, kvartálně či ročně, nebo také rebalacování burzovních indexů. Druhým typem je rebalancování, které v určitých periodách neprobíhá a je prováděno dle aktuální situace a časových možností investorů.

II. Aplikační část

Aplikační část práce bude tvořena čtyřmi hlavními kapitolami, jež budou dále rozvíjeny v dílčích podkapitolách. Tato struktura je volena tak, aby co nejvíce odpovídala reálnému prostředí investičního poradenství a co nejvíce reflektovala postup, kterého by se kvalitní investiční poradce při své práci měl držet.

Není například možné poskytnout konkrétní investiční doporučení předtím, než je znám rizikový profil klienta. Tento profil je třeba nejprve vytvořit na základě investičního dotazníku a dalších důležitých informací od klienta zjištěných. Je nutné přihlédnout například i k přístupu klienta k jednotlivým tržním situacím, jeho zkušenostem, likvidním rezervám apod.

Nedávalo by také smysl doporučovat klientovi konkrétní investiční nástroje (akcie, podílové fondy, deriváty apod.) a porovnávat jejich poplatky, historické výkonnosti, likviditu a rizika předtím, než klient sdělí svůj investiční záměr, své cíle, které chce investováním dosáhnout, a další specifické individuální požadavky.

Proto je struktura aplikační části tvořena logickou praktickou posloupností, tedy takto:

1) Stanovení rizikového a investičního profilu klienta.
2) Analýza vybraných podílových fondů na českém trhu.
3) Tvorba investičních portfolií na základě rizikového profilu firmy.
4) Doporučení a předpoklady, na základě kterých bude investiční portfolio úspěšné a splní očekávání investora.

Vzhledem k tomu, že práce operuje s fiktivní společností, budou určité části stanoveny jako výchozí předpoklady dle rozhodnutí autora. Autor se bude snažit co nejvíce přiblížit častým volbám a preferencím většiny klientů v praxi. Není pochopitelně možné generalizovat každou klientovu odpověď, cíl a požadavek na každého jednoho klienta v ČR, nicméně zkušení finanční a investiční poradci se v praxi často setkávají s určitými vzorci chování a požadavků klientů. Tyto vzorce by bylo obtížné exaktně statisticky kvantifikovat, protože záleží i na regionu, demografické skupině, výchově, celkovém majetku apod., nicméně byly autorem vypozorovány při mnoha příležitostech po dobu jeho třináctileté praxe v oboru.

6 Stanovení rizikového a investičního profilu klienta

Tato kapitola bude členěna do dvou částí. Nejprve se bude zabývat investičním dotazníkem, jež je v rámci české legislativy nutnou součástí uzavření investičního produktu. Následně v druhé části budou doplněny další důležité informace, které se v současných investičních dotaznících investičních společností standardně neobjevují, nicméně i přesto jsou pro kvalitu investičního portfolia a efektivity jeho nastavení velmi důležité, a investiční poradce by je měl zjistit při rozhovoru s klientem.

6.1 Investiční dotazník

Investiční dotazník je klíčovým dokumentem při sestavování investičního portfolia. Poskytuje investičním poradcům a institucím potřebné informace k tomu, aby mohli navrhnout a doporučit vhodné investice, které odpovídají individuálním potřebám, cílům a finanční situaci klienta. V České republice je vyplnění investičního dotazníku regulováno právními předpisy a je nutné ho vyplnit při sjednání investiční smlouvy, jako je například investování do akcií, podílových fondů a dalších burzovních nástrojů.

V České republice je vyplnění investičního dotazníku regulováno zákonem o podnikání na kapitálovém trhu a navazujícími vyhláškami České národní banky. Tyto normy stanovují, že investiční zprostředkovatelé a poradci musí před poskytnutím investičních služeb získat od klienta veškeré relevantní informace v rámci vyhodnocení jeho investičního profilu. Tyto náležitosti jsou nezbytné pro zajištění ochrany investora a minimalizaci rizik spojených s nevhodnými investicemi.

Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, (dále jen „ZPKT”) upravuje poskytování investičních služeb v oblasti kapitálového trhu, ochranu kapitálového trhu a investorů a veřejnou nabídku cenných papírů. Zákon mimo jiné stanovuje, že poskytovatel hlavní investiční služby „investiční poradenství týkající se investičních nástrojů” je povinen od zákazníka získat nezbytné informace v rozsahu, který mu umožní vyhodnotit, zda poskytnutí této hlavní investiční služby, v rámci toho i poskytnutí rady ohledně investičního

nástroje nebo provedení obchodu s investičním nástrojem, odpovídá finančnímu zázemí zákazníka, jeho investičním cílům a odborným znalostem a zkušenostem potřebným pro pochopení souvisejících rizik.

6.1.1 Vývoj investičního dotazníku

V posledních třiceti letech prošel investiční dotazník značným vývojem. Stejně jako v oblasti pojišťovnictví či hypotečního bankovnictví je v České republice jasně patrný dynamický vývoj, inovace a zvyšování kvality poskytovaných služeb.

U problematiky investičních dotazníků je třeba konstatovat, že starší investiční dotazníky z dnešního pohledu neposkytovaly dostatečně kvalitní otázky a způsob vyhodnocování výsledného rizikového profilu. Otázek v nich bylo jen několik, často nebyly logicky a fakticky kvalitní a nebylo možné na základě nich spolehlivě stanovit rizikový profil s vysokou vypovídací hodnotou. Pro ilustraci je v příloze uveden investiční dotazník investiční společnosti Generali Investments CEE, a.s. z roku 2001.

Díky vývoji, a především České národní bance, která dohlíží nad českým finančním trhem, byly na investiční společnosti kladeny čím dál vyšší nároky na kvalitu služeb a profesionalitu. Díky těmto tlakům jsou dnešní moderní investiční dotazníky značně komplexnější a kvalitnější. Počítají s váhami (rozdílnou důležitostí jednotlivých otázek a odpovědí) a dotazují se potenciálního klienta na značně širší škálu informací. Pro ilustraci je v příloze uveden investiční dotazník investiční společnosti Conseq Investment Management, a.s. z roku 2009.

Tento trend je obecně považován za jednoznačně správný, nicméně má i své nedostatky. V praxi dnes můžeme pozorovat i jisté extrémy, které byly jistě zavedeny s dobrým úmyslem, nicméně ve výsledku nejsou efektivní a dle názoru autora ani správné. Příklad těchto extrémů je například investiční dotazník platformy Edward Invest, spravovaný investiční společností WOOD Retail Investments a.s.

V dotazníku platformy Edward Invest je hned první otázka formulována takto:

Označil/a bych se za:

- velmi opatrného investora,
- opatrného investora,
- odvážného investora,
- velmi odvážného investora.

Tato formulace v praxi představuje problém především proto, že přehnaně nabádá klienty k neadekvátní konzervativnosti. To má následně za výsledek nesprávně nastavenou alokaci dynamických / konzervativních nástrojů, a tedy i nižší výnosy pro klienta.

Můžeme však na první pohled namítat, že otázka k ničemu nenabádá. Jsou zde dvě možnosti pro konzervativní volbu a dvě možnosti pro dynamickou. Problém však spočívá v tom, že česká populace je známa svým konzervativním založením a ve většině případě má tendenci na tuto otázku odpovědět konzervativně. Lidé ji nejsou schopni zasadit do správného kontextu. V důsledku toho nastávají absurdní situace, kdy například při sjednání nové investiční smlouvy za účelem pravidelného investování na důchod s investičním horizontem 40 let (klientovi je např. 30 let) výsledný profil klientovi neumožní investovat dynamicky, navzdory tomu, že při pravidelné investici a velmi dlouhodobém horizontu (40 let) je to dle obecně uznávaných doporučení zkušených odborníků a na základě historických dat jednoznačně nejvhodnější cesta.

Další z pohledu autora velmi nešťastnou otázkou je tato:

Do kterých investičních nástrojů jste během posledních 5 let investoval? (vyberte i více možností):

- Nemám žádnou zkušenost s investičními produkty.
- Státní nebo podnikové dluhopisy.
- Podílové fondy nebo ETF.
- Akcie.

Zde nejde ani tak o formulaci, jako spíše o její efekt na výsledný investiční profil, a tedy investiční možnosti pro klienta. Pokud klient zvolí první možnost, tedy „Nemám žádnou zkušenost s investičními produkty“, opět bude diskvalifikován z možnosti investovat čistě dynamickou strategií. Pokud budeme uvažovat stejný výše uvedený případ (mladý člověk 30 let, investiční horizont 40 let, pravidelná investice), nedává z pohledu investičního poradce takováto diskvalifikace smysl.

Rolí kvalitního investičního poradce je klientovi vše vysvětlit, provést ho celým procesem a být zde pro něj v během celé doby trvání investice. Měl by klienta vzdělávat, zvyšovat jeho investiční gramotnost a objasnit veškeré náležitosti investiční smlouvy, historického vývoje, finančních bublin, krizí a makroekonomických faktorů, jež mají na jeho investici vliv.

Autor je tedy pevně přesvědčen, že i klient, který doposud neměl s investováním zkušenosti (z důvodu nezájmu, nedostatečných finančních prostředků či nízkého věku) je způsobilý k dynamickému investování, pokud zná veškerá rizika a má po svém boku spolehlivého poradce, se kterým se o svém investování pravidelně radí a který ho také svými vědomostmi a doporučeními chrání před jeho vlastními chybami.

Tyto řádky neslouží ke kritice politiky České národní banky a jejích nařízení nebo ke kritice jednotlivých investičních společností. ČNB a investiční společnosti musí předpokládat, že ne každý klient má svého kvalitního investičního poradce. Mnoho klientů investuje individuálně a s nikým svá rozhodnutí nekonzultuje. V tomto případě je jistě vhodnější o něco vyšší konzervativnost než dynamičnost. Ušlé zisky v podobě nižšího výnosu u konzervativní strategie je rozhodně menší zlo než ztráta poloviny či dokonce sta procent investované částky při volbě příliš dynamické strategie.

Tato část slouží pouze k vysvětlení jednoho důležitého faktu. Pouhé vyplnění investičního dotazníku není jediným dostačujícím opatřením před volbou výsledného investičního portfolia. Je třeba jednotlivé body zasadit do kontextu a zjistit další důležité informace pro správné a kvalitní vyhodnocení celkového profilu investora.

6.1.2 Struktura moderních investičních dotazníků

Moderní investiční dotazníky bývají zpravidla děleny do několika částí:

1. **Osobní a finanční údaje –** Zahrnuje základní informace o klientovi, jako jsou věk, rodinný stav, zaměstnání, příjem a majetek.
2. **Investiční cíle a horizont –** Toto je pravděpodobně nejdůležitější část, kde klient definuje svůj investiční záměr. Například spoření na důchod, nákup nemovitosti, vzdělání dětí nebo zajištění finanční rezervy.
3. **Tolerance k riziku –** Zde nalezneme otázky týkající se jeho přístupu k riziku, reakcí na tržní výkyvy a schopnosti snášet potenciální ztráty.
4. **Investiční zkušenosti a znalosti –** Tato část dotazníku je zaměřena na úroveň znalostí a zkušeností klienta s investičními nástroji.
5. **ESG preference –** Doplňkovou částí dotazníků bývá zjištění klientovy preference zaměření ESG (Enviromental and Social Governance). Investiční společnosti dnes nabízejí i strategie, které alokují klientovy prostředky pouze do společností, které splňují moderní ESG kritéria.

Důležité je zmínit, že neexistuje jednotná forma investičního dotazníku pro každého poskytovatele investičních služeb. Česká národní banka stanovuje obecný rámec a jednotlivé důležité body, které musejí být splněny. Nicméně finální podoba investičního dotazníku je v režii poskytovatelů investičních služeb. Proto se setkáváme s odlišnou podobou investičních dotazníků u jednotlivých investičních společností. Z toho důvodu je také teoreticky možné, aby stejný klient se stejným přístupem byl vyhodnocen s lehce odlišným investičním profilem. Rozdíly by neměly být výrazné, nicméně do určité míry odlišné být mohou.

Zajímavým faktem je také odlišnost postupu při poskytování služby „Investiční poradenství“ a „Přijímání a předávání pokynů“. Legislativní i faktická odlišnost je patrná již z názvů obou služeb. Nicméně z pohledu běžného spotřebitele jsou rozdíly téměř nepodstatné. Lidé chtějí své finance rozumně investovat a zpravidla jim jen velmi málo záleží na tom, na základě jaké zákonné služby je to technicky provedeno. Při poskytování služby „Přijímání a předávání pokynů“ je možné vyplnit investiční dotazník, ale následně zvolit možnost volby vlastní strategie na základě vlastního uvážení, nikoli na základě výsledku investičního dotazníku. Což de facto z části popírá

význam celého vyplňování. Vyšší odpovědnost je zde na straně klienta a nižší na straně poradce, neboť touto volbou klient říká: „vyplnil jsem sice investiční dotazník, avšak výsledný investiční profil ignoruji a chci investovat dle svého uvážení“.

6.2 Investiční profil modelové společnosti

Jak již bylo zmíněno, investiční dotazníky budou pro účely této práce vyplněny modelově a budou reflektovat typické odpovědi, se kterými se autor v praxi nejčastěji setkává. Cílem tohoto postupu je vystihnout jakéhosi typického klienta. V praxi se pochopitelně nedá říct, že každý jeden klient dotazník vyplnil stejně, protože každý investor má například odlišné historické zkušenosti, nicméně především v sekci „Tolerance k riziku“ jsou odpovědi velmi často totožné či hodně podobné.

Pro účely práce budou použity již zmíněné dotazníky investičních společností Generali Investments CEE, a.s., Conseq Investment Management, a.s. a platformy Edward Invest.

Kompletní vyplněné dotazníky jsou k nalezení v příloze práce. V této kapitole bude okomentovány a blíže rozebrány výsledné investiční profily a také vybrané jednotlivé odpovědi, které mají vysoký vliv na sběr důležitých informací a tvorbu samotných investičních portfolií.

6.2.1 Persona investora

Investiční dotazníky byly vyplněny z pozice majitele fiktivně společnosti.

Zde jsou zásadní povahové vlastnosti, zkušenosti a vstupní údaje, na základě kterých byly dotazníky vyplněny:

1. Nemá příliš obsáhlé zkušenosti s investováním. Pouze na doporučení známých zkusil v minulosti investovat nižší statisíce do vybraných akciových titulů na burze. Nakoupil kombinace tuzemských akcií (ČEZ, Komerční Banka, MONETA Money Bank) a zahraničních (Microsoft, NVIDIA, Pfizer, Meta). Nebyl v tom žádný systém. Slyšel od známých, že tyto akcie jsou kvalitní, a měl přebytečné likvidní rezervy, proto se rozhodl tyto akcie nakoupit.

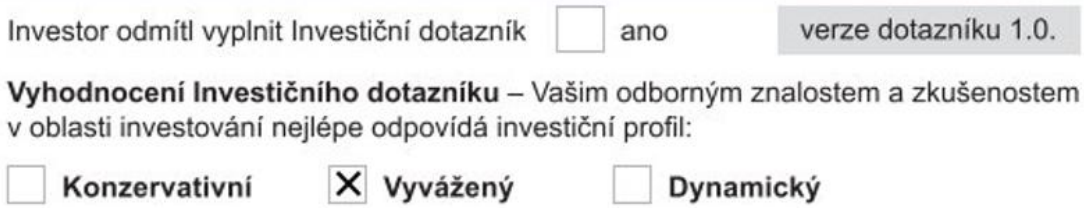
2. Přehled o dostupných investičních nástrojích má jen velmi základní. Ví, co je dluhopis, podílový fond, spořící účet, termínovaný vklad, stavební spoření či penzijní připojištění, avšak nedokáže popsat vlastnosti a rizika těchto produktů. Proto se v minulosti rozhodl právě pro akcie, protože jejich vlastnosti zná nejlépe ze všech finančních investičních nástrojů.
3. Nemá odborné vzdělání v oboru. Nestudoval ekonomickou vysokou školu, nevěnoval čas samostudiu a informace o investování čerpal spíše od známých nebo občasným přečtením článku na internetu.
4. Má dle svého uvážení dostatečně vysoké likvidní rezervy, se kterými může v příštím letech počítat. Tyto rezervy má rozvrženy pro své osobní potřeby i pro potřeby společnosti. Pro účel investování je nyní připraven vyčlenit zvolenou částku a nepředpokládá, že by do investice zasahoval před koncem zvoleného investičního horizontu. Zároveň však chce mít možnost výběru do jednoho měsíce, pokud by nastala nečekaná událost a byl nucen tuto akci navzdory původně stanovenému plánu provést.
5. Tato investice představuje pouze cca 15 % podíl na jeho celkovém majetku. Firma již delší dobu generuje stabilní příjmy a má navázány dlouhodobé strategické spolupráce. Nemusí proto investovat čistě konzervativně. Navíc jeho cílem je dosáhnout zajímavého zhodnocení, nikoli pouze ochrany před inflací. Je plně ztotožněn s faktem, že kdyby jeho investice na konci zvoleného investičního horizontu nedosáhla požadovaného zhodnocení, bude žádoucí investiční horizont prodloužit a nechat investované peníze pracovat déle, než byl původní odhad. Vzhledem k tomu, že tato investice představuje pouze cca 15 % z celkového majetku, je ochoten akceptovat určité kolísání. Toto kolísání by však neměl přesáhnout 20 %.
6. Stávající finanční portfolio obsahuje cca 20 % úvěrových závazků, vztaženo z měsíčním příjmům. V osobní rovině se jedná o menší hypoteční úvěr, který je již téměř splacen a jehož měsíční platba představuje cca 5 % z osobních měsíčních příjmů. Dále existují menší podnikatelské úvěry na provoz firmy, které však také nejsou výrazné. Představují cca 15 % z celkového obratu firmy.

7. Nemá preference ohledně ESG. Je si vědom důležitosti této problematiky v dnešním světě, nicméně jeho hlavním cílem je efektivní fungování jeho investičního portfolia a nechce být ESG kritérii limitován.
8. Nedokáže v této chvíli s jistotou určit, zda bude chtít celé investiční portfolio po dosažení investičního horizontu zlikvidovat. Bude záležet na aktuální situaci, jeho osobních potřebách a potřebách firmy. Může nastat situace, že portfolio nebude vybírat a nechá jej dále pracovat až do té doby, kdy pro tyto prostředky bude mít konkrétní využití. Dále může také nastat situace, že vybere např. polovinu prostředků a zbylé finance nechá dále pracovat.

Po implementaci těchto vstupních dat do zvolených investičních dotazníků můžeme učinit následující závěry:

1. **Dle investičního dotazníku Generali Investments, CEE, a.s. je klientův investiční profil vyhodnocen jako „Vyvážený“.**

Obrázek 3: Vyhodnocení rizikového profilu dle Generali Investments, CEE, a.s.


Investor odmítl vyplnit Investiční dotazník ☐ ano verze dotazníku 1.0.

Vyhodnocení Investičního dotazníku – Vašim odborným znalostem a zkušenostem v oblasti investování nejlépe odpovídá investiční profil:

☐ **Konzervativní** ☒ **Vyvážený** ☐ **Dynamický**

Zdroj: Vlastní zpracování.

Tento výsledek je způsobem kombinací zkušeností s akciovým (dynamickým) investováním a nezkušeností s ostatními druhy investičních nástrojů.

Zde můžeme pozorovat zastaralost a nekomplexnost tohoto investičního dotazníku, jak již bylo uvedeno. Dotazník například vůbec neřeší klientovu toleranci ke stupni negativní volatility a jeho reakce při těchto negativních situacích. Neověřuje reálnou znalost zvolených investičních nástrojů, nezkoumá preference ochrany před inflací vs. dosažení reálného výnosu a neposkytuje pomocnou ruku v podobě grafického znázornění vývoje jednotlivých portfolií. Což může být naprosto zásadní, protože mnoho klientů si nedokáže názorně představit jednotlivé možné scénáře.

2. **Díky komplexnějšímu investičnímu dotazníku Conseq Investment Management, a.s. můžeme o klientovi zjistit další důležité informace. Například jeho schopnost nést ztráty a maximální toleranci rizika.**

Obrázek 4: Vyhodnocení rizikového profilu dle Conseq Invest. Management, a.s.

VYHODNOCENÍ TESTU VHODNOSTI (VYPLNÍ INVESTIČNÍ KONSULTANT DLE NÁVODU K VYHODNOCENÍ):

Investiční profil	Test přiměřenosti	Příjmy a závazky	Majetek	Investiční horizont	Účel a vztah k riziku
Žádné investiční nástroje	< 0	<= 0	0	0	<= 0
Krátkodobé investice	0+	1	0	0	1
Konzervativní až příjmový profil	4+	1	0	1	2 - 3
Vyvážený až růstový profil	9+	2 (min. 1)	1	2 (min. 1)	4 - 5 (min. 3)
Dynamický profil	13+	3+ (min. 2)	2+	3 (min. 2)	6+ (min. 5)
Výsledky jednotlivých částí testu	10	3	1	2	5

Za vhodný může být vybraný investiční profil považován pouze tehdy, pokud jsou výsledky dotazníku alespoň tří z pěti hodnocených oblastí ve vybraném nebo rizikovějším profilu. Je-li pro některou z oblastí požadován pro určitý profil minimální výsledek dotazníku, musí být toto minimum splněno, jinak nemůže být vybraný investiční profil považován za vhodný ani v případě, že je splněna první podmínka.

VYHODNOCENÍ CÍLOVÉHO TRHU, DO KTERÉHO ZÁKAZNÍK PATŘÍ (VYPLNÍ INVESTIČNÍ KONSULTANT DLE NÁVODU K VYHODNOCENÍ):

Kategorie zákazníka:	neprofesionální	Investiční preference:	růst
Znalosti a zkušenosti:	informovaný investor	Schopnost nést ztráty:	ano
Investiční horizont:	minimálně 5 let	Tolerance rizika:	SRRI max. 6

Zdroj: Vlastní zpracování.

Můžeme vidět, že tento dotazník zkoumá klientův profil podstatně detailněji. Nestanovuje pouze obecné rozdělení profilu na konzervativní, vyvážený a dynamický.

Díky tomuto dotazníku bylo zjištěno, že klient je „**neprofesionální**“ investor, protože nemá dlouholeté zkušenosti, neabsolvoval odborné vzdělání tohoto druhu a ani během své profesní kariéry nepůsobil v relevantním sektoru. Tento fakt však není nijak překvapivým, protože do této skupiny spadá drtivá většina populace.

Avšak navzdory této „neprofesionalitě“ byl klient vyhodnocen jako „**informovaný**“ investor, neboť jeho znalosti jsou na určité úrovni. Nemůžeme sice mluvit o profesionalitě a stoprocentním přehledu, nicméně klient není ani zcela neznalý a dokázal správně odpovědět na kontrolní vědomostní otázky.

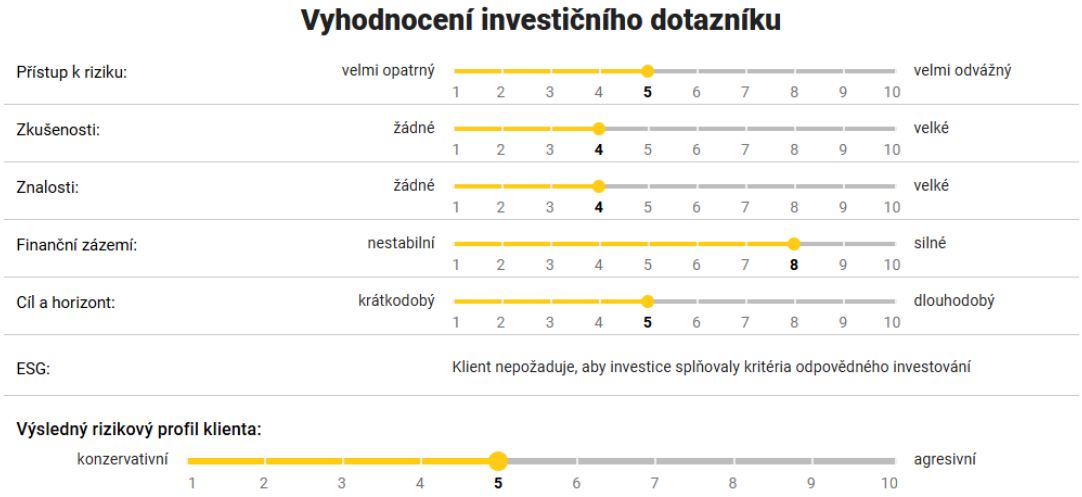
Na základě vyhodnocení vstupních dat byl také klientovi doporučen investiční horizont **minimálně 5 let**. Odůvodnění a detailnější komentář bude učiněn ve finální části práce při tvorbě investičních portfolií.

S předchozím bodem úzce souvisí tolerance k riziku, která byla dle tohoto dotazníku definována do kategorie „**SRRI max. 6**“. Tato kategorie se vztahuje k volatilitě

investičního portfolia a možným tržním poklesům. Odůvodnění a detailnější komentář bude taktéž učiněn ve finální části práce.

3. **Investiční dotazník platformy Edward potvrdil klientům „Vyvážený“ profil.**

Obrázek 5: Vyhodnocení rizikového profilu dle platformy Edward Invest



Zdroj: Vlastní zpracování.

Platforma Edward Invest k problematice přistupuje velmi podobně jako Conseq Investment Management, a.s. Neřeší však jednotlivé sekce (kategorie zákazníka, investiční horizont, toleranci rizika atd.). Namísto toho určuje pouze jedno výsledné hodnocení, na základě kterého musí investor postupovat, pokud chce u této platformy investovat.

Toto hodnocení slouží opět k ochraně klienta. Klient nemůže zvolit strategii, která neodpovídá jeho rizikovému profilu. Pokud např. spadá do kategorie 5 z 10, jako je tomu v našem případě, platforma poskytuje toleranci pouze jednoho bodu. Nejdynamičtější strategie, kterou může klient zvolit, je tedy 6 z 10. Opačným směrem však žádné omezení není, protože i dynamický klient může investor konzervativně. Avšak konzervativní klient by měl být při dynamickém investování opatrnější. Detailnější popis a závěry na základě tohoto přístupu bude rovněž učiněny ve finální části práce.

Důležitým zjištěním díky vybraným investičním dotazníkům je fakt, že klient svým zaměřením nejvíce spadá do „**Vyvážené**“ kategorie. Neměl by tedy investovat čistě dynamicky. Pokud by chtěl, rozhodnutí je na něm. Nicméně měl by si být velmi dobře

vědom veškerých rizik. Nedávalo by také smysl tvořit čistě konzervativní portfolio, protože klient chce dosáhnout určitého reálného výnosu nad míru inflace.

6.3 Důležité doplňující informace

Investiční dotazník je velmi důležitou náležitostí při komunikaci s potenciálním investorem. Nicméně neobsahuje veškeré důležité otázky, které by měly být položeny, aby mohlo být vytvořeno vhodné a efektivní investiční portfolio. Je nutné vzít v potaz i další oblasti.

6.3.1 Překročení investičního horizontu

Žádný investiční dotazník, který autor během své praxe poznal, se neptá je poměrně důležitou otázku. V případě, že by investiční záměr po dovršení investiční horizontu nebyl zcela naplněn a výkonnost portfolia by nebyla dle představ investora, je investor ochoten nechat portfolio pracovat déle a investiční horizont tak prodloužit? Nebo potřebuje mít vložené prostředky bezpodmínečně dostupné v den dovršení investičního horizontu?

Tato otázka je dle autorova přesvědčení vysoce důležitá, protože jednak umožňuje investorovi lehce zdynamičtit rizikový profil a také ho chrání před případnou ztrátou či stagnací portfolia.

V souladu s teorií ekonomických cyklů a finančních krizí můžeme být svědky propadů na finančních trzích, na které nemůžeme být dopředu připraveni a nemůžeme je z naší pozice běžného investora nijak zásadně ovlivnit. Musíme být srozuměni s faktem, že může nastat situace, kdy se našemu investičnímu portfoliu po několik let bude dařit a s výnosy budeme spokojeni, ale těsně před dovršením investičního horizontu přijde finanční či světová krize, jako byla například pandemie COVID v roce 2020, a akcioví trhy poklesnou během jednoho měsíce o 30 %.

Pokud by investor své finance v tuto chvíli bezpodmínečně potřeboval své finance vybrat, riskuje zklamání z celkového výnosu, jež nemusí dosahovat jeho cíle. Pokud však může nechat své finance zainvestované a vyčká např. 6 či 12 měsíců, rozdíl ve finálním zhodnocení může být v desítkách procent.

Jak již bylo uvedeno dříve, persona klienta je definována tak, že investor má dostatečný příjem a dostatečné likvidní rezervy, aby nebyl na této částce, kterou alokuje do investičního portfolia, závislý. Nestanovuje přesný investiční horizont, po jehož skončení potřebuje peníze ihned vybrat. Počítá spíše s orientačním investičním horizontem cca 5 let. A to z toho důvodu, že není schopen exaktně tuto dobu definovat. Je tedy připraven na situaci, že v případě negativního vývoje na trzích bude třeba prodloužit investiční horizont.

6.3.2 Základní znalosti makroekonomie

Autor v praxi u svých klientů vypozoroval jeden zajímavý vzorec chování. Když mají lidé alespoň základní přehled o makroekonomii, politice, hospodářských cyklech apod., mají podstatně menší náchylnost k ukvapeným, panickým rozhodnutím.

Někteří investoři, kteří nevěnují pozornost světovému dění, trhům, fiskálním a monetárním reakcím na jednotlivé globální situace, mají často iracionální obavy o katastrofický vývoj jejich investičního portfolia a světu jako celku. Často lze z jejich úst slyšet slova o třetí světové válce, kolapsu světové ekonomiky, kolapsu lidské civilizace apod. Tito investoři jsou pak více náchylní k iracionálním, ukvapeným investičním rozhodnutím v průběhu trvání investice. Tato rozhodnutí mohou vést ke ztrátám a zklamání, navzdory tomu, že jejich investiční portfolio je sestaveno kvalitně.

Je třeba tedy s klientem komunikovat i psychologickou stránku věci, a především ho přesvědčit, že v případě touhy učinit jakákoli důležitá rozhodnutí, týkající se jeho investičního portfolia, měl by se nejprve obrátit na svého investičního poradce a tento krok zkonzultovat. Několikrát se autorovi stalo, že mu volal nejistý klient, který viděl na některé sociální síti krátké video od influencera nebo ekonoma a v panice chtěl své portfolio zrušit. Autor mu trpělivě celou problematiku vysvětlil a klient byl nakonec ještě rád a do portfolia nezasáhnul. A i díky tomu se dnes může těšit z požadovaných výnosů.

Persona klienta je definována tak, aby klient tyto emocionální rozhodnutí nečinil. Pokud by tomu tak bylo, je otázkou, zda by investiční poradce vůbec měl klientovi

investování doporučit. Pokud investor nedisponuje správnou mentalitou a disciplínou, nemusí pro něj být investování vhodné.

6.3.3 Sektorové a regionální preference

Tyto preference mají do jisté míry společný ukazatel s předchozí sekcí. Lidé bývají často nakloněni jednomu či více sektorům a jednomu či více regionům než těm ostatním. V praxi se autor velmi často setkává se situacemi, kdy klient například pracuje v oblasti IT, takže více věří technologickému sektoru a regionu USA, protože zde má sídlo většina velkých technologických firem. Stejný trend je možné pozorovat u lidí ze zdravotnického sektoru, kteří logicky věří zdravotnickým firmám a technologickým firmám, které vyvíjejí nové technologie právě pro oblast zdravotnictví. Servisní technik ve společnosti ČEZ a celoživotní klient České spořitelny bude spíše preferovat investice do energetického sektoru a českého trhu než například do těžařských firem na území Austrálie.

Tyto preference je také důležité znát, protože takto složené portfolio může opět klienta ochránit před emocionálními, ukvapenými rozhodnutími. Když například přijde ekonomická krize a investor pozoruje v médiích a také ve svém okolí negativní atmosféru, může být pro něj velmi pozitivní a uklidňující fakt, že jeho peníze jsou investovány v odvětví a regionu, kterému věří. Takový investor si pak může říct, že i když je všude kolem něj ekonomická krize, tak není třeba zasahovat do jeho investičního portfolia, protože jeho vybrané technologické či zdravotnické firmy tento tlak vydrží a budou dlouhodobě prosperovat.

7 Analýza vybraných podílových fondů na českém trhu

Pro účely analýzy investičních fondů, a tedy i samotnou tvorbu investičních portfolií jsou vybrány tři hlavní a tradiční třídy aktiv, se kterými se v praxi můžeme setkat nejčastěji:

- Akciové fondy.
- Dluhopisové fondy.
- Nemovitostní fondy.

U každé skupiny bychom na trhu našli mnoho a mnoho fondů. Některé společnosti, jako je např. Conseq Investment Management, a.s. či Amundi Asset Management, a.s. jsou schopny klientovi sjednat stovky zahraničních i českých podílových fondů.

Dále zde nalezneme společnosti, jejichž celková nabídka se pohybuje v nižších desítkách fondů. K této skupině patří většina českých bank (Česká Spořitelna, MONETA Money Bank atd.) nebo také Generali Investments CEE, investiční společnost, a.s. Tyto společnosti zpravidla nabízí jeden či dva fondy pro každou třídu aktiv a pro každé regionální či sektorové zaměření.

Nakonec trh doplňují společnosti, které obhospodařují pouze jeden či několik málo fondů. Např. Trigea nemovitostní fond, SICAV, a.s. či ATRIS investiční společnost, a.s.

Vzhledem k tomu, že u každé třídy aktiv na trhu existuje nepřeberné množství produktů, z nichž mnohé jsou postaveny a orientovány zcela odlišně, je třeba zaměřit se na typické, a především porovnatelné zástupce těchto tříd. Dále v rámci objektivity bude zvolen jeden fond poskytovaný velkou mezinárodní investiční společností, druhý poskytovaný velkou českou bankovní korporací, a nakonec třetí poskytovaný českou investiční společností.

7.1 Analýza akciových fondů

Pro analýzu akciových fondů je třeba zvolit fondy se stejnou investiční strategií. Nebylo by rozumné porovnávat například fond s globální akciovou strategií s fondem investujícím do small cap společností v Austrálii. Dle stejného principu také nemůžeme porovnávat fond zaměřený na farmacii s fondem investujícím pouze do průmyslového odvětví. Velmi nepřesné by také bylo srovnávat fondy, z nichž jeden je denominovaný v CZK, druhý v USD a třetí v EUR.

Pro objektivní analýzu je tedy třeba zvolit typického zástupce této kategorie, který se v nabídce investičních společnosti zpravidla objevuje nejčastěji a má napříč trhem stejné, resp. velmi podobné zaměření a vlastnosti. Tímto zástupcem jsou fondy investující dle tzv. globální akciové strategie.

Srovnávanými fondy jsou:

1. Fidelity – World Fund A-Acc-CZK (hedged) (AMUNDI, 2025).
2. ČS TOP STOCKS – otevřený akciový podílový fond (ČESKÁ SPOŘITELNA, 2025a).
3. Generali Fond globálních značek (GENERALI INVESTMENTS, 2025a).

Dále je třeba stanovit, jaká kritéria budou použita pro srovnání těchto fondů. Pro účely této práce je třeba oddělit kritéria, kterými má smysl se zabývat, a kritéria, která v praxi příliš vysoký význam nemají. Odborníci v praxi zpravidla pozorují pouze několik základních vlastností investičních fondů. A tyto základní vlastnosti jsou také ke studiu doporučovány klientům. Tyto údaje jsou přehledné, snadno dohledatelné a relativně dobře uchopitelné.

Mezi tyto ukazatele patří:

- Historický výnos (jakých výsledků fond dosahuje).
- Volatilita (jak intenzivně hodnota NAV fondu osciluje kolem svého průměru).
- Celková nákladovost (kolik klienta stojí služby investiční společnosti).
- Celková hodnota majetku ve fondu (velikost fondu).
- Doba existence (jak dlouho již fond pečuje o finance svých klientů).

Nad rámec těchto zásadních informací jsou zde i další údaje, na které se potenciální investor může zaměřit. Avšak ne každá investiční společnost tyto údaje veřejně

publikuje. Mnohé z těchto údajů jsou pak publikovány spíše ze zvyku, a v praxi jim nebývá přisuzován příliš velký význam. Do jisté míry totiž záleží na jejich interpretaci a individuálním přístupu každého investora.

Mezi tyto další ukazatele patří:

- Srovnávací index.
- Sharpeho poměr.
- Alfa.
- Beta.
- Tracking Error.
- Information Ratio.

Tyto ukazatele pro účely této práce ponecháme opominuty. Dále pro srovnání kvality nebude uvažováno přesné regionální a sektorové rozložení podkladových investic. Klíčem globální akciové strategie je předpoklad, že fond investuje do společností se sídlem v jednotlivých zemích, dle tzv. tržní kapitalizace. Pokud tedy např. trh v USA dosahuje vyšší tržní kapitalizace než Velká Británie, fond do tohoto trhu investuje poměrově vyšší část aktiv. Z toho důvodu můžeme u všech srovnávaných fondů vidět velmi podobné rozdělení. Nadpoloviční zastoupení zde vzhledem k velikosti trhu zastává USA (mezi 60–70 %), následováno dalšími vyspělými zeměmi: Japonsko, Německo, Francie, Velká Británie, Kanada atd. Složení fondu není zahrnuto do rozhodovacích kritérií ze dvou důvodů. Jak již bylo zmíněno, každý portfolio manager do vedení fondu zahrnuje své osobní názory a výhled do budoucnosti. Navíc složení fondu se dynamicky vyvíjí. Portfolio manageři nakupují a prodávají jednotlivé akcie dle aktuální situace na trhu. Není proto možné u dlouhodobě zaměřeného, dynamického fondu určit, zda stav k jednomu konkrétnímu dni je lepší než u fondu jiného.

Pro účely práce se budeme držet prvních pěti základních kritérií, která jsou dobře dohledatelná a navzájem objektivně srovnatelná.

Tabulka 1: Analýza akciových fondů

	Fidelity – World Fund	ČS TOP STOCKS	Generali Fond globálních značek
Výnos za 1 rok	**19,9 % p.a.**	14,94 % p.a.	16,84 % p.a.
Výnos za 3 roky	**9,8 % p.a.**	5,34 % p.a.	9,74 % p.a.
Výnos za 5 let	**11,0 % p.a.**	8,19 % p.a.	9,47 % p.a.
Výnos za 10 let	**10,56 % p.a.**[1]	6,82 % p.a.	7,54 % p.a.
Volatilita (SRI)	**4**	5	**4**
Nákladovost	**2,16 %**	2,27 %	2,34 %
Velikost fondu	**141 mld. CZK**	30,7 mld. CZK	7,5 mld. CZK
Datum založení	**6.9.1996**	28.8.2006	15.11.2001

Zdroj: Vlastní.

Ze srovnání plyne několik závěrů:

1. Nejlepších historických výsledků dosahuje fond Fidelity – World Fund.
2. Fidelity – World Fund a Generali Fond globálních značek dosahují stejné hladiny volatility (4). Fond ČS TOP STOCKS má volatilitu o stupeň horší (5).
3. Nejnižší nákladovost má fond Fidelity – World Fund.
4. Největší objem aktiv ve správě má fond Fidelity – World Fund.
5. Nejdelší historií se může pochlubit opět fond Fidelity – World Fund.

Ze srovnání tedy jednoznačně nejlépe vychází fond Fidelity – World Fund. Rozhodujícími kritérii pak byly především poplatková struktura, volatilita a historické výsledky.

Velikost fondu a délka doby existence nepředstavují nijak zásadní problém. I menší fondy s kratší historií jsou schopny dosahovat kvalitních výsledků. Zde však ve prospěch druhých dvou fondů nepůsobí žádné další oblasti, které by jednoznačný výsledek narušily.

Toto srovnání je činěno ke dni 3.3.2025. Hodnota podílových listů (NAV – Net Asset Value) je aktualizována každý den. Není tedy možné z těchto hodnot vycházet i několik měsíců či dokonce let od tohoto data. Složení fondu a management fee jsou také aktualizovány, nicméně již ne každý den. Složení fondu se vyvíjí na základě operativních rozhodnutí příslušného portfolio managera. Hodnota ročního

[1] Pro CZK třídu fondu, která byla založena v roce 2016, zatím nejsou dostupná data výkonnosti za 10 let. Byla tedy použita data z USD třídy tohoto fondu s delší historií (MORNINGSTAR, 2025).

management fee bývá aktualizována při každoroční aktualizaci oficiálních dokumentů fondu (KIID, Factsheet) v období březen–duben.

7.2 Analýza dluhopisových fondů

V kategorii dluhopisových fondů je situace podobná jako u akciových. Tato kategorie zahrnuje fondy zaměřené čistě na korporátní dluhopisy, dále pak státní dluhopisy, high yield dluhopisy, korporátní dluhopisy firem se sídlem ve střední a východní Evropě, korporátní dluhopisy firem se sídlem v USA či také kombinaci korporátních a státních dluhopisů s různými procentními podíly.

Zorientovat se v této nabídce a srovnávat srovnatelné nemusí být zcela lehké. Pro objektivní analýzu je tedy opět třeba zvolit typického zástupce této kategorie, který se v nabídce investičních společnosti zpravidla objevuje nejčastěji a má napříč trhem stejné, resp. velmi podobné zaměření a vlastnosti. Zaměříme se tedy na fondy investující do korporátních dluhopisů investičního stupně.

Srovnávanými fondy jsou:

1. J&T Bond OPF (J&T BANKA, 2025).
2. Generali Fond korporátních dluhopisů (GENERALI INVESTMENTS, 2025b).
3. Conseq Fond korporátních dluhopisů A (CONSEQ, 2025a).

Kritéria pro srovnání dluhopisových fondů pak volíme stejná, jako tomu bylo v případě fondů akciových, těmito kritérii jsou tedy opět:

- Historický výnos (jakých výsledků fond dosahuje).
- Volatilita (jak intenzivně hodnota NAV fondu osciluje kolem svého průměru).
- Celková nákladovost (kolik klienta stojí služby investiční společnosti).
- Celková hodnota majetku ve fondu (velikost fondu).
- Doba existence (jak dlouho již fond pečuje o finance svých klientů).

Analýza zvolených ukazatelů dluhopisových fondů tedy vypadá takto:

Tabulka 2: Analýza dluhopisových fondů

	J&T Bond OPF	Generali Fond korporátních dluhopisů	Conseq Fond korporátních dluhopisů A
Výnos za 1 rok	**9,69 % p.a.**	5,54 % p.a.	6,72 % p.a.
Výnos za 3 roky	5,84 % p.a.	4,62 % p.a.	**6,45 % p.a.**
Výnos za 5 let	**4,61 % p.a.**	1,71 % p.a.	4,45 % p.a.
Výnos za 10 let	**4,38 % p.a.**	1,91 % p.a.	2,88 % p.a.
Volatilita (SRI)	**2**	**2**	**2**
Nákladovost	**1,2 %**	2,5 %	1,42 %
Velikost fondu	**11,9 mld. CZK**	2,1 mld. CZK	6,5 mld. CZK
Datum založení	**29.11.2011**	1.8.2013	15.1.2013

Zdroj: Vlastní.

Výsledek srovnání zvolených dluhopisových fondů již není tak jednoznačný, jako tomu bylo v případě fondů akciových. Fond J&T Bond OPF můžeme považovat za celkového vítěze, vzhledem k jeho poplatkové struktuře, celkové nákladovosti, o něco delší historii a také lepší historické výkonnosti, která převažuje ve většině uvažovaných časových horizontech, s výjimkou tříletého. Na tomto horizontu byl úspěšnější fond Conseq Fond korporátních dluhopisů A. To by mohlo některé potenciální investory přimět k úvaze o tom, že Conseq Fond korporátních dluhopisů A může být lepší volbou, neboť investice do dluhopisových fondů jsou zpravidla činěny na krátkodobý horizont 3–5 let. Mohli bychom spekulovat, zda Conseq Fond korporátních dluhopisů A je schopen lépe využít postcovidovou ekonomickou situaci a přinášel svým klientům lepší výsledky v příštích několika letech, nicméně stejně tak je možné, že J&T Bond OPF tento rozdíl v příštích 3–5 letech vyrovná a překoná. V tomto roce již dosáhl vyššího zhodnocení o celá 3 %.

Toto srovnání je taktéž činěno ke dni 3.3.2025. Hodnota podílových listů (NAV – Net Asset Value) je také aktualizována každý den. Složení fondu a management fee jsou také aktualizovány, nicméně již ne každý den. Složení fondu se vyvíjí na základě operativních rozhodnutí příslušného portfolio managera. Hodnota ročního management fee bývá aktualizována při každoroční aktualizaci oficiálních dokumentů fondu (KIID, Factsheet) v období březen–duben.

7.3 Analýza nemovitostních fondů

Nemovitostní fondy nemají na českém území vybudovanou tradici jako je tomu u předchozích dvou kategorií. Dnes již najdeme mnoho zástupců této třídy, nicméně většina z nich za sebou nemá dostatečně dlouhou historii, abychom mohli objektivně srovnávat jejich historické výkonnosti. Navíc, nemovitostní trh v posledním desetiletí zažívá zlaté časy a velmi dynamicky roste. Typickým znakem těchto fondů v posledních letech je konzistentní růst a absence jakýchkoli období poklesu hodnoty NAV. Nezkušenému investorovi by tedy tato třída aktiv mohla být vysoce sympatická, protože po shlédnutí grafů s daty historické výkonnosti je na první pohled může zdát, že jsou sázkou na jistotu. V kvalitně diverzifikovaném portfoliu by však nemovitosti měly tvořit pouze část aktiv.

Nejčastějším zaměřením nemovitostních fondů na území ČR jsou průmyslové objekty, administrativní budovy, logistické parky, obchodní centra, hotelové komplexy a rezidenční projekty. Zaměříme se proto na fondy s touto investiční strategií.

Srovnávanými fondy jsou:

1. REICO nemovitostní OPF (ČESKÁ SPOŘITELNA, 2025b).
2. Conseq realitní OPF (CONSEQ, 2025b).
3. Trigea nemovitostní fond (TRIGEA, 2025).

Kritéria pro srovnání nemovitostních fondů pak volíme stejná, jako tomu bylo u předchozích dvou kategorií, těmito kritérii jsou tedy opět:

- Historický výnos (jakých výsledků fond dosahuje).
- Volatilita (jak intenzivně hodnota NAV fondu osciluje kolem svého průměru).
- Celková nákladovost (kolik klienta stojí služby investiční společnosti).
- Celková hodnota majetku ve fondu (velikost fondu).
- Doba existence (jak dlouho již fond pečuje o finance svých klientů).

Analýza zvolených ukazatelů nemovitostních fondů má tedy tuto podobu:

Tabulka 3: Analýza nemovitostních fondů

	REICO nemovitostní OPF	Conseq realitní OPF	Trigea nemovitostní fond
Výnos za 1 rok	4,61 % p.a.	6,23 % p.a.	**6,73 % p.a.**
Výnos za 3 roky	4,59 % p.a.	6,21 % p.a.	**6,97 % p.a.**
Výnos za 5 let	3,47 % p.a.	6,26 % p.a.	**6,48 % p.a.**
Výnos za 10 let	3,20 % p.a.	**4,95 % p.a.**	-
Volatilita (SRI)	**2**	3	**2**
Nákladovost	2,72 %	**1,64 %**	1,79 %
Velikost fondu	**30, 2 mld. CZK**	7,9 mld. CZK	11,8 mld. CZK
Datum založení	**26.2.2007**	1.11.2007	1.3.2019

Zdroj: Vlastní.

Vyhodnocení srovnání nemovitostních fondů je značně náročnější, než tomu bylo v předchozích dvou kategoriích. Není totiž možné stanovit jednoho jasného vítěze. Zde totiž do značné míry záleží na přístupu a preferencích jednotlivých investorů.

Investor, který preferuje především výsledky a nezajímá se tolik o zázemí společnosti, poplatkovou strukturu a další vlastnosti, by pravděpodobně zvolil jako vítěze Trigea nemovitostní fond. Tento fond od svého založení dosahuje značně nadprůměrných výsledků oproti ostatním nemovitostním fondům. Nevýhodou však je, že doba jeho existence není příliš dlouhá a ze srovnávaných fondů je nejmladší. Není tedy možné srovnat jeho výkonnost na desetiletém horizontu. Dalším důvodem k jeho nadprůměrné výkonnosti v posledních 5 letech může být právě jeho krátká historie. Starší a objemnější fondy si s sebou z minulosti nesou aktiva, která byla nakoupena za různých podmínek ještě předtím, než v ČR začal dynamicky stoupat trh s nemovitostmi. Můžeme tedy konstatovat, že Trigea nemovitostní fond zvolil pro své založení ideální dobu. Ať už jsou důvody jakékoli, historické výsledky jsou nakloněny Trigea nemovitostnímu fondu, i když Conseq realitní OPF zaostává pouze o několik desetin procenta.

Pro investora, který preferuje dlouhodobou stabilitu a rozumnou poplatkovou strukturu, se může jako nejlepší řešení jevit právě Conseq realitní OPF. Oproti Trigea nemovitostnímu fondu disponuje s historií 17 let, což v očích mnoha investorů může být rozhodujícím faktorem. Pro tuto volbu hovoří i atraktivnější celková nákladovost, kde klient ušetří 0,15 % ročně, což na dlouhodobém horizontu může hrát značnou

roli, především u nemovitostních fondů. Dlouhodobé průměrné zhodnocení 4,95 % na desetiletém horizontu můžeme u nemovitostního fondu jednoznačně považovat za kvalitní výsledek. Avšak v neprospěch Conseq realitního OPF hovoří jeho vyšší volatilita, která jako jediná ze srovnávaných fondů zde dosahuje hodnoty 3, nikoli 2.

Třetím rozhodujícím faktorem pro některé investory může být velikost fondu a objem majetku, který fond spravuje. Do jisté míry tento ukazatel může být indikátorem prestiže a kvality, protože bychom mohli teoreticky učinit závěr, že když je v některém fondu uloženo větší množství prostředků od investorů, tito investoři pravděpodobně vyhodnotili fond jako kvalitnější. Na základě této úvahy by tedy někteří potenciální investoři mohli preferovat i fond REICO nemovitostní OPF, navzdory jeho výrazně horší celkové nákladovosti a historickým výsledkům. Nicméně z tomto případě se s největší pravděpodobností tento závěr učinit nedá, protože REICO nemovitostní OPF je spravován finanční skupinou České spořitelny, a proto je vysoký objem ve fondu způsobem spíše silou distribuční sítě a marketingem. Autor se v praxi nespočetněkrát setkal s klienty, kteří v tomto fondu měli uloženy finance a prakticky nic o něm nevěděli. Investovali tam, protože měli uloženy peníze na účtu u banky, na základě toho je oslovil bankéř České spořitelny s výzvou k realokaci prostředků do fondu České spořitelny, a tito klienti výzvu akceptovali. Toto rozhodnutí bylo však způsobeno spíše důvěrou v bankéře a celou Českou spořitelnu, nikoli důkladnou analýzou investičních možností. Tento fond byl pro analýzu vybrán záměrně i z toho důvodu, že tato situace a tento přístup u investorů v ČR je velmi častý.

Toto srovnání je taktéž činěno ke dni 3.3.2025. Hodnota podílových listů (NAV – Net Asset Value) na rozdíl od předchozích 2 kategorií bývá zpravidla aktualizována v delších intervalech. Tato frekvence je stanovena ve stanovách jednotlivých fondů. Nejčastější je aktualizace jednou či dvakrát měsíčně. Hodnota ročního management fee bývá taktéž aktualizována při každoroční aktualizaci oficiálních dokumentů fondu (KIID, Factsheet) v období březen–duben.

8 Tvorba investičních portfolií na základě rizikového profilu firmy

V této části budou vytvořeny celkem 4 návrhy investičních portfolií na základě odlišných přístupů, uvedených v teoretické části práce. Budou využita data z předchozích dvou kapitol. Tedy výsledek rizikového profilu investor dle investičních dotazníků, doplňujících informací v rámci jeho investičních preferencí a také analýza vybraných investičních fondů.

Dále budou stanoveny odhady vývoje každého z těchto portfolií.

Nejprve je však třeba stanovit očekávaný výnos jednotlivých tříd aktiv, ze kterých budou portfolia složena. Bližší vysvětlení těchto odhadů pak bude uvedeno v závěrečné kapitole práce „doporučení a předpoklady“.

Očekávaný výnos jednotlivých tříd aktiv

Autor stanovuje předpoklady průměrného ročního výnosu zvolých tříd aktiv takto:

- akciová složka na pětiletém horizontu: +8 % p.a.
- akciová složka na desetiletém horizontu: +8 % p.a.
- nemovitostní složka na pětiletém horizontu: +6 % p.a.
- nemovitostní složka na desetiletém horizontu: +6 % p.a.
- dluhopisová složka na pětiletém horizontu: +5 % p.a.
- dluhopisová složka na desetiletém horizontu: +4 % p.a.
- depozitní složka na pětiletém horizontu: +2,5 % p.a.
- depozitní složka na desetiletém horizontu: +2 % p.a.
- fyzické zlato na pětiletém horizontu: -3 % p.a.
- fyzické zlato na desetiletém horizontu: -2 % p.a.

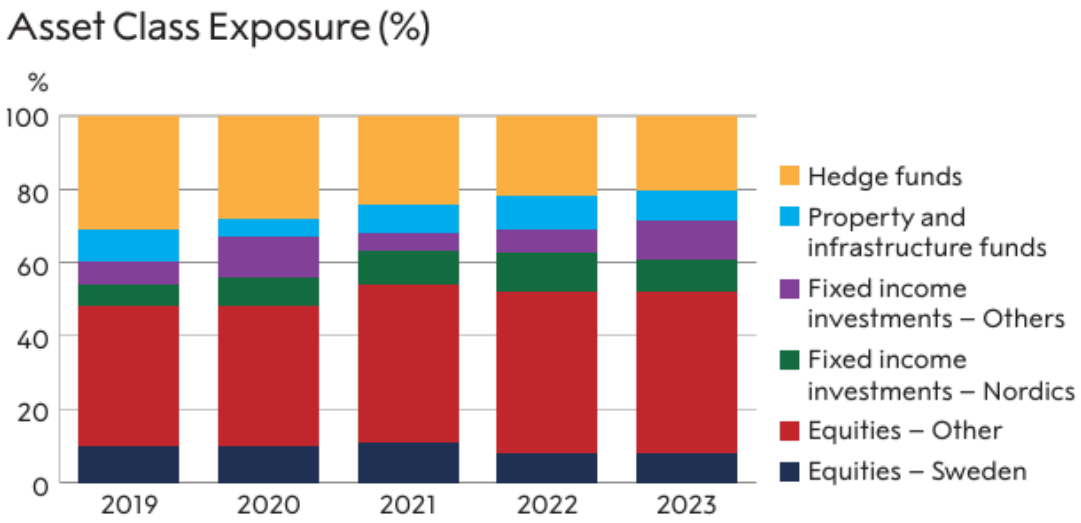
Vzhledem k tomu, že v investičním profilu investora byl zjištěn investiční horizont 5–10 let, budou propočty modelového výnosu vyhotoveny pro spodní hranici (5 let) i horní hranici (10 let).

8.1 Portfolio podle vzoru Nobelovy nadace

Jak již bylo zmíněno v teoretické části práce, akciová složka v portfoliu Nobelovy nadace se v posledních dvaceti letech pohybovala mezi 50–65 %. Složka pevně úročených cenných papírů ve výši 15–20 %, složka hedge fondů mezi od 0 do 25 % a složka nemovitostí od 5 do 20 %.

Aktuální složení a jeho vývoj v posledních letech můžeme zjistit z výroční zprávy Nobelovy nadace.

Obrázek 6 Vývoj složení portfolia Nobelovy nadace



Zdroj: Výroční zpráva Nobelovy nadace

V roce 2023 bylo přesné rozdělení následující:

- 52 % akciová složka
- 9 % nemovitostní složka
- 17 % depozitní složka + hotovost
- 20 % alternativní investice (hedge fondy)
- 2 % zisky z měnového hedgingu

Situace u Nobelovy nadace a našeho modelového investora by neměla být chápána bez rozdílu stejně. Instituce spravující stovky milionů či několik miliard dolarů by neměly být slepě kopírovány drobnými korporátními investory, natož pak malými retailovými investory.

Typicky odlišnou vlastností by zde měl být přístup k alternativním investicím a hedge fondům. Hedge fondy, alternativní investice či fondy kvalifikovaných investorů jsou rozšířené především u velkých institucí, které mají sílu a zkušenosti na to, aby pečlivě analyzovali jednotlivé investiční nástroje a detailně znali jejich strukturu. Jsou tedy schopni správně přistoupit k managementu rizik. V případě menších investorů však tento přístup nepovažuji za nejšťastnější a doporučuji tento typ aktiva do našeho investičního portfolia nezahrnovat. Je tomu tak i z toho důvodu, že investiční profil našeho investora jednoznačně stanovil, že investor není profesionálním hráčem na kapitálovém trhu a jeho znalosti jsou spíše základní. V rámci managementu rizik tedy doporučuji s tímto typem aktiva nepočítat a nahradit ho ostatními složkami ve vyváženém poměru.

Výsledná podoba portfolia:

- 66 % – Fidelity – World Fund A-Acc-CZK (hedged (akciová složka)
- 12 % – Trigea nemovitostní fond (nemovitostní složka)
- 22 % – Conseq depozitní+ OPF (depozitní složka) (CONSEQ, 2025c).

Pro volbu produktu v depozitní části může klient zvolit širokou škálu tzv. repo fondů, které jsem dnes díky vysokým úrokovým sazbám dostupné ve značném množství. Tyto fondy nebyly předmětem analýzy především z toho důvodu, že jejich struktura nepřináší příliš mnoho vlastností k analýze. Jedná se pouze o finance uložené k České národní banky na základě 2T repo sazby. Mezi jednotlivými fondy jsou pouze velmi zanedbatelné rozdíly v poplatkové struktuře, přináší klientům velmi podobné výnosy a jejich složení je totožné. Alternativou k fondu Conseq depozitní+ OPF mohou být fondy Partners Rezerva (PARTNERS INVEST, 2025) či MONETIKA OPF (INVESTIKA, 2025).

Odhad zhodnocení na pětiletém horizontu

Pro akciovou složku očekávám zhodnocení 8 % p.a., pro nemovitostní složku pak zhodnocení 6 % p.a., a pro depozitní složku 2,5 % p.a. Vzhledem k nastaveným váhám je tedy odhad celkového vývoje následující:

(0,08 * 0,66) + (0,06 * 0,12) + (0,025 * 0,22) = 0,0528 + 0,0072 + 0,0055 = 0,0655.

Odhadované zhodnocení portfolia na pětiletém horizontu je tedy **6,55 % p.a.**

Odhad zhodnocení na desetiletém horizontu

Pro akciovou složku očekávám zhodnocení 8 % p.a., pro nemovitostní složku pak zhodnocení 6 % p.a., a pro depozitní složku 2 % p.a. Vzhledem k nastaveným váhám je tedy odhad celkového vývoje následující:

(0,08 * 0,66) + (0,06 * 0,12) + (0,02 * 0,22) = 0,0528 + 0,0072 + 0,0044 = 0,0644.

Odhadované zhodnocení portfolia na desetiletém horizontu je tedy **6,44 % p.a.**

8.2 Permanentní portfolio (Harry Browne)

Jak již bylo zmíněno v teoretické části práce, permanentní portfolio je složeno ze čtyřech rovnoměrně balancovaných tříd aktiv: zlata, hotovosti, akcií a dluhopisů, s váhou 25 % u každého z nich.

Toto portfolio bylo v posledním desetiletí předmětem diskuzí, neboť ekonomické podmínky, které podporovaly argumenty pro jeho úspěch, již dlouho nebyly viděny. Zatímco v roce 1982 dosahoval výnos 10letých státních dluhopisů až 14 %, v minulých letech, před pandemií covid-19, byly dlouhodobě nižší než 1 % a nyní se pohybují kolem 4 %. U tohoto portfolia je tedy značný otazník, jak vysoké výnosy můžeme očekávat od konzervativní části portfolia, tedy zlata, dluhopisové složky a depozitní části.

Původní složení permanentního portfolia:

- 25 % akcie (tj. indexový fond navázaný na výnos indexu S&P500)
- 25 % dluhopisy s dlouhou splatností (např. 30leté dluhopisy Treasuries)
- 25 % zlato (ve fyzické formě)
- 25 % hotovost (ve formě fondu peněžního trhu)

Pro dnešní podobu investičního portfolia učiníme některé změny. Akciová složka nebude zastoupena výhradně americkým akciovým trhem v podobě indexu S&P500, ale dostane podobu globální akciové strategie, kde budou zastoupeny i další vyspělé země. Dluhopisová složka také nebude zaměřena pouze na americký státní aparát a bude obsažena v podobě korporátních dluhopisů, zastupující společnosti působící

na vyspělých trzích. Hotovost bude stejně jako u předchozího portfolia reprezentována repo fondem.

Výsledná podoba portfolia:

- 25 % – Fidelity – World Fund A-Acc-CZK (hedged (akciová složka)
- 25 % – J&T Bond OPF (dluhopisová složka)
- 25 % – Zlato ve fyzické formě (např. přes obchodníka Golden Gate) (GOLDEN GATE, 2025).
- 25 % – Conseq depozitní+ OPF (depozitní složka) (CONSEQ, 2025c).

Pro nákup fyzického zlata je na trhu dostupných mnoho obchodníků. Liší se komplexností nabídky a poplatkovou strukturou. Společnost Golden Gate je největším prodejcem fyzického zlata na českém trhu.

Odhad zhodnocení na pětiletém horizontu

Pro akciovou složku očekávám růst 8 % p.a., pro dluhopisovou složku pak růst 5 % p.a., pro depozitní složku růst 2,5 % p.a. a u fyzického zlata očekávám pokles 3 % p.a. Vzhledem k nastaveným váhám je tedy odhad celkového vývoje následující:

(0,08 * 0,25) + (0,05 * 0,25) + (0,025 * 0,25) - (0,03 * 0,25) = 0,02 + 0,0125 + 0,00625 – 0,0075 = 0,03125.

Odhadované zhodnocení portfolia na pětiletém horizontu je tedy **3,125 % p.a.**

Odhad zhodnocení na desetiletém horizontu

Pro akciovou složku očekávám růst 8 % p.a., pro dluhopisovou složku pak růst 4 % p.a., pro depozitní složku růst 2 % p.a. a u fyzického zlata očekávám pokles 2 % p.a. Vzhledem k nastaveným váhám je tedy odhad celkového vývoje následující:

(0,08 * 0,25) + (0,04 * 0,25) + (0,02 * 0,25) - (0,02 * 0,25) = 0,02 + 0,01 + 0,005 – 0,005 = 0,03125.

Odhadované zhodnocení portfolia na pětiletém horizontu je tedy **3 % p.a.**

8.3 Portfolio podle vzoru All Weather (Ray Dalio)

Jak již bylo zmíněno v teoretické části práce, procentní rozložení portfolia All Weather se zpravidla pohybuje takto:

- 30–40 % akcie, resp. akciový ETF fond zaměřený na americký trh (S&P 500),
- 15–40 % dlouhodobé americké státní dluhopisy se splatností i více než 20 let,
- 15–40 % střednědobé americké státní dluhopisy se splatností 7–10 let,
- 7,5–10 % zlato a
- 7,5–15 % komodity.

Stejně jako tomu bylo u předchozích portfolií, i toto bude upraveno dle preferencí a investičního přístupu autora. Zásadní změnou zde bude značná úprava v přístupu ke komoditám, které budou z portfolia vyloučeny a nahrazeny budou zlatem. Důvodem pro tuto změnu je především značná volatilita a spekulativní charakter komoditního sektoru. Tento sektor nemůže být považován za stabilní a rozumnou investici pro běžného retailového či korporátního investora bez předchozích zkušeností. Dalším důvodem je pak vysoká rozmanitost sektorů v rámci komoditních investic. Můžeme se setkat se zemědělskými komoditami (oves, kukuřice), průmyslovými (kovy, ropa), a v neposlední řadě zde do této kategorie bývají zahrnovány i drahé kovy (zlato, stříbro).

Vzhledem k tomu, že cílem portfolia je především dosažení stabilního výnosu a management rizik pro investora s pouze základními zkušenostmi v oblasti investic, považuje autor za vhodné sloučit obě poslední složky (zlato, komodity) do jedné a dosáhnout tak vyšší přehlednosti portfolia a stability.

Výsledná podoba portfolia:

- 35 % – Fidelity – World Fund A-Acc-CZK (hedged (akciová složka)
- 35 % – J&T Bond OPF (dluhopisová složka)
- 30% – Zlato ve fyzické formě (např. přes obchodníka Golden Gate)

Odhad zhodnocení na pětiletém horizontu

Pro akciovou složku očekávám růst 8 % p.a., pro dluhopisovou složku pak růst 5 % p.a. a u fyzického zlata očekávám pokles 3 % p.a. Vzhledem k nastaveným váhám je tedy odhad celkového vývoje následující:

(0,08 * 0,35) + (0,05 * 0,35) - (0,03 * 0,3) = 0,028 + 0,0175 – 0,009 = 0,0365.

Odhadované zhodnocení portfolia na pětiletém horizontu je tedy **3,65 % p.a.**

Odhad zhodnocení na desetiletém horizontu

Pro akciovou složku očekávám růst 8 % p.a., pro dluhopisovou složku pak růst 4 % p.a. a u fyzického zlata očekávám pokles 2 % p.a. Vzhledem k nastaveným váhám je tedy odhad celkového vývoje následující:

(0,08 * 0,35) + (0,04 * 0,35) - (0,02 * 0,3) = 0,028 + 0,014 - 0,006 = 0,036.

Odhadované zhodnocení portfolia na pětiletém horizontu je tedy **3,6 % p.a.**

8.4 Portfolio 60/40

Portfolio 60/40 je nejjednodušší variantou investičního portfolia ze všech, které autor pro tuto práci zvolil. Jedná se o velmi tradiční investiční portfolio složené ze dvou hlavních investičních aktiv, jež formovaly historii investování v novodobé historii. Představuje vyváženou kombinaci dynamické a konzervativní složky, přičemž nadpoloviční většinu představuje složka dynamická.

- 60 % akcie
- 40 % dluhopisy

Možností, jak toto portfolio poskládat, je nepřeberné množství. Mohli bychom např. kombinovat americké akcie s americkými státními dluhopisy, světové akcie s korporátními dluhopisy, evropské akcie s českými státními dluhopisy, čínské akcie a americké korporátní dluhopisy atd. Pro složení tohoto konkrétního portfolia 60/40 budou opět využity analyzované investiční fondy.

Výsledná podoba portfolia:

- 60 % – Fidelity – World Fund A-Acc-CZK (hedged (akciová složka)
- 40 % – J&T Bond OPF (dluhopisová složka)

Odhad zhodnocení na pětiletém horizontu

Pro akciovou složku očekávám růst 8 % p.a. a pro dluhopisovou složku pak růst 5 % p.a. Vzhledem k nastaveným váhám je tedy odhad celkového vývoje následující:

(0,08 * 0,6) + (0,05 * 0,4) = 0,048 + 0,02 = 0,068.

Odhadované zhodnocení portfolia na pětiletém horizontu je tedy **6,8 % p.a.**

Odhad zhodnocení na desetiletém horizontu

Pro akciovou složku očekávám růst 8 % p.a. a pro dluhopisovou složku pak růst 4 % p.a. Vzhledem k nastaveným váhám je tedy odhad celkového vývoje následující:

(0,08 * 0,6) + (0,04 * 0,4) = 0,048 + 0,016 = 0,064.

Odhadované zhodnocení portfolia na pětiletém horizontu je tedy **6,4 % p.a.**

Pokud by měl autor jedno z uvedených portfolií zvýraznit a doporučit klientovi jeho sjednání, jednalo by se o poslední zmíněné, tedy Portfolio 60/40. Důvody pro toto rozhodnutí jsou dva:

1. Aktuálně vysoké úrokové sazby, které přejí dluhopisovým investicím
2. Klesající trend úrokových sazeb, který bude přát akciovým investicím

Tyto závěry vychází z vlastností jednotlivých tříd aktiv a jejich chování během různých fází ekonomického cyklu. Tyto vlastnosti jsou blíže popsány v následující kapitole.

9 Doporučení a předpoklady

Je-li finální podoba investičního portfolia stanovena, investiční poradce by měl věnovat pozornost důkladnému výkladu doporučení a vysvětlení předpokladů, za kterých klientovo portfolio bude správně fungovat a dosáhne svého cíle.

Tyto předpoklady můžeme rozdělit do dvou hlavních částí:

1. Psychologické
2. Ekonomické

9.1 Ekonomické faktory

Při tvorbě investičních portfolií vychází investiční poradci i odborná veřejnost především ze tří hlavních předpokladů:

- Relevantní historie
- Aktuální ekonomická situace
- Krátkodobý, střednědobý a dlouhodobý výhled do budoucna

Historické výnosy

U tohoto tématu můžeme v praxi pozorovat jakýsi paradox. Na jedné straně má investiční poradce zákonnou povinnost klienta upozornit na fakt, že minulé výnosy nezaručují stejné výnosy budoucí, a do jisté míry by tedy historické údaje, statistiky a data měly být irelevantní. Avšak na straně druhé jsou historická data o výkonnosti nespolehlivějším ukazatelem, na základě kterého odhadujeme budoucí výnosy.

Například velmi častým přístupem je odhad budoucích výnosů amerického akciového trhu (zastoupeného známým indexem S&P 500) na 8–10 %, i přestože tato data jsou vyhodnocována již několik desítek let a ekonomická situace, úrokové sazby, inflace, míra globalizace či struktura oblíbeného spotřebního zboží napříč veřejností byly zcela odlišné. Paradox do značné míry spočívá v tom, že i přes tyto odlišnosti neexistují spolehlivější ukazatele a vodítka, kterých bychom se při tvorbě investičních portfolií a odhadech jejich budoucích výnosů mohli držet.

Je tomu tak i z toho důvodu, že pokud bychom tato data ignorovali jako nespolehlivá a irelevantní vůči dnešní ekonomické situaci, neměli bychom jinou možnost, než se orientovat čistě podle odhadu budoucího vývoje. A to je v mnoha případech věštění z křišťálové koule. Pochopitelně, odborné analýzy podnikových ukazatelů, politické situace, úrokových sazeb či míry inflace jsou velmi důležitou součástí portfolio managementu, nicméně nepředstavují neprůstřelný a stoprocentně platný návod k úspěšnému investování. Důvod je prostý: odborníci se velmi často mílí a jejich předpovědi jsou mnohdy značně nepřesné.

V praxi tedy můžeme pozorovat kombinaci obou přístupů, kdy odborníci berou v potaz historické výsledky a data, na různých časových řadách, při různých historických etapách, a vztahují tyto výsledky do svých budoucích předpovědí.

U některých druhů aktiv lze tyto závěry činit spolehlivěji než u jiných. Například dluhopisy jsou ze značné míry ovlivněny tržními úrokovými sazbami centrálních bank. Odhad růstu či poklesu jejich ceny je tak zpravidla spolehlivější než odhad vývoje akciových trhů, kde také hrají větší roli emoce.

Kritici současného ekonomického systému, především pak zastánci tzv. rakouské ekonomické školy, upozorňují na značnou odlišnost světové ekonomiky a monetárního systému oproti dvacátému století, kdy fungoval tzv. zlatý standard a množství peněz v oběhu bylo zcela či alespoň částečně vázáno na zlaté rezervy jednotlivých států. Dle jejich tvrzení dnešní ekonomika ignoruje základní principy, které utvářely lidskou civilizaci po staletí v dobách, kdy platidlem byly zlaté a stříbrné mince. Tato kritika má své opodstatnění, neboť dnešní monetární systém vskutku funguje dle odlišných pravidel, než tomu bylo v minulosti. Centrální banky dříve neměly možnost vytisknout prakticky neomezené množství levné finanční zásoby a podpořit ekonomiku během krize. Tato podpora je vítána během krize, kdy je třeba zajistit plynulé fungování ekonomiky, nicméně z dlouhodobého pohledu přináší rizika a obtíže v podobě vysoké inflace. Dalším důsledkem zaplavení ekonomiky vysokým objemem levných peněz je růst akciových trhů. Tento důsledek je způsobem tím, že mnohé ekonomické subjekty nemají pro tyto nové prostředky využití a zvolí tedy jejich alokaci do investičních produktů.

Ekonomická situace na jaře 2025

V březnu 2025 se ekonomika nachází v relativně stabilní situaci. Nepozorujeme žádný velmi vážný problém, se kterým by se světové elity ve vzájemné spolupráci musely vypořádat. Je zde sice přetrvávající konflikt mezi Ruskem a Ukrajinou, nicméně tento konflikt trvá již více než dva roky a nezdá se, že by se blížil bod zlomu, ať už jedním či druhým směrem, tedy k eskalaci konfliktu či jeho ukončení.

Poslední dva roky byly také ve znamení boje s vysokou inflací. Monetární stimuly ekonomiky v letech 2020–2022, při kterých centrální banky po celém světě jako reakci na zastavení ekonomiky v důsledku koronavirové epidemie zaplavovaly ekonomiky novými penězi, vyvolaly dva roky po sobě dvoucifernou inflaci, což byl stav, se kterým se vyspělé ekonomiky již dlouhou dobu nesetkaly. Aby tato inflace byla zkrocena, přistoupily centrální banky k razantnímu zvyšování úrokových sazeb, což mělo za následek ochlazení ekonomiky, zvýšení cen hypotečních a jiných úvěrů, zvýšení úroků na spořících účtech a zdražení firemního financování.

Dnes v březnu 2025 již však můžeme být svědky opačné tendence, kdy již dva roky dochází k postupnému snižování těchto sazeb, a tedy i postupnému oživování ekonomiky. Centrální bankéři v ČR, USA i Evropské Unii činí v rámci přístupu k úrokovým sazbám velmi podobné kroky a snižují úrokové sazby v pravidelných intervalech.

Dalším výrazným trendem této doby je dynamický růst cen nemovitostí. Vysoký zájem na straně poptávky společně se zdlouhavým stavebním procesem a nedostatkem rezidenčních nemovitostí vyvolávají historicky nadstandardní růst cen v nemovitostní oblasti a tento vývoj se stává více a více diskutovaným, neboť může v budoucnu způsobit značné problémy pro mladou generaci, která bude chtít financovat své vlastní bydlení.

Situaci na akciovém trhu je také možné popsat jako relativně stabilní. Trhy se oklepaly z klesající tendence v letech 2021–2022 v důsledku vysokých úrokových sazeb a obavy z eskalace konfliktu mezi Ruskem a Ukrajinou. Někteří odborníci již dlouhodobě varují před neadekvátně vysokou tržní valuací akciových titulů, především pak těch amerických, nicméně tato varování provází investiční sféru již

mnoho let. V tuto chvíli však žádné významné korekce na vyspělých akciových trzích nevidíme.

Bankovní rada ČNB na svém posledním jednání 6.2.2025 snížila dvoutýdenní repo sazbu (2T repo) o 0,25 procentního bodu na 3,75 %. Současně rozhodla o snížení diskontní sazby ve stejném rozsahu na 2,75 % a lombardní sazby na 4,75 %. Nově stanovené úrokové sazby jsou platné od 7. února 2025. Toto snížení bylo již několikáté v pořadí, a veřejnost očekává snižování i v budoucnu. Otázkou zůstává, jak výrazná a častá tato snížení budou a jak nízko se úrokové sazby v příštích letech dostanou.

Americká centrální banka Fed na svém prvním letošním zasedání ponechala úrokové sazby beze změny. I když současný prezident Donald Trump už stihl zatlačit na jejich snížení, centrální banka zatím vyčkává. Hlavní sazba se tak nachází v rozmezí 4,25 až 4,50 procenta. S tímto scénářem odborná veřejnost již dopředu počítala. V poslednímu snížení došlo na prosincovém zasedání, kdy Fed úroky snížil o čtvrt procentního bodu.

Rada guvernérů ECB 30.1.2025 rozhodla snížit všechny tři základní úrokové sazby o 25 bazických bodů. Zejména rozhodnutí snížit úrokovou sazbu vkladové facility – sazbu, jejíž pomocí Rada guvernérů řídí nastavení měnové politiky – je založeno na aktualizovaném hodnocení inflačního výhledu, dynamiky jádrové inflace a síly transmise měnové politiky.

Proces dezinflace je dle jejich názoru na dobré cestě. Inflace se nadále vyvíjí víceméně v souladu s projekcemi a ke 2% střednědobému cíli. Většina ukazatelů jádrové inflace naznačuje, že se inflace ustálí na úrovni blízko cíle, a to udržitelným způsobem. Domácí inflace zůstává vysoká především z toho důvodu, že v určitých sektorech se mzdy a ceny s výrazným zpožděním stále přizpůsobují předchozímu prudkému růstu inflace. Růst mezd však v souladu s očekáváním zmírňuje a zisky částečně tlumí dopad na inflaci.

Ekonomický a investiční výhled do dalších let

Stanovení odhadu budoucího vývoje je velmi náročná disciplína. Její náročnost spočívá především množství faktorů, které fungují ve vzájemném propojení a ovlivňují světovou ekonomiku odlišnými směry. V dnešním globalizovaném světě prakticky neexistuje země, která by nebyla do určití míry závislá na dění v okolích státech. Krize v Eurozóně se dříve či později projeví i na území USA, a naopak.

Prognózami a odhadem vývoje jednotlivých aspektů ekonomiky se zabývá mnoho odborníků. Portfolio manageři fondů, ekonomové, analytici, investiční zpravodajové, ti všichni jsou placeni za to, aby co nejpřesněji poskytli návod pro budoucí směřování firmy, investičních portfolií klientů či státní politiky. Bohužel od těchto odborníků nalezneme tolik odlišných předpovědí, že zákonitě mnoho z nich musí být nepřesných.

Dále je třeba rozlišit krátkodobé, střednědobé a dlouhodobé předpovědi. Odhadovat vývoj cen státních dluhopisů na dvouletém horizontu je mnohem jednodušší a přesnější než odhadovat vývoj akciových indexů zaměřených na rozvíjející se trhy (Emerging Markets) na horizontu patnáctiletém. Obecně můžeme stanovit předpoklad, že čím delší horizont, tím méně přesné zpravidla předpovědi odborníků bývají.

Velmi důležitým bodem je upozornění na rizika tzv. „bílé labutě“. Tímto pojmem jsou označovány nahodilé situace, které dopředu není možné předvídat a které mají vliv na vývoj ekonomiky a investičních nástrojů. Takovouto „bílou labutí“ byla právě pandemie covid-19, která přišla velmi rychle a bez možnosti předchozí přípravy. Situace tohoto typu představují značný problém především pro budoucí předpovědi, protože odborníci, jež tyto předpovědi činí, tyto situace nemohou do svých předpovědí implementovat. To vychází z podstaty věci, kdy za „bílou labuť“ označujeme právě nahodilé události, které není možné preventivně odhadnout.

Odhad vývoje akciové části portfolia

U tohoto typu aktiv jsme v praxi svědky největších omylů mezi nezkušenými bankéři, poradci a individuálními investory. V posledních 5–10 letech jsme díky monetární podpoře ekonomiky ze strany centrálních bank byli svědky značně nadprůměrného růstu akciových titulů v aktivně i pasivně spravovaných podílových fondech.

Nezkušený investor či poradce tedy někdy extrapoluje výnos z nedávné minulosti za účelem přesvědčení potenciálního investora o uzavření investice, ze které má následně provizi.

Na trhu je mnoho podílových fondů, které v posledních 5 letech svým zhodnocením výrazně překonaly hranici 10 % p.a. Tuto nadprůměrnou výkonnost bychom však neměli použít pro odhad výnosů budoucích. Stejně tak je totiž pravděpodobná situace, že díky těmto minulým nadprůměrným výnosům budeme v příštích letech svědky výnosů nižších (např. 5 – 7 % p.a.), které vyrovnají dlouhodobý průměr 8 – 10 % p.a. Jak již bylo stanoveno v předchozí části, autor předpokládá průměrné zhodnocení akciové složky portfolia 8 % p.a. na pětiletém i desetiletém horizontu.

Odhad vývoje dluhopisové části portfolia

Vývoj dluhopisové složky portfolia, zaměřené především na korporátní dluhopisy investičního stupně, bude značně závislý na vývoji centrálních úrokových sazeb. Obecné pravidlo v oblasti dluhopisů říká: „s rostoucími úrokovými sazbami ceny dluhopisů klesají, a naopak“. Pokud tedy bude pokračovat trend snižování úrokových sazeb, můžeme stanovit předpoklad, že dluhopisové fondy budou dosahovat příznivějších výnosů, než tomu bylo v dobách před rokem 2020, kdy úrokové sazby byly dlouhodobě velmi blízké nule.

V předchozích 2 letech podílové fondy nakupovaly dluhopisy s vysokými úrokovými sazbami, jejichž ceny budou při snižování centrálních úrokových sazeb stoupat. Tento trend nebude pokračovat věčně. Je otázkou času, než se ekonomický vývoj stabilizuje na úrovni cílené hladiny inflace a centrální banky přestanou měnit hodnotu centrálních úrokových sazeb. Proto můžeme stanovit předpoklad, že cena korporátních dluhopisů bude na pětiletém horizontu ve vyšších hladinách než na horizontu desetiletém. Jak již bylo stanoveno v předchozí části, autor předpokládá

průměrné zhodnocení dluhopisové složky portfolia na pětiletém horizontu 5 % p.a. a 4 % p.a. na horizontu desetiletém.

Odhad vývoje nemovitostní části portfolia

Nemovitosti jsou mnohými odborníky, investory i laickou veřejností považovány za aktivum, které dlouhodobě na hodnotě pouze roste. Přináší totiž výnos nejen z růstu tržní hodnoty ale i z inkasovaného nájmu. Dalším důvodem pro tento názor je i fakt, že lidé v něčem bydlet musí, a i když nejsou spokojeni s rostoucími cenami, musí tyto ceny často akceptovat. Často tedy můžeme být svědky rostoucích grafů nemovitostních fondů, ze kterých investor může získat pocit, že jejich hodnota roste pouze nahoru a není riziko poklesu a ztráty hodnoty.

Tato zjednodušení pochopitelně nejsou založeno na odborné analýze ani faktech. Pokles hodnoty investičních aktiv v podílovém fondu nastat může vždy, ať už se jedná o fond akciový, dluhopisový či nemovitostní. V případě nemovitostního fondu stačí například snížení přepětí na nemovitostním trhu v důsledku novely stavebního zákona či odlivu cizinců ze země po ukončení konfliktu na Ukrajině. Pro některé investory je však obtížné si tento scénář vzhledem ke konzistentně rostoucím cenám nemovitostí v posledních 5 letech představit.

Jedno ze základních pravidel investování říká, že když nějaké aktivum po určitou dobu nadprůměrně zvyšuje svou hodnotu, a tedy se mu nadprůměrně daří, měli bychom se mít na pozoru, protože existuje nemalá pravděpodobnost, že se tento trend v budoucnu obrátí a bude následovat období poklesu či podprůměrného růstu. Vzhledem k tomu, že nemovitostní trh v posledních letech dosahuje nadprůměrných výsledků, měli bychom k odhadům budoucích výnosů přistupovat s opatrností. Jak již bylo stanoveno v předchozí části, autor předpokládá průměrné zhodnocení nemovitostní složky portfolia 8 % p.a. na pětiletém i desetiletém horizontu.

Odhad vývoje depozitní části portfolia

Pro depozitní část portfolia je dnes velmi rozšířeným a oblíbeným nástrojem tzv. repo fond. Tyto fondy investují prostředky investorů pouze do 2T repo sazby a participují tak na aktuálně vysokých úrokových sazbách. Tento investiční nástroj je velmi

konzervativní, téměř bezrizikový a nabízí investorům o něco vyšší zhodnocení než při uložení na spořící účty v komerčních bankách.

Výnos tohoto investičního nástroje je však úzce spjatý s podkladovým aktivem, tedy 2T repo sazbou vyhlašovanou Českou národní bankou. Bude-li pokračovat trend snižování úrokových sazeb, bude se snižovat i budoucí výnos repo fondů. Jak již bylo stanoveno v předchozí části, autor předpokládá průměrné zhodnocení dluhopisové složky portfolia na pětiletém horizontu 3 % p.a. a 2 % p.a. na horizontu desetiletém.

Odhad vývoje ceny fyzického zlata

Fyzické zlato je uznávaným nástrojem pro dlouhodobou ochranu majetku před ztrátou reálné kupní síly. Jeho výnosy však dlouhodobě nepřekonávají inflaci. Typickou vlastností tohoto aktiva je jeho dynamický růst jeho hodnoty v dobách krize a velmi malý růst v dobách ekonomické stability.

Zlato má nyní za sebou několik let dynamického růstu, protože nejistota a obavy způsobené nejprve pandemií covid-19 a následně konfliktem mezi Ruskem a Ukrajinou vyvolaly zvýšený zájem mezi investory o toto tradiční aktivum. Aktuálně je jeho tržní cena stanovena na 2911 US za trojskou unci a nachází se na historických maximech.

Obrázek 7 Vývoj historické ceny zlata

Zdroj: (Gold price, 2025)

U fyzického zlata můžeme pozorovat jednoznačný psychologický trend. Jakmile krize přejde a lidé přestávají být ovládáni strachem, cena zlata klesá. A to rapidně. Fyzické zlato je jediný druh analyzovaného aktiva, u kterého autor předpokládá pokles hodnoty na obou uvažovaných horizontech. Tento odhad vychází také z přesvědčení o konci konfliktu mezi Ruskem a Ukrajinou v příštích dvou až třech letech. Proto také autor předpokládá vyšší propad ceny na pětiletém horizontu než na desetiletém. Jakmile začnou přicházet zprávy o konci konfliktu, lidé budou na tento vývoj reagovat dynamicky. Naproti tomu, když už pak v příštích letech tento nový stav bude vnímán jako stabilní, trend prodeje fyzického zlata bude nabývat pozvolnějšího charakteru. Jak již bylo stanoveno v předchozí části, autor předpokládá průměrný roční pokles ceny fyzického zlata na pětiletém horizontu -3 % p.a. a -2 % p.a. na horizontu desetiletém.

9.2 Psychologické faktory

V investiční branži je velmi známé tvrzení: „největším nepřítelem investora je investor sám“. Co to však znamená? Na první pohled by se mohlo zdát, že se jedná o nelogické tvrzení, protože je to právě především investor, kdo má hlavní zájem na úspěchu jeho investičního portfolia. Nicméně toto tvrzení je v praxi bohužel opodstatněné.

Lidé jsou totiž ovlivňováni svými emocemi a ne vždy činí správná rozhodnutí. Velkým nepřítelem investora je tedy psychika a emoce. V ideálním světě, kde by všichni investoři byli pouze racionálně ekonomicky uvažující, by toto tvrzení pravděpodobně ztrácelo na významu, nicméně autor během své praxe jednoznačně může potvrdit, že lidé často jednají spíše emocionálně než racionálně.

Bohužel tento fakt má často negativní vliv na výsledky investičních portfolií. Ani sebelepší portfolio nemůže maximálně plnit svůj účel, když k němu jeho majitel nepřistupuje se správnou mentalitou. Můžeme se zpravidla setkat s těmito situacemi:

1. Investor je ovlivněn médii a aktuálním děním ve světě.
2. Investor extrapoluje informace, které jsou pouze vzdáleně související a nemají na sebe příliš velký vliv.
3. Investor obecně nedokáže kontrolovat své emoce a vše vidí příliš negativně.

4. Investor je až příliš optimistický a ignoruje rizika.
5. Investor není dostatečně trpělivý a chce vysoké výnosy za krátký časový horizont.
6. Investor svému portfoliu nevěnuje žádnou pozornost a není ochoten činit žádné změny.
7. Investor příliš často mění své plány a zasahuje do složení portfolia.
8. Investor špatně odhadl své možnosti, neponechal si dostatečně vysokou likvidní rezervu pro případě nouze a je nucen své portfolio předčasně likvidovat, i v případě poklesu na trzích.
9. Investor z jiných důvodů nedodrží investiční horizont a předčasně portfolio ukončí.
10. Investor při dosažení konce investičního horizontu své portfolio ignoruje a ponechá ho beze změn i do dalších období.

Investiční poradce bohužel nedokáže vždy ochránit klienta před veškerými negativními situacemi, které po dobu existence mohou nastat. To platí dvojnásob především pro výše zmíněné psychologické faktory. Důležitou součástí práce investičního a finančního poradce je také zvyšování finanční gramotnosti klienta a mentoring. Čím více bude klient informovaný a vzdělaný, tím teoreticky méně náchylný by měl být k impulzivním rozhodnutím a jiným chybám.

Bohužel, často se stává, že lidé v průběhu času zapomínají a za rok si již nepamatují podstatnou část informací, jež byly předmětem schůzky s investičním poradcem. Důležitá je tedy i pravidelná komunikace mezi investičním poradcem a klientem za účelem revidování, realokace nebo naopak pouze osvěžení informací, které klient mezitím zapomněl. Na konec práce uvádím několik důležitých rad a doporučení, které mohou zvýšit pravděpodobnost úspěchu investičního portfolia.

Dodržení investičního horizontu

Stanovení investičního horizontu je jednou z nejdůležitějších činností při tvorbě investičního portfolia. Délka investičního horizontu má totiž značný vliv na podobu výsledného portfolia. Čím delší je investiční horizont, tím dynamičtější přístup může investor zvolit. A čím kratší dobu jsme ochotni nechat peníze pracovat, tím bychom měli být opatrnější.

Přesto se občas můžeme v praxi setkat se situacemi, kdy investor stanoví dlouhodobý investiční horizont, ale již po několik měsících či jednom roce činí ukvapené, předčasné závěry o úspěchu či neúspěchu portfolia a má tendenci do portfolia zasahovat.

Tento přístup však není správný, protože výsledná podoba portfolia byla volena pro dlouhodobý investiční horizont, a není tedy na místě hodnotit jeho úspěch po takto krátkém období.

Doporučuji tedy investorovi portfolio sledovat, avšak pokud nastane v prvních letech pozitivnější či negativnější vývoj, než původně očekával, nečinit ukvapená rozhodnutí, být disciplinován a nechat portfolio nadále beze změn pracovat. Pokud by i po dalším období vývoj nebyl uspokojivý, například v důsledku ekonomické krize či nepředvídatelné ekonomické situace, doporučuji domluvit schůzku s investičním poradcem a nad složením portfolia se zamyslet. Avšak zcela jistě nečinit sám na vlastní pěst předčasný odkud či změnu složení portfolia bez předchozí konzultace.

Dostatečně vysoká likvidní rezerva

Správně stanovená výše dostupné likvidní rezervy je základním bezpečnostním aspektem našeho investičního záměru. Je třeba najít vhodný poměr mezi množstvím investovaných prostředků a výší likvidní rezervy, ze které můžeme v případě potřeby čerpat finanční prostředky.

Tuto výši není často možné spolehlivě stanovit, protože zde hrají roli i nepředvídatelné situace, se kterými není možné předem kalkulovat. Investor by před realizací investičního portfolia měl věnovat dostatek úsilí finanční matematice, odhadu svých budoucích plánů a také stanovení pravděpodobnosti, při které může nastat potřeba určité finanční sumy na nečekané výdaje.

V praxi můžeme pozorovat typicky opačný problém, kdy investoři na základě opatrnosti ponechávají v likvidní rezervě příliš velké množství finančních prostředků. Tento přístup je bezpečnější než druhý extrém, tedy investování neadekvátně vysokého podílu dostupných finančních prostředků, avšak nemůže být považován za optimální z hlediska nákladů obětované příležitosti a inflace.

Doporučuji před realizací investičního portfolia věnovat dostatek času úvahám o budoucích plánech firmy, jejím cash-flow, dalších investičních možnostech a v neposlední řadě také stanovení pravděpodobnosti, se kterou může firma narazit na nečekané výdaje spojené s provozem. Na základě těchto dat doporučuji ponechat v likvidní rezervě pro jistotu o 10 % více prostředků, z původně stanoveného investičního kapitálu, než bylo původně zamýšleno. Tyto prostředky mohou být v případě rozhodnutí majitele dodatečně doinvestovány.

Rebalancování

Navzdory tomu, že není rozumné činit příliš časté změny ve složení portfolia, je rebalancování běžnou praktikou ve správě investičního portfolia. V praxi může nabývat dvou podob. První, tou častější, je zachování stále stejného procentního poměru jednotlivých tříd aktiv uvnitř portfolia. Pokud například zvolíme 40% akciové složky, 30 % dluhopisového složky a 30 % nemovitostní složky, je velmi pravděpodobné, že pokud portfolio ponecháme takto beze změn po několik let, dostaneme se do fáze, kdy díky odlišnému vývoji jednotlivých tříd aktiv dojde ke změně procentního rozložení. Pokud tedy dojde například k dynamickému růstu akciové složky a ne tak výraznému růstu dalších dvou tříd, můžeme být svědky nového poměru 50 % akcie, 27 % nemovitosti a 23 % dluhopisy.

Rebalancování tedy znamená částečný prodej nadhodnocené složky portfolia, v tomto případě tedy akcií, a nákup podhodnocených aktiv, tedy dluhopisů a nemovitostí. Díky tomu zajistíme návrat k původně stanovenému poměru 40/30/30.

Druhou podobou rebalancování je aktivnější přístup, a tedy aktivní reakce na ekonomický vývoj, který může být natolik závažný, že investor ve spolupráci s investičním poradcem rozhodne o změně poměru jednotlivých tříd aktiv v portfoliu. Tato činnost by však měla být realizována pouze v případě nalezení závažných důvodů. Pokud již tuto změnu chceme učinit, měla by tomu předcházet seriózní analýza a pečlivé zvážení dopadů a alternativních možností.

Doporučuji stanovit pravidelné intervaly osobních schůzek mezi investorem a investičním poradcem, ideálně jednou ročně, za účelem revize portfolia,

zhodnocení dosavadního vývoje a stanovení plánu pro příští období. Změny v portfoliu doporučuji činit pouze při nalezení velmi vážných důvodů.

Velmi důležitým doporučením zde je také to, aby investor při pochybách o dalším vývoji investičního portfolia nejprve kontaktovat investičního poradce a o těchto pochybách se s ním poradil.

Revize portfolia po dovršení investičního horizontu

Finálním doporučením je aktivní přístup k portfoliu po dovršení investičního horizontu. Navzdory tomu, že přílišná aktivita je schopna napáchat více škod než užitku, určitá míra aktivity je na místě. Portfolio bylo tvořeno na určitý časový horizont a byly do jeho tvorby zakomponovány mimo jiné i úvahy o výhledu na předem stanovený počet let, vzhledem k aktuální ekonomické situaci.

Investor by tedy ve spolupráci s investičním poradcem měl po dovršení investičního horizontu vyhodnotit, zda je ekonomická situace nadále nakloněna této podobě portfolia či zda je vhodné reflektovat změny v mezičase do jeho složení. Tento přístup zabrání situaci, kdy investor není dlouhodobě spokojen s výsledky investičního portfolia, přestože již dlouho jeho péči nevěnoval žádnou pozornost. V praxi se často můžeme setkat s tímto případem u retailových klientů, kteří uzavřeli přes svou banku investici do dluhopisového fondu, který v dobách vysokých úrokových sazeb dočasně dosahoval vyšších výnosů, než je u tohoto aktiva možné očekávat dlouhodobě i po stabilizaci ekonomické situace.

Investorovi tedy doporučuji pravidelnou komunikaci s investičním poradcem a rozumně aktivní přístup ke svému portfoliu.

Závěr

Hlavním cílem diplomové práce bylo poskytnout korporátnímu investorovi návrh několika modelových investičních portfolií, na základě rizikového profilu a dalších vstupních údajů. Ke splnění tohoto hlavního cíle slouží i splnění prvního dílčího cíle, kterým byla analýza vybraných předních podílových fondů, dostupných na území ČR, a doporučení těch fondů, které ze vzájemného srovnání dosáhly nejlepšího celkového hodnocení.

Finálním dílčím cílem bylo poskytnout doporučení investorovi v rámci správy jeho investičního portfolia a stanovit předpoklady, za kterých portfolio dosáhne požadovaných výsledků. Doporučení byla stanovena primárně za účelem zvýšení pravděpodobnosti úspěchu a redukce typických chyb, se kterými se autor během své praxe při komunikaci s klienty setkává.

Cíl diplomové práce byl splněn. Takto sestavená investiční portfolia jsou dle přesvědčení autora vysoce kvalitní a konkurenceschopná.

Seznam bibliografických odkazů

Tištěné zdroje:

- BADDELEY, Michelle, 2018. *Behavioural economics and finance*. Oxfordshire: Taylor & Francis Publishing. ISBN 978-04-157-9219-6.
- CIPRA, Tomáš, 2015. *Praktický průvodce finanční a pojistnou matematikou*. Vydání III., v Ekopressu II. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-87865-18-7.
- ČERNOHORSKÝ, Jan, 2020. *Finance: od teorie k realitě*. Finance (Grada). Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-271-2215-8.
- ČIŽINSKÁ, Romana, 2018. *Základy finančního řízení podniku*. Prosperita firmy. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-271-0194-8.
- DALIO, Ray, 2021. *Principles for Dealing with the Changing World Order: Why Nations Succeed or Fail*. New York: Simon & Schuster. ISBN 978-14-711-9669-0.
- DVOŘÁK, Jakub, 2022. *Průvodce pro pasivní investování: od Rozbitého prasátka*. Brno: BizBooks. ISBN 978-80-265-1104-5.
- GLADIŠ, Daniel, 2016. *Naučte se investovat*. 2., rozš. vyd. Finanční trhy a instituce. Praha: Grada. ISBN 978-80-247-1205-5.
- GLADIŠ, Daniel, 2021. *Akciové investice*. 2., rozšířené vydání. Investice. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-271-3122-8.
- GREENWALD, Bruce C.; KAHN, Judd; BELLISSIMO, Erin; COOPER, Mark a SANTOS, Tano, 2022. *Hodnotové investování: od Grahama po Buffetta a ještě dál*. Přeložil Marek ČTRNÁCT. Tetčice: Impossible. ISBN 978-80-87673-36-2.
- KEŘKOVSKÝ, Miloslav a NOVÁK, Petr, 2015. *Finanční strategie: krok za krokem*. C.H. Beck pro praxi. V Praze: C.H. Beck. ISBN 978-80-7400-562-6.
- KOHOUT, Pavel, 2018. *Investice: nová strategie*. Praha: Grada. ISBN 978-80-271-2101-4.
- MARKS, Howard, 2019. *Ovládněte tržní cykly: a zvýšíte své investiční zisky*. Přeložil Daniela VRÁNOVÁ. Praha: Grada. ISBN 978-80-271-2500-5.
- POMPIAN, Michael M., 2021. *Behavioral Finance and Your Portfolio: A Navigation Guide for Building Wealth*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc. ISBN 978-11-198-0161-0.

- REJNUŠ, Oldřich, 2016. *Finanční trhy: učebnice s programem na generování cvičných testů*. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-247-5871-8.
- REVENDA, Zbyněk, MANDEL, Martin, KODERA, Jan, MUSÍLEK, Petr a DVOŘÁK, Petr, 2023. *Peněžní ekonomie a bankovnictví*. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-8786-584-2.
- RUBENSTEIN, David M., 2022. *How to Invest: Masters on the Craft*. New York: Simon & Schuster. ISBN 978-19-821-9030-9.
- SCHNEIDER, David, 2017. *Index Funds & Etfs: What They Are and How to Make Them Work for You*. Scotts Valley: Createspace Independent Publishing. ISBN 978-15-452-9185-6.
- SMILES, Simon a PURCELL, James, 2023. *Sustainable investing in practice: ESG challenges and opportunities*. London: Kogan Page. ISBN 978-1-3986-0792-7.
- STANYER, Peter, 2018. *Guide to investment strategy: How to understand markets, risk, rewards and behaviour*. New York: PublicAffairs Books. ISBN 978-16-103-9987-6.
- STROUKAL, Dominik, 2021. *Ekonomické bubliny: průvodce hospodářskými krizemi od tulipánů po koronu*. Druhé rozšířené vydání. Praha: Grada. ISBN 978-80-271-3172-3.
- STUPAVSKÝ, Michal, 2020. *Slovník investora*. Praha: Plot. ISBN 978-80-7428-381-9.
- SYROVÝ, Petr a TYL, Tomáš, 2021. *Osobní finance: řízení financí pro každého*. 4. aktualizované vydání. Finance (Grada). Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-271-3123-5.
- SYROVÝ, Petr, 2022. *Investování pro začátečníky*. 4., zcela přepracované a rozšířené vydání. Investice. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-271-3458-8.
- TAGHIZADEGAN, Rahim. STÖFERLE, Ronald; VALEK, Mark a BLASNIK, Heinz, 2018. *Rakouská škola pro investory: rakouské investování mezi inflací a deflací*. Přeložil Vladimír KRUPA. Brno: Motiv Press. ISBN 978-80-87981-30-6.
- TEALL, John L., 2022. *Financial trading and investing*. Cambridge: Academic Press. ISBN 978-03-23909-55-6.
- TŮMA, Aleš, 2014. *Průvodce úspěšného investora: vše, co potřebujete vědět o fondech*. Partners. Praha: Grada. ISBN 978-80-24751-33-7.

- TŮMA, Aleš, 2019. *Ideální investiční portfolio: jak dosáhnout investičního zenu*. Praha: Grada. ISBN 978-80-271-0758-2.
- VOCHOZKA, Marek, 2021. *Finance podniku: komplexní pojetí*. Finanční řízení. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-271-3267-6.
- WIGGINS, Joe, 2022. *The Intelligent Fund Investor*. Petersfield: Harriman House Publishing. ISBN 978-08-571-9876-1.

Internetové zdroje:

- AKBAS, F., 2015. *Smart money, dumb money, and capital market anomalies*. Online. 2015. Dostupné z: https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X15001385. [2024-10-19].
- AMUNDI, 2025. *Grafy*. Online. 2025. Dostupné z: https://platforma.amundi.cz/funds/detail/1006966#nav-charts. [cit. 2025-03-10].
- CONSEQ, 2025a. *Conseq korporátních dluhopisů A*. Online. 2025. Dostupné z: https://www.conseq.cz/investice/prehled-fondu/conseq-korporatnich-dluhopisu-a. [cit. 2025-03-10].
- CONSEQ, 2025b. *Conseq realitní (CZK)*. Online. 2025. Dostupné z: https://www.conseq.cz/investice/prehled-fondu/conseq-realitni-czk. [cit. 2025-03-10].
- CONSEQ, 2025c. *Conseq depozitní+ OPF*. Online. 2025. Dostupné z: https://www.conseq.cz/investice/prehled-fondu/conseq-depozitni-opf. [cit. 2025-03-10].
- CREDITAS, 2024. *Typy cenných papírů*. Online. 2024. Dostupné z: https://www.creditas.cz/typy-cennych-papiru. [2024-10-19].
- ČESKÁ BANKOVNÍ ASOCIACE, 2024. *Finanční aktiva*. Online. 2024. Dostupné z: https://cbaonline.cz/financni-aktiva. [2024-10-19].
- ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2024. *Co je to inflace*? Online. 2024. Dostupný: https://www.cnb.cz/cs/casto-kladene-dotazy/Co-to-je-inflace. [2024-10-19].

- ČESKÁ SPOŘITELNA, 2024. *Akciové fondy*. Online. 2024. Dostupné z: https://cz.products.erstegroup.com/Retail/cs/Know-How/VuC5uA1e_o_produktech/AkciovuC3uA9_fondy/index.phtml. [2024-10-19].
- ČESKÁ SPOŘITELNA, 2024. *INVESTICE. Slovník pojmů*. Online. 2024. Dostupné z: https://www.csas.cz/cs/financni-slovnik/investice. [2024-10-19].
- ČESKÁ SPOŘITELNA, 2025a. *Top Stocks: graf*. Online. 2025. Dostupné z: https://www.investicnicentrum.cz/cs/produkty/fondy/funds/CZ0008472404-F46745391. [cit. 2025-03-10].
- ČESKÁ SPOŘITELNA, 2025b. *REICO NEMOVITOSTNÍ*. Online. 2025. Dostupné z: https://www.investicnicentrum.cz/cs/produkty/fondy/funds/CZ0008472545-F45677994. [cit. 2025-03-10].
- ČESKO, 2013. *Zákon č. 240/2013 Sb., ze dne 18.08.2013, o investičních společnostech a investičních fondech*. Online. 2013. Dostupné z: https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2013-240#cast6. [2024-10-19].
- ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2024. *Inflace – druhy, definice, tabulky*. Online. 2024. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace. [2024-10-19].
- EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA, 2024. *Co je to inflace*? Online. 2024. Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/what_is_inflation.cs.html. [2024-10-19].
- FIO BANKA, 2024. *Podílové fondy*. Online. 2024. Dostupný: https://www.fio.cz/podilove-fondy. [2024-10-19].
- GENERALI INVESTMENTS, 2025a*. Generali Fond globálních značek*. Online. 2025. Dostupné z: https://www.generali-investments.cz/produkty/investice-v-czk/fondy/generali-fond-globalnich-znacek.html. [cit. 2025-03-10].
- GENERALI INVESTMENTS, 2025b. *Generali Fond korporátních dluhopisů*. Online. 2025. Dostupné z: https://www.generali-investments.cz/produkty/investice-v-czk/fondy/generali-cee-fond-korporatnich-dluhopisu.html. [cit. 2025-03-10].
- GOLD PRICE, 2025. *Grafy*. Online. 2025. Dostupné z: https://goldprice.org/. [cit. 2025-03-10].
- GOLDEN GATE, 2025. *Investujte s klidem*. Online. 2025. Dostupné z: https://www.goldengate.cz/. [cit. 2025-03-10].

- INVESTIČNÍ WEB, 2023. *Portfolio 60/40 (stále) žije. A bude prospívat*. Online. 2023. Dostupné z: https://www.investicniweb.cz/investice/strategie-analyzy-tipy/portfolio-6040-stale-zije-bude-prospivat. [2024-10-19].
- INVESTIKA, 2025. *Monetika Investiční alternativa ke spořicímu účtu*. Online. 2025. Dostupné z: https://www.investika.cz/investicni-fondy/monetika. [cit. 2025-03-10].
- J&T BANKA, 2025. *J&T BOND OPF*. Online. 2025. Dostupné z: https://www.jtbank.cz/produkty/fondy/CZ0008473634-j-t-bond-opf. [cit. 2025-03-10].
- MONETA MONEY BANK, 2024. *Co je broker*? Online. 2024. Dostupné z: https://www.moneta.cz/slovnik-pojmu/detail/broker. [2024-10-19].
- MORNINGSTAR, 2025. *Fidelity Funds - World Fund A-Acc-USD*. Online. 2025. Dostupné z: https://www.morningstar.co.uk/uk/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F00000TVF3&tab=1. [cit. 2025-03-10].
- PARTNERS INVEST, 2025. *Graf vývoje*. Online. 2025. Dostupné z: https://www.partnersis.cz/nase-fondy/partners-rezerva. [cit. 2025-03-10].
- PENÍZE.CZ, 2024. *Podílové fondy: velký investiční seriál a nemůže to zkrachovat*. Online. 2024. Dostupné z: https://www.penize.cz/podilove-fondy/290008-velky-investicni-serial-a-nemuze-to-zkrachovat. [2024-10-19].
- PHELPS, H., 2020. *What Makes Companies Invest*. Online. 2020. Dostupné z: https://www.richmondfed.org/publications/research/econ_focus/2020/q4/feature2. [2024-10-19].
- RAŠKA, L., 2024. *Investování jednoduše: Co je to investování*? Online. 2024. Dostupné z: https://magazin.portu.cz/investovani-jednoduse-3-rozdil-mezi-investovanim-a-sporenim. [2024-10-19].
- ResearchGate, 2018. *SRRI Risk Classes*. Online. 2018. Dostupné z: https://www.researchgate.net/figure/SRRI-risk-classes-on-corresponding-volatility-buckets-as-defined-in-the-ESMA-10-673_tbl1_326999336. [2024-10-19].
- SCHILLER, R., 2014. *Speculative Asset Prices*. Online. 2014. Dostupné z: https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.104.6.1486. [2024-10-19].
- SRIVASTAVA, A., 2019. *History of value investing*. Online. 2019. Dostupný: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3442539. [2024-10-19].

- TRIGEA.CZ. Online. 2024. Dostupné z: https://www.trigea.cz/?gclid=CjwKCAiApaarBhB7EiwAYiMwqtX3DoNZQJQtPmcRzek18eP_NP4WXCbHALCERcN_njp6U3ksob2pUxoCTDMQAvD_BwE. [2024-10-19].
- WALDRON, R., 2018. *Capitalizing on the State: The political economy of Real Estate Investment Trusts and the 'Resolution' of the crisis*. Online. 2018. Dostupné z: https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0016718518300502. [2024-10-19].

Přílohy

PŘÍLOHA A INVESTIČNÍ DOTAZNÍK GENERALI INVESTMENTS CEE, A.S. 117
PŘÍLOHA B INVESTIČNÍ DOTAZNÍK CONSEQ INVESTMENT MANAGEMENT, A.S 118
PŘÍLOHA C INVESTIČNÍ DOTAZNÍK PLATFORMY EDWARD INVEST 120

Příloha A Investiční dotazník Generali Investments CEE, a.s.

Investiční dotazník v7

GENERALI INVESTMENTS

I. Smluvní strany — povinné údaje

Generali Investments CEE, investiční společnost, a.s. se sídlem Na Pankráci 1720/123, 140 21 Praha 4, IČ 43873766, zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze oddíl B, vložka 1031 (dále jen „Společnost") a

Investor

☐ fyzická osoba ☐ fyzická osoba – podnikatel / Majetkový účet vedený na podnikání ☒ právnická osoba

všechna příjmení: X

všechna jména: Y

obchodní firma nebo název: X Y

rodné číslo / IČ / NID: - datum narození: - místo narození: -

II. Investiční dotazník

Obchodní zástupce (nebo jen „OZ") tímto Investičním dotazníkem zjišťuje přiměřenost investování Investora v rámci produktové nabídky Společnosti a žádá Investora o úplné, přesné a pravdivé zodpovězení níže uvedených otázek.

Upozornění:
V případě, že Investor odmítá odpovědět na otázky Investičního dotazníku, OZ tímto upozorňuje Investora, že tento postoj mu neumožňuje vyhodnotit, zda poskytnutí investiční služby odpovídá Investorovým odborným znalostem a zkušenostem, potřebným pro pochopení souvisejících rizik.
OZ vyhodnocuje v Investičním dotazníku informace, které mu Investor poskytl. Investor se zavazuje informovat OZ o jakékoliv změně poskytnutých informací. OZ nenese odpovědnost za škodu, která by Investorovi mohla vzniknout jako důsledek poskytnutí nedostatečných, neúplných, nepravdivých nebo neaktuálních informací. V případě, kdy OZ vyhodnotí získané informace tak, že poskytnutí příslušné investiční služby nebo provedení obchodu s investičním nástrojem v rámci investiční služby neodpovídá jeho odborným znalostem nebo zkušenostem, upozorní Investora na takovéto zjištění.

1) Znáte níže uvedené investiční produkty, především co ovlivňuje jejich výnos a která rizika jsou s nimi spojena? *Můžete vybrat více odpovědí.*
- ☐ Investiční fondy (např. dluhopisové, akciové, smíšené)
- ☐ Dluhopisy
- ☒ Akcie (případně investiční certifikáty, ETF, apod.)
- ☐ Neznám žádný

2) Se kterými investičními službami jste se již setkal/a nebo je znáte? *Můžete vybrat více odpovědí.*
- ☒ Nákup a prodej investičních nástrojů (např. podílových listů, dluhopisů, akcií)
- ☐ Investiční poradenství
- ☐ Individuální správa aktiv
- ☐ Žádnou službu neznám

3) Absolvoval/a jste školu nebo vzdělávací kurz se zaměřením na investování či obchodování s investičními nástroji nebo máte povolání s tímto zaměřením? *Vyberte pouze jednu odpověď.*
- ☐ Ano
- ☐ Ne, ale znalosti a zkušenosti jsem získal/a při investování vlastních peněz
- ☐ Ne, ale znalosti jsem získal/a samostudiem
- ☒ Ne

4) Jak dlouho investujete? *Vyberte pouze jednu odpověď.*
- ☐ Více než 5 let
- ☒ 3 až 5 let
- ☐ Méně než 3 roky
- ☐ Vůbec

5) Jak často nakupujete nebo prodáváte investiční nástroje? Zajímá nás průměr za poslední 3 roky. *Vyberte pouze jednu odpověď.*
- ☐ Několikrát během roku, protože využívám pravidelné nákupy investičních produktů
- ☒ Zřídka, maximálně jednotky obchodů během roku
- ☐ Často, zpravidla desítky obchodů ročně
- ☐ Zatím jsem vůbec neinvestoval/a

6) Jakou část svého finančního majetku máte nebo jste měl/a v investičních nástrojích? *Vyberte pouze jednu odpověď.*
- ☒ Méně než 25 %
- ☐ 25 % až 50 %
- ☐ Více než 50 %
- ☐ Zatím jsem neinvestoval/a

7) Které z níže uvedených investičních nástrojů jste v posledních 3 letech vlastnil/a? *Můžete vybrat více odpovědí.*
- ☐ Investiční fond (např. dluhopisový, akciový, smíšený)
- ☐ Dluhopis
- ☒ Akcie (případně investiční certifikát, ETF, apod.)
- ☐ Žádný

Investor odmítl vyplnit Investiční dotazník ☐ ano — verze dotazníku 1.0.

Vyhodnocení Investičního dotazníku – Vašim odborným znalostem a zkušenostem v oblasti investování nejlépe odpovídá investiční profil:

☐ **Konzervativní** ☒ **Vyvážený** ☐ **Dynamický**

III. Charakteristiky investičních profilů a vyhodnocení přiměřenosti

Konzervativní profil
Investor s tímto profilem nemá žádné nebo jen velmi malé znalosti a zkušenosti z oblasti investování, které by mu umožnily reálně vyhodnocovat rizika spojená s investičními nástroji.

Z tohoto důvodu jsou pro něj **přiměřené investiční produkty** s nízkou mírou rizika a potenciálu výnosu, které **jsou zařazeny do skupiny 1. Produkty z ostatních skupin jsou pro investora s konzervativním profilem nepřiměřené**.

Vyvážený profil
Investor s tímto profilem má alespoň základní znalosti a případně i zkušenost s investováním, díky nim dokáže už poměrně dobře vyhodnocovat rizika spojená s investičními nástroji.

Z tohoto důvodu jsou pro něj **přiměřené investiční produkty** s nízkou až střední mírou rizika a potenciálu výnosu, které **jsou zařazeny do skupiny 1 a skupiny 2. Produkty z ostatních skupin jsou pro investora s vyváženým profilem nepřiměřené**.

Dynamický profil
Investor s tímto profilem má pokročilé znalosti i zkušenosti s investováním, díky nim dokáže velmi dobře vyhodnocovat rizika spojená s investičními nástroji. Je si plně vědom toho, že vysokého výnosu je možné dosáhnout pouze při podstoupení vysokého rizika.

Z tohoto důvodu jsou pro něj **přiměřené investiční produkty** s nízkou až vysokou mírou rizika, které **jsou zařazeny do skupin 1 až 4**.

Zařazení jednotlivých investičních produktů do skupin je k dispozici na internetové adrese Společnosti www.generali-investments.cz, u Obchodních zástupců a v sídle Společnosti.

S tímto vyhodnocením se zavazujete seznámit před provedením investice.
Přiměřenými jsou pro Vás takové produkty, u kterých jste reálně schopen/a posoudit související rizika, a to na základě svých dosavadních odborných znalostí a zkušeností z oblasti investic.
Nepřiměřenými jsou pro Vás takové produkty, u kterých je pravděpodobné, že nemáte dostatečné odborné znalosti a zkušenosti k tomu, abyste správně vyhodnotil/a související rizika.

IV. Podpis — povinné údaje

datum: 2 6 0 1 2 0 2 5 místo: Praha podpis Investora:

Investiční zprostředkovatel: evidenční číslo:

jméno, příjmení: Daniel Klika podpis:

041_FCZID-1-2001

strana 1 z 1

Příloha B Investiční dotazník Conseq Investment Management, a.s

CONSEQ **Investiční dotazník (IDvCT-2009)**
pro smlouvy o obhospodařování investičních nástrojů

IDVC2009

Conseq Investment Management, a.s., (dále jen „**Conseq**") upozorňuje klienta, že investiční dotazník slouží k vyhodnocení toho, zda poskytnutí požadované investiční služby odpovídá finančnímu zázemí klienta, jeho investičním cílům a odborným znalostem a zkušenostem potřebným pro pochopení a pečlivé uvážení všech souvisejících rizik, zejména jeho toleranci k riziku a schopnosti nést ztráty. Investiční dotazník slouží rovněž k určení cílového trhu, do kterého klient patří. Z toho důvodu Conseq žádá klienta o úplné a pravdivé zodpovězení všech dále uvedených otázek.

Klient:
Jméno a příjmení / název: X Y ..... RČ/IČO: -.....

Zástupce klienta*:
Jméno a příjmení: ..... RČ: -.....
**) Nevyplňuje se v případě, že klient není zastoupen*

Číslo smlouvy: .....

Na otázky investičního dotazníku

- [ ] **chci odpovědět**
- [ ] **odmítám odpovědět** a v tom případě **beru na vědomí, že takový přístup znemožňuje Conseq poskytnout mi požadovanou investiční službu a určit, do jakého cílového trhu patřím.**

TEST VHODNOSTI:

1. Jaký je podle Vás vztah mezi potenciálním výnosem investice a jejím rizikem?

- [ ] Rizikovost investice s potenciálním výnosem nesouvisí, investice může nést vysoký výnos při nízkém riziku.
- [x] Vyšší potenciální výnos je spojen s vyšším rizikem, nižší riziko naopak znamená nižší potenciál výnosu.
- [ ] Neznám správnou odpověď.

2. Jaké jsou hlavní výhody investování do standardních otevřených fondů kolektivního investování?

- [x] Diverzifikace, likvidita a regulace snižující rizika pro neprofesionální investory.
- [ ] Garance výnosu investiční společností.
- [ ] Neznám správnou odpověď.

3. Čím je charakteristická akcie?

- [ ] Je to cenný papír, se kterým je spojen závazek emitenta splatit nominální hodnotu a vyplácet úroky z dluhu.
- [x] Je to cenný papír, se kterým je spojeno mj. právo podílet se na zisku akciové společnosti a na jejím řízení formou hlasování na valné hromadě.
- [ ] Neznám správnou odpověď.

4. Která z uvedených investic je méně riziková pro investora sledujícího svůj výnos v CZK?

- [ ] Dluhopisy denominované v USD se splatností 10 let vydané společností s ratingem spekulativního stupně.
- [x] České státní dluhopisy denominované v CZK se splatností 5 let.
- [ ] Neznám správnou odpověď.

5. Máte vzdělání či kvalifikaci vztahující se k obchodování s investičními nástroji?

- [x] Ne.
- [ ] Ano, vysokoškolské vzdělání se zaměřením mj. na finanční trhy a investiční nástroje.
- [ ] Ano, složil/a jsem odbornou zkoušku nebo jsem prošel/la odborným kurzem se zaměřením na obchodování s investičními nástroji (makléřská zkouška, odborné vzdělání pro registraci investičního zprostředkovatele/vázaného zástupce apod.).

6. Má Vaše povolání vztah k obchodování s investičními nástroji?

- [x] Ne.
- [ ] Částečně - pracuji nebo jsem dříve více než rok pracoval/a ve finančním sektoru, ale nezastávám pozici přímo spojenou s obchodováním s investičními nástroji.
- [ ] Ano, zastávám nebo jsem dříve více než rok zastával/a pozici přímo spojenou s obchodováním s investičními nástroji (např. makléře, portfolio manažera, investičního poradce apod.).

7. Uveďte Vaše zkušenosti s investičními nástroji (vyplňte alespoň jednu odpověď v každém sloupci).

	Fondy peněžního trhu, dluhopisové nebo zajištěné	Fondy smíšené nebo akciové	Akcie, certifikáty bez zajištění	Pákové certifikáty, deriváty
Neinvestoval/a jsem nikdy	■	■	☐	■
Investoval/a jsem v posledních 3 letech	☐	☐	■	☐
Investuji na pravidelné (měsíční nebo čtvrtletní) bázi	☐	☐	☐	☐
Držím investice již více než 3 roky	☐	☐	■	☐
Investoval/a jsem celkem více než 100.000,- CZK	☐	☐	■	☐

8. Jaký je zdroj Vašich pravidelných příjmů?

- [x] Zaměstnanecký poměr nebo podnikatelská činnost.
- [ ] Pronájem nemovitostí, příjmy z kapitálového majetku.
- [ ] Sociální dávky, dary od příbuzných.
- [ ] Nemám pravidelné příjmy.

9. Jaká je výše Vašich příjmů vzhledem k plánované investici?

- [ ] Mám dostatečné příjmy k pokrytí i mimořádných výdajů, plánovaná investice mne neomezuje a pravděpodobně nebudu mít potřebu rušit investici před plánovaným investičním horizontem.
- [x] Mé příjmy pokrývají mé běžné výdaje, ale při mimořádných výdajích bych musel/a plánovanou investici zrušit i před plánovaným investičním horizontem.
- [ ] K realizaci plánované investice jsem nucen/a vzhledem ke svým příjmům využít úvěr nebo zápůjčku.

Conseq Investment Management, a.s., Burzovní palác, Rybná 682/14, Staré Město, 110 00 Praha 1, IČO: 264 426 71, zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 7153, Tel.: +420 225 988 225, Fax: +420 225 988 202, e-mail: fondy@conseq.cz, www.conseq.cz

CONSEQ

Investiční dotazník (IDvCT-2009)
pro smlouvy o obhospodařování investičních nástrojů

10. Jak velký podíl na Vašem celkovém majetku představuje Vámi investovaná částka?

- [ ] menší než 10 %
- [x] 10 – 50 %
- [ ] více než 50 %

12. Jaký je investiční horizont Vaší investice, tj. jak dlouho plánujete ponechat Vaše prostředky zainvestované?

- [ ] minimálně 1 rok
- [ ] minimálně 3 roky
- [x] minimálně 5 let
- [ ] minimálně 8 let

14. Vyberte možnosti, které odpovídají složení Vašeho celkového majetku:

- [x] více než 50 % majetku tvoří nemovitosti nebo jiná nelikvidní aktiva
- [ ] více než 20 % majetku tvoří likvidní aktiva
- [ ] více než 20 % majetku tvoří dlouhodobé investice (např. akcie, dluhopisy se splatností delší než 3 roky)
- [ ] neplatí žádné z výše uvedených tvrzení

16. Které z níže uvedených tvrzení nejlépe vystihuje účel Vaší investice?

- [ ] „Mám dočasně volné prostředky jako základní rezervu, kterou mohu kdykoliv rychle potřebovat."
- [x] „Mám volné prostředky, které nyní spíše nebudu potřebovat a chci je zhodnotit."
- [ ] „Mám nadbytečné prostředky, které bych rád/a investoval/a za účelem co nejvyššího možného výnosu."

11. Uveďte, kolik % Vašeho měsíčního příjmu tvoří pravidelné splátky finančních závazků.

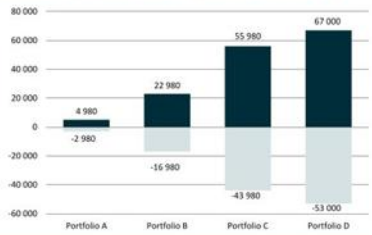
- [x] menší než 30 %
- [ ] 30 – 60 %
- [ ] více než 60 %

13. S ohledem na Vaše investiční cíle a schopnost unést případné ztráty, se kterou z následujících odpovědí se ztotožňujete nejvíce?

- [ ] „Nejsem ochoten/na akceptovat žádné ztráty, chci získat zpět minimálně částku investovaných prostředků, a to i za cenu nižšího výnosu z investice."
- [ ] „Jsem ochoten/na akceptovat nízkou kolísavost a případné ztráty hodnoty investice v jednotkách procent, ale prioritou je pro mne spíše ochrana investovaných prostředků než vysoký růst jejich hodnoty."
- [x] „Prioritou je pro mne růst hodnoty investice, jsem ochoten/na akceptovat i vyšší míru kolísání této hodnoty a případné riziko ztráty větší části investovaných prostředků."

15. Graf níže zobrazuje možnou nejvyšší roční ztrátu a nejvyšší roční výnos v případě potenciální investice ve výši 100.000 CZK. Vzhledem k možným výnosům či ztrátám byste se rozhodl/a investovat do:

- [ ] portfolia A
- [ ] portfolia B
- [x] portfolia C
- [ ] portfolia D



VYHODNOCENÍ TESTU VHODNOSTI (VYPLNÍ INVESTIČNÍ KONSULTANT DLE NÁVODU K VYHODNOCENÍ):

Investiční profil	Test přiměřenosti	Příjmy a závazky	Majetek	Investiční horizont	Účel a vztah k riziku
Žádné investiční nástroje	< 0	<= 0	0	0	<= 0
Krátkodobé investice	0+	1	0	0	1
Konzervativní až příjmový profil	4+	1	0	1	2 - 3
Vyvážený až růstový profil	9+	2 (min. 1)	1	2 (min. 1)	4 - 5 (min. 3)
Dynamický profil	13+	3+ (min. 2)	2+	3 (min. 2)	6+ (min. 5)
Vysledky jednotlivých částí testu	10	3	1	2	5

Za vhodný může být vybraný investiční profil považován pouze tehdy, pokud jsou výsledky dotazníku alespoň tří z pěti hodnocených oblastí ve vybraném nebo rizikovějším profilu. Je-li pro některou z oblastí požadován pro určitý profil minimální výsledek dotazníku, musí být toto minimum splněno, jinak nemůže být vybraný investiční profil považován za vhodný ani v případě, že je splněna první podmínka.

VYHODNOCENÍ CÍLOVÉHO TRHU, DO KTERÉHO ZÁKAZNÍK PATŘÍ (VYPLNÍ INVESTIČNÍ KONSULTANT DLE NÁVODU K VYHODNOCENÍ):

Kategorie zákazníka: neprofesionální
Investiční preference: růst
Znalosti a zkušenosti: informovaný investor
Schopnost nést ztráty: ano
Investiční horizont: minimálně 5 let
Tolerance rizika: SRRI max. 6

DOTAZNÍK VYHODNOTIL:

Investiční konsultant: Daniel Klika Dne: 26.01.2025 Podpis (zástupce) investičního konsultanta: .....

Prohlašuji, že jsem obsahu investičního dotazníku rozuměl(a), že jsem do něj uvedl(a) jen údaje pravdivé, úplné a prosté zkreslení, že Conseq bez zbytečného odkladu vyrozumím o každé podstatné změně údajů v odpovědích na otázky č. 5 – 16 a že jsem se před podpisem tohoto prohlášení seznámil(a) s vyhodnocením dotazníku včetně cílového trhu, ledaže dotazník nebyl vyhodnocen z důvodu mého odmítnutí odpovědět na jeho otázky nebo jejich část. Pro případ, že požaduji dynamičtější investiční profil, než který je pro mne dle vyhodnocení investičního dotazníku vhodný, **beru na vědomí upozornění, že mi Conseq nemůže poskytnout požadovanou investiční službu.**

Místo: Praha Dne: 26.01.2025 Podpis (zástupce) klienta: .....

Conseq Investment Management, a.s., Burzovní palác, Rybná 682/14, Staré Město, 110 00 Praha 1, IČO: 264 426 71, zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 7153, Tel.: +420 225 988 225, Fax: +420 225 988 202, e-mail: fondy@conseq.cz, www.conseq.cz

Příloha C Investiční dotazník platformy Edward Invest

edward

INVESTIČNÍ DOTAZNÍK

Jméno:	X
Příjmení:	Y
Rodné číslo:	-
Telefon:	-
Email:	-

TOLERANCE RIZIKA

Tyto otázky nám pomohou určit, které investiční nástroje odpovídají svou rizikovostí míře rizika, které jste v rámci investování schopni podstoupit.

1. Označil/a bych se za:

- ○ velmi opatrného investora.
- ◉ opatrného investora.
- ○ odvážného investora.
- ○ velmi odvážného investora.

2. Jaký je maximální pokles hodnoty, který dokážete tolerovat ve svém dlouhodobém investičním portfoliu?

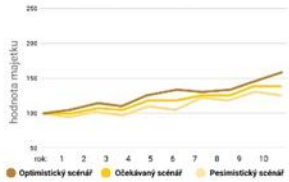
- ○ 0 %
- ○ 5 %
- ○ 10 %
- ○ 15 %
- ◉ 20 %
- ○ 25 %
- ○ 30 %
- ○ 40 %
- ○ 50 %
- ○ 60 % i více

3. Pokud by hodnota mé investice klesla o více než (hodnota z otázky č.2)

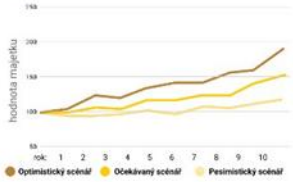
- ○ okamžitě investici zruším a peníze vyberu.
- ◉ znervózním, ale budu vyčkávat, pokud by investice dále klesala, asi ji zruším.
- ○ zůstanu trpělivý/á a peníze nechám dál pracovat.
- ○ nechá mě to klidným/klidnou, pokud bude možnost, přihodím další peníze.e

Tento dokument je součástí služby obhospodařování majetku Edward, kterou poskytuje WOOD & Company Financial Services, a.s., obchodník s cennými papíry se sídlem náměstí Republiky 1079/1a, 110 00 Praha 1, Česká republika; IČ: 26 50 38 08 ;
Společnost je zapsána v Obchodním rejstříku u Městského soudu v Praze, oddíl B, vložka 7484.

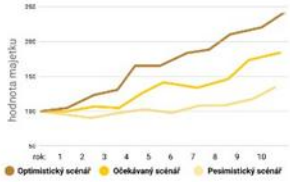
4. Jaký vývoj hodnoty investované částky byste preferovali?



○ Portfolio 1

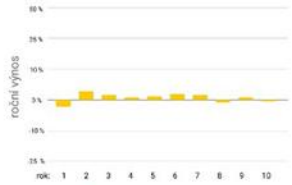


◉ Portfolio 2



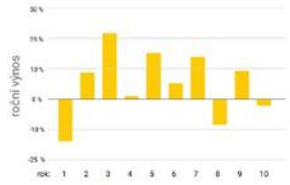
○ Portfolio 3

5. Jaké roční výnosy byste preferovali?



○ Portfolio 1

◉ Portfolio 2



○ Portfolio 3

CÍL INVESTOVÁNÍ A ČASOVÝ HORIZONT

Tyto otázky nám pomohou určit, které investiční nástroje svou doporučenou minimální dobou držení investice odpovídají Vašemu investičnímu horizontu a s jakými investičními nástroji bude pravděpodobně možné naplnit Vaše očekávání (investiční cíl).

6.Hlavním cílem investování je pro mě

- ○ abych ochránil hodnotu svých úspor proti inflaci
- ◉ aby dlouhodobě rostla hodnota mé investice
- ○ abych si zabezpečil budoucí zdroj příjmů

7. Předpokládám, že z portfolia nezačnu vybírat peníze dříve než

- ○ tak, jak jsem definoval/a své cíle ve finančním dotazníku
- ○ za 3 roky.
- ◉ za 3 až 5 let.
- ○ za 5 až 10 let.
- ○ za déle než 10 let.

8. Jakmile začnu z portfolia vybírat peníze, spotřebuji celou jeho hodnotu

- ○ v souladu s nastavením mých finančních cílů, uvedených ve finančním dotazníku
- ○ ihned.
- ◉ během následujících 5 let.
- ○ během následujících 10 let.
- ○ během doby delší než 10 let.

Tento dokument je součástí služby obhospodařování majetku Edward, kterou poskytuje WOOD & Company Financial Services, a.s., obchodník s cennými papíry se sídlem náměstí Republiky 1079/1a, 110 00 Praha 1, Česká republika; IČ: 26 50 38 08 ;
Společnost je zapsána v Obchodním rejstříku u Městského soudu v Praze, oddíl B, vložka 7484.

9. Jaká je pravděpodobnost, že peníze vyberete dříve, než uvádíte?

- ○ Nízká. Rád/a dodržuji plány, které si stanovím, a to i dlouhodobě.
- ◉ Střední. I když to teď nepředpokládám, mohla by nastat situace, že peníze vyberu dříve.
- ○ Vysoká. Jsem zvyklý/á měnit své plány, pokud se změní okolnosti.

ZNALOSTI

Tyto otázky nám pomohou určit, které investiční nástroje jsou přiměřené Vašim znalostem v oblasti investic.

10. Vyberte tvrzení, které je pravdivé: Při investování platí, že:

- ◉ Vyššího výnosu lze obvykle dosáhnout pouze za cenu vyššího rizika vzniku ztráty. Naopak méně rizikové investice přinášejí obvykle nižší výnos.
- ○ Výše výnosu obvykle nesouvisí s mírou rizika vzniku ztráty.
- ○ Výnosy jsou obvykle předem garantovány a nehrozí proto riziko vzniku ztráty.
- ○ Nevím.

11. Který z uvedených investičních fondů zpravidla vykazuje největší výkyvy své hodnoty?

- ○ Fond peněžního trhu
- ○ Smíšený fond
- ◉ Akciový fond
- ○ Nevím.

12. Pro investiční službu investiční zprostředkování (tj. přijímáni a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů) je typické

- ○ Informování zákazníka o přiměřenosti jeho plánované investice z pohledu jeho investičního profilu. Zprostředkování pokynu k obchodu s inv. nástrojem.
- ○ Poskytnutí individualizovaného doporučení zákazníkovi ohledně obchodu s konkrétním investičním nástrojem.
- ○ Provádění obchodů s investičními nástroji pro zákazníka na základě vlastní úvahy investičního poradce.
- ◉ Nevím.

13. Pro investiční službu investiční poradenství je typické:

- ○ Provádění obchodů s investičními nástroji pro zákazníka na základě vlastní úvahy investičního poradce.
- ○ Poskytnutí individualizovaného doporučení zákazníkovi ohledně obchodu s konkrétním investičním nástrojem.
- ○ Informování zákazníka o aktuálním vývoji na kapitálových trzích a stavu jeho investic
- ◉ Nevím

Tento dokument je součástí služby obhospodařování majetku Edward, kterou poskytuje WOOD & Company Financial Services, a.s., obchodník s cennými papíry se sídlem náměstí Republiky 1079/1a, 110 00 Praha 1, Česká republika; IČ: 26 50 38 08 ; Společnost je zapsána v Obchodním rejstříku u Městského soudu v Praze, oddíl B, vložka 7484.

14. Které z níže uvedených produktů znáte natolik, že víte, jak jsou konstruovány, co ovlivňuje jejich výnos a jaká jsou s nimi spojená rizika? (vyberte i více možností)

- ☐ Podílové fondy (akciové, dluhopisové, smíšené, zajištěné, ...)
- ☐ Dluhopisy
- ■ Akcie
- ☐ ETF
- ☐ Nic z výše uvedeného

Na následující otázku odpovídejte pouze pokud jste v otázce č. 14 zaškrtli Podílové fondy

14 A. Odpovězte prosím na následující otázku. Investicí do podílového fondu získávám:

- ○ podíl na majetku fondu, který je zpravidla investován do akcií, dluhopisů a jiných cenných papírů.
- ○ předem stanovený úrok a jistotu návratnosti mého vkladu.
- ○ možnost nakupovat a prodávat cenné papíry podle svého uvážení.
- ○ Neznám správnou odpověď

Na následující otázku odpovídejte pouze pokud jste v otázce č. 14 zaškrtli Dluhopisy

14 B. Odpovězte prosím na následující otázku: Pokud si koupím dluhopis, obvykle získám:

- ○ pravidelný předem stanovený úrok a po splatnosti dluhopisu i nominální hodnotu.
- ○ podíl na zisku společnosti a možnost prodat cenný papír za tržní hodnotu.
- ○ pravidelný úrok a k tomu podíl na zisku společnosti.
- ○ neznám správnou odpověď.

Na následující otázku odpovídejte pouze pokud jste v otázce č. 14 zaškrtli Akcie

14 C. Odpovězte prosím na následující otázku: Jako majitel akcie se obvykle:

- ◉ stávám spolumajitelem dané firmy a mám právo na podíl na zisku.
- ○ stávám věřitelem dané firmy a ta mi vyplácí úroky.
- ○ stávám ředitelem dané firmy a ta mi vyplácí mzdu.
- ○ neznám správnou odpověď.

Na následující otázku odpovídejte pouze pokud jste v otázce č. 14 zaškrtli ETF

14 D. Odpovězte prosím na následující otázku: ETF je:

- ○ investiční fond obchodovaný na burze, který svým složením a výnosy kopíruje složení a výnosy vybraného indexu (například akciový S&P 500).
- ○ akcie firmy, která se zabývá investováním na burze.
- ○ investiční certifikát, vyjadřující závazek banky vyplácet úroky a splatit jistinu.
- ○ neznám správnou odpověď.

Tento dokument je součástí služby obhospodařování majetku Edward, kterou poskytuje WOOD & Company Financial Services, a.s., obchodník s cennými papíry se sídlem náměstí Republiky 1079/1a, 110 00 Praha 1, Česká republika; IČ: 26 50 38 08 ; Společnost je zapsána v Obchodním rejstříku u Městského soudu v Praze, oddíl B, vložka 7484.

ZKUŠENOSTI

Tyto otázky nám pomohou určit, které investiční nástroje jsou přiměřené Vašim znalostem v oblasti investic.

15. Do kterých investičních nástrojů jste během posledních 5 let investoval? (vyberte i více možností)

- ☐ Nemám žádnou zkušenost s investičními produkty.
- ☐ Státní nebo podnikové dluhopisy.
- ☐ Podílové fondy nebo ETF
- ■ Akcie

Na následující otázky odpovídejte pouze pokud jste v otázce č. 15 zaškrtli Státní nebo podnikové dluhopisy.

15 B1. Jak dlouhé máte zkušenost s investováním do dluhopisů v posledních 5 letech?

- ○ Kratší než 1 rok
- ○ 1 až 3 roky
- ○ Delší než 3 roky

15 B2. Jakým způsobem jste investoval/a do dluhopisů?

- ○ Pouze pravidelně (nastavení pravidelné měsíční platby)
- ○ Jednorázově (1—3 transakce za rok)
- ○ Aktivně nakupuji a prodávám cenné papíry (více než 3 transakce za rok)

15 B3. Kolik peněz jste již investoval/a do dluhopisů

- ○ Do 100 000 Kč
- ○ 100 001 až 1 000 000 Kč
- ○ Nad 1 000 000 Kč

Na následující otázky odpovídejte pouze pokud jste v otázce č. 15 zaškrtli Podílové fondy nebo ETF

15 C1. Jak dlouhé máte zkušenost s investováním do podílových fondů nebo ETF v posledních 5 letech?

- ○ Kratší než 1 rok
- ○ 1 až 3 roky
- ○ Delší než 3 roky

15 C2. Jakým způsobem jste investoval/a podílových fondů nebo do ETF?

- ○ Pouze pravidelně (nastavení pravidelné měsíční platby)
- ○ Jednorázově (1—3 transakce za rok)
- ○ Aktivně nakupuji a prodávám cenné papíry (více než 3 transakce za rok)

15 C3. Kolik peněz jste již investoval/a podílových fondů nebo do ETF?

- ○ Do 100 000 Kč
- ○ 100 001 až 1 000 000 Kč
- ○ Nad 1 000 000 Kč

Tento dokument je součástí služby obhospodařování majetku Edward, kterou poskytuje WOOD & Company Financial Services, a.s., obchodník s cennými papíry se sídlem náměstí Republiky 1079/1a, 110 00 Praha 1, Česká republika; IČ: 26 50 38 08 ; Společnost je zapsána v Obchodním rejstříku u Městského soudu v Praze, oddíl B, vložka 7484.

Na následující otázky odpovídejte pouze pokud jste v otázce č. 15 zaškrtli Akcie

15 D1. Jak dlouhé máte zkušenost s investováním do Akcií v posledních 5 letech?

- ○ Kratší než 1 rok
- ○ 1 až 3 roky
- ◉ Delší než 3 roky

15 D2. Jakým způsobem jste investoval/a do Akcií?

- ○ Pouze pravidelně (nastavení pravidelné měsíční platby)
- ◉ Jednorázově (1—3 transakce za rok)
- ○ Aktivně nakupuji a prodávám cenné papíry (více než 3 transakce za rok)

15 D3. Kolik peněz jste již investoval/a do Akcií?

- ○ Do 100 000 Kč
- ◉ 100 001 až 1 000 000 Kč
- ○ Nad 1 000 000 Kč

FINANČNÍ ZÁZEMÍ

Tyto otázky nám pomohou určit, kzda jste s ohledem na stav Vašeho finančního zázemí schopen nést případné ztráty spojené s investováním

16. Jaký podíl představují peníze, které se chystáte investovat, na Vašem celkovém majetku (včetně hotovosti, všech finančních produktů, nemovitostí a dalších investic)?

- ○ Méně než 10 %
- ◉ 10 až 25 %
- ○ 25 až 50 %
- ○ 50 až 75 %
- ○ 75 až 100 %

17. Z jakých zdrojů plynou Vaše pravidelné příjmy?

- ☐ Příjem ze zaměstnání (zaměstnanec, brigáda nebo výsluha)
- ■ Příjem z podnikání
- ☐ Sociální dávky (mateřská, rodičovská, podpora v nezaměstnanosti, stipendium)
- ☐ Výnos z držby majetku (pronájem)
- ☐ Příjem od manžela / manželky / partnera / partnerky / jiné třetí osoby (výživné)
- ☐ Důchod (starobní, invalidní, vdovský, sirotčí, ...)

Tento dokument je součástí služby obhospodařování majetku Edward, kterou poskytuje WOOD & Company Financial Services, a.s., obchodník s cennými papíry se sídlem náměstí Republiky 1079/1a, 110 00 Praha 1, Česká republika; IČ: 26 50 38 08 ; Společnost je zapsána v Obchodním rejstříku u Městského soudu v Praze, oddíl B, vložka 7484.

18. Jaké jsou Vaše pravidelné čisté měsíční příjmy?

- ○ Do 15 000 Kč
- ○ Od 15 001 Kč do 30 000 Kč
- ○ Od 30 001 Kč do 50 000 Kč
- ◉ Od 50 001 Kč do 100 000 Kč
- ○ Nad 100 000 Kč

19. Vaše pravidelné splátky úvěrů či jiných finančních závazků dosahují

- ○ méně než 10 % Vašich pravidelných čistých příjmů.
- ◉ 10—25 % Vašich pravidelných čistých příjmů.
- ○ 25—50 % Vašich pravidelných čistých příjmů.
- ○ 50—75 % Vašich pravidelných čistých příjmů.
- ○ 75—100 % Vašich pravidelných čistých příjmů.
- ○ nemám žádné finanční závazky, které bych splácel/a.

20. Co by pro Vaši životní úroveň znamenala ztráta více než 30 % investovaných prostředků?

- ○ Existenční potíže
- ○ Výrazné snížení životního standardu
- ◉ Mírné snížení životního standardu
- ○ Pravděpodobně nic

21. Požadujete, aby Vaše investice splňovaly kritéria odpovědného investování?

- ○ Ano
- ◉ Ne

Na následující otázky odpovídejte pouze pokud jste v otázce č. 21 zaškrtli Ano

21 A. Jak moc je pro Vás důležité kritérium životního prostředí? (E)

- ○ vůbec pro mě není důležité
- ○ spíše pro mě není důležité
- ○ je pro mě důležité

21 B. Jak moc je pro Vás důležité kritérium sociální odpovědnosti? (S)

- ○ vůbec pro mě není důležité
- ○ spíše pro mě není důležité
- ○ je pro mě důležité

21 C. Jak moc je pro Vás důležité kritérium správy a řízení firmy? (G)

- ○ vůbec pro mě není důležité
- ○ spíše pro mě není důležité
- ○ je pro mě důležité

Tento dokument je součástí služby obhospodařování majetku Edward, kterou poskytuje WOOD & Company Financial Services, a.s., obchodník s cennými papíry se sídlem náměstí Republiky 1079/1a, 110 00 Praha 1, Česká republika; IČ: 26 50 38 08 ; Společnost je zapsána v Obchodním rejstříku u Městského soudu v Praze, oddíl B, vložka 7484.

Prohlášení klienta a informace o způsobu vyplnění investičního dotazníku

Klient prohlašuje, že dotazník vyplnil dobrovolně, že poskytnuté údaje jsou aktuální, přesné a úplné a zavazuje se informovat svého investičního zprostředkovatele o případných změnách.

Klient si je zároveň vědom toho, že uvedení neúplných nebo nepravdivých údajů ho vystavuje riziku realizace nevhodných obchodů nebo doporučení nevhodné investiční strategie.

Klient potvrzuje, že byl seznámen a převzal:

- Informace pro klienty investičních zprostředkovatelů, obsahující "Informace o investičním zprostředkovateli", "Kontaktní adresa a způsob komunikace",
- Informace o zařazení klienta, "Informace o pravidlech proti střetu zájmů", "Informace o pobídkách", "Informace o rizicích" a "Informace o nákladech a poplatcích".
- Informace týkající se zpracování osobních údajů jsou umístěny na na stránkách investičního zprostředkovatele

Způsob vyplnění investičního dotazníku

Výše uvedený investiční dotazník byl vyplněn elektronicky v PDF nebo ručně na vytištěnou kopii PDF. Odpovědi klient uvedl pravdivě a na jejich základě bude klientovi prezentováno vyhodnocení investičního dotazníku přímo na schůzce s poradcem.

Kategorizace klienta

Výše uvedený klient je zařazen do kategorie požívající nejvyšší míru ochrany (neprofesionální klient) dle směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů (MiFID), ve znění směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/31/ES a 2007/44/ES (MiFID).

Vyplněno dne: 26.1.2025

Tento dokument je součástí služby obhospodařování majetku Edward, kterou poskytuje WOOD & Company Financial Services, a.s., obchodník s cennými papíry se sídlem náměstí Republiky 1079/1a, 110 00 Praha 1, Česká republika; IČ: 26 50 38 08 ; Společnost je zapsána v Obchodním rejstříku u Městského soudu v Praze, oddíl B, vložka 7484.

Obrázky:

ResearchGate. SRRI Risk Classes. [online]. 2018. [cit. 2024-10-19]. Dostupný: https://www.researchgate.net/figure/SRRI-risk-classes-on-corresponding-volatility-buckets-as-defined-in-the-ESMA-10-673_tbl1_326999336

eToro. Tržní a ekonomické cykly: jak fungují. [online]. 2024. [cit. 2024-10-19]. https://www.etoro.com/cs-cz/investing/market-and-economic-cycles