

OBSAH

Úvod	2
1. Kolektivní investování	3
1.1 Vymezení pojmu kolektivního investování	3
1.2 Právní úprava	3
1.3 Depozitář	4
1.4 Historie	5
1.5 Princip ochrany investorů	5
1.6 Výhody	6
1.7 Nevýhody	7
2. Subjekty kolektivního investování	8
2.1 Investiční fondy	8
2.2 Podílové fondy	10
2.3 Investiční společnosti	11
2.4 Investiční kluby	13
2.5 Venture fondy	13
2.6 Samoregulující organizace	13
3. Druhy investičních fondů	16
4. Měření výkonnosti fondů	18
5. Metodika	22
6. Výsledky	26
6.1 Obecné srovnání fondů	26
6.2 Akciové fondy	30
6.2.1 Fondy a jejich struktura	30
6.2.2 Historická výnosnost	34
6.2.3 Průměrná výnosnost a riziko	38
6.2.4 Specifické metody	39
Závěr	44
Summary	46
Seznam použité literatury	47

ÚVOD

Přestože počátky kolektivního investování ve světě začaly kolem poloviny 19. století, v České republice má tento způsob zhodnocení volných peněžních prostředků značně kratší historii.

Subjekty kolektivního investování patří mezi zprostředkovatele působící na finančních trzích. V podílových fondech se shromažďují volné peněžní prostředky a využívají se k nákupu různých druhů aktiv.

Tato práce je určena pro širokou veřejnost. Objasňuje základní pojmy kolektivního investování, poukazuje na platnou právní úpravu, přibližuje druhy podílových fondů, které se v Čechách používají nejvíce. Zaměřena je především na hodnocení akciových podílových fondů.

V praktické části je vysvětlena skladba portfolia vybraných fondů. Okrajově je zde zmíněna situace na americké burze cenných papírů, která se vyznačuje velkým propadem tržních cen akcií všech typů, avšak nejpatrnější je to právě u zkoumaných akciových fondů.

Tato část je také věnována hledání závislostí mezi českým, evropským a americkým akciovým trhem. V neposlední řadě jsou zde použity i specifické metody hodnocení výnosnosti akciových fondů, které berou v úvahu nejen průměrný výnos ale i riziko. Analýza rizika byla jedním z nutných předpokladů. Riziku je věnována větší pozornost, protože je součástí i našeho každodenního života.

1. KOLEKTIVNÍ INVESTOVÁNÍ

1.1 Vymezení pojmu kolektivní investování

Kolektivní investování je shromažďování peněžních prostředků od předem neurčitého a neomezeného okruhu právnických a fyzických osob za účelem jejich použití na podnikání na základě principu rozptýlení rizika způsoby, které dovoluje zákon. Kolektivní investování probíhá na kapitálovém trhu.

Kolektivní investování je založeno na myšlence sdružení finančních prostředků jednotlivých drobných investorů. Hlavním motivem investorů je dosažení efektivnější správy společných prostředků, diverzifikace a minimalizace rizik a získání přístupu na trhy obvykle vyhrazené jiným typům investorů.

Princip rozptýlení rizika znamená, že soustředěné peněžní prostředky není možné investovat jen do podnikání jediného podnikatele nebo jedné majetkové hodnoty, nýbrž je nutné rozdělit tento majetek nebo majetkovou hodnotu v poměrech, které dovoluje zákon.

Kolektivní investování je zvláštním druhem podnikatelské činnosti, která je vyloučena z živnostenského podnikání. Mohou ji vykonávat jen k tomu speciálně zřízené právnické osoby nazývané investiční společnosti a investiční fondy.

Za účelem kolektivního investování lze shromažďovat pouze peněžní prostředky. Jiné hodnoty, i když by byly lehce zpeněžitelné, od veřejnosti shromažďovat nelze.¹

1.2 Právní úprava

Kolektivní investování v České republice se řídí **zákonem č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování**. Dále je upraveno těmito vyhláškami:

- *vyhláška č. 604/2006 Sb.*, o používání technik a nástrojů k efektivnímu obhospodařování majetku standardního fondu a speciálního fondu, který shromažďuje peněžní prostředky od veřejnosti,

- *vyhláška č. 603/2006 Sb.*, o informační povinnosti fondu kolektivního investování a investiční společnosti,

- vyhláška č. 482/2006 Sb., o minimálních náležitostech statutu a povinných náležitostech zjednodušeného statutu fondu kolektivního investování,
- vyhláška č. 431/2006 Sb., o způsobu stanovení reálné hodnoty majetku a závazků fondu kolektivního investování a o způsobu stanovení aktuální hodnoty akcie nebo podílového listu fondu kolektivního investování,
- vyhláška č. 414/2004 Sb., o odměně nuceného správce, likvidátora a správce konkurzní podstaty, některých poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu a o náhradě jejich hotových výdajů,
- vyhláška č. 347/2004 Sb., o způsobu plnění pravidel obezřetného podnikání a pravidel organizace vnitřního provozu investiční společnosti a investičního fondu,
- vyhláška č. 270/2004 Sb., o způsobu stanovení reálné hodnoty majetku a závazků fondu kolektivního investování a o způsobu stanovení aktuální hodnoty akcie nebo podílového listu fondu kolektivního investování,
- vyhláška č. 269/2004 Sb., o náležitostech a přílohách žádostí podle zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování,
- vyhláška č. 265/2004 Sb., o podrobnostech plnění povinností depozitáře.²

1.3 Depozitář

Je osoba, právně i majetkově oddělená od investiční společnosti a investičního fondu a na nich nezávislá, která zajišťuje úschovu majetkových hodnot. Plní příkazy investiční společnosti a investičního fondu, týkající se dispozic se svěřenými hodnotami, a kontroluje dodržování zákonných i statutárních pravidel.

Depozitář tedy představuje jakousi první instanci na poli regulace.

Podle českého práva mohou společnosti a fondy zvolit jako depozitáře pouze oprávněnou banku. Osoba depozitáře je schvalována příslušným orgánem a to při udělení povolení ke vzniku investičního fondu. Banka tuto funkci zabezpečuje pouze na základě platné smlouvy.¹

1.4 Historie

Počátky kolektivního investování ve světě

Investiční a podílové fondy jsou nezbytným prvkem efektivně fungujících finančních trhů. První fondy vznikají v polovině 19. století ve Francii (Credit Mobilier byl založen v roce 1852) a ve Skotsku (v roce 1860 vznikl Scottish-American Investment Company). V USA dochází k rozmachu kolektivní formy investování po 1. světové válce. V kontinentální Evropě vznikají investiční a podílové fondy až po 2. světové válce. V současné době bezpochyby patří investiční a podílové fondy mezi nejdůležitější zprostředkovatele na finančních trzích.³

Počátky kolektivního investování v České republice

Prvním zcela zásadním impulsem pro vznik a rozvoj kolektivního investování, jakožto celého kapitálového trhu, byla **kuponová privatizace**, která stála u zrodu prvních fondů.

Po ustanovení základních institucí českého kapitálového trhu a kolektivního investování byl ovšem jejich následný vývoj ovlivněn působením dalších dvou dominantních faktorů, a to nedostatků v legislativě a jejím vymáhání a deformacemi českého kapitálového trhu v důsledku nedostatečného výkonu státního dozoru.

Vznikem Komise pro cenné papíry odpovídající za státní regulaci a činnosti Unie investičních společností ČR, provádějící tzv. samoregulaci účastníků trhu.¹

1.5 Princip ochrany investorů

- Kolektivní investování mohou provádět jen kapitálové obchodní společnosti s dostatečně velkým základním jměním a zvláštním povolením.
- Společnosti, provozující kolektivní investování, nesmějí vykonávat jinou podnikatelskou činnost.
- Osoby, které jsou v orgánech těchto společností, musí být bezúhonné, musí mít dostatečné odborné znalosti a nesmějí vykonávat stanovené státní nebo jiné funkce.

- Získané peněžní prostředky lze investovat jen do majetkových hodnot určených zákonem.
- Při investování do bezpečných majetkových hodnot je nutno respektovat princip rozptýlení rizika.
- Právnícké osoby, určené ke kolektivnímu investování, nesmí vydávat dluhopisy, aby nesnížily svou likviditu ve vztahu ke svým investorům.
- Je zabráněno vzniku monopolního nebo dominantního postavení jedné investiční společnosti nebo jednoho investičního fondu nebo vzájemně majetkově propojené skupiny těchto společností.
- Je zajištěno oddělené hospodaření s majetkem investorů od majetku zakladatelů společností pro kolektivní investování a informovanost investorů o hospodaření s tímto majetkem.
- Je zajištěna kontrola činnosti investičních společností a investičních fondů, jak ze strany států prostřednictvím zvláštního orgánu dozoru, který využívá i odborného dozoru, tak i ze strany depozitáře a samosprávných profesních organizací (samoregulujících se organizací).¹

1.6 Výhody

Výhody kolektivního investování jsou v tom, že investor nemusí mít žádné znalosti v jednotlivých oborech podnikání, neboť vloží své peněžní prostředky zvláštnímu druhu obchodní společnosti, která má větší kapitál a která investuje do akcií různých oborů, ovšem vždy v mezích zákona.

Další výhodou je to, že investování soustředěných peněžních prostředků se děje na základě principu rozptýlení rizika. Tím je zabezpečeno, že případný nezdár v jedné oblasti nemá za následek ztrátu všech prostředků soustředěných pro kolektivní investování. Investiční společnost, která peněžní prostředky soustředila, je nemůže investovat rizikově, neboť pracuje, stejně jako bankovní sektor, se svěřenými, tedy cizími finančními prostředky.

Kolektivní investování snižuje riziko i tím, že podléhá zvláštnímu dozoru a musí probíhat v souladu se zákony a na základě licenčního povolení. Tím se na vyspělých

kapitálových trzích podstatně snižuje riziko, že se investor stane obětí neetického jednání.

Dalšími výhodami jsou nižší transformační náklady, což jsou náklady na koupi cenných papírů ve formě poplatků makléřské firmě za zprostředkování nákupu. V neposlední řadě patří k výhodám kolektivního investování i odlišný způsob zdaňování či možnost ovlivňovat řízení akciových společností.

Argumentem pro využívání služeb investičních společností je fakt, že na rozdíl od individuálního investora má investiční společnost k dispozici moderní systémy, kterými může v podstatě nepřetržitě sledovat akcie, výkyvy a jiné pohyby na světových finančních trzích. Úspěšnost jejich portfolia manažerů ve vyhledávání a realizování úspěšných investic by proto měla být nesrovnatelná oproti jednotlivci, který investuje samostatně.¹

1.7 Nevýhody

Nevýhody spočívají v tom, že je nutné platit správní poplatky fondů, což je poplatek za správu kapitálu. Investor rovněž ztrácí možnost ovlivňovat výrazněji zaměření investic – jde o tzv. ztrátu investiční volnosti.

Dále existuje riziko plynoucí ze skutečnosti, že jde o investování na kapitálovém a peněžním trhu a i přes limity dané zákonem se mohou vyskytnout společnosti, které nemají s investory čestné úmysly nebo se stane něco nepředvídatelného, neboť i kapitálový trh je trhem a ceny se na něm vytvářejí na základě poptávky a nabídky.¹

2. SUBJEKTY KOLEKTIVNÍHO INVESTOVÁNÍ

2.1 Investiční fondy

Vymezení investičního fondu

Investiční fond není totožný s podílovým fondem. Investiční fond je samostatnou právnickou osobou (podílový fond je organizační složkou investiční společnosti, která nemá právní subjektivitu). Majetek soustředěný v investičním fondu je majetkem tohoto fondu (majetek podílového fondu je majetkem podílníků).

Investiční fond má právní formu akciové společnosti. Rozdíly ostatních akciových společností jsou dány zákonem a týkají se zejména předmětu podnikatelské činnosti, některých zvláštností vzniku, organizace a zániku. Investiční fond a investiční společnost se liší jednak ve způsobu kolektivního investování, jednak v právní formě.

Peněžní prostředky, soustředěné investičním fondem od investorů, se stávají majetkem investičního fondu a investiční fond je může použít i k jiným bezpečným formám uložení, než je nákup cenných papírů (investiční společnost soustřeďuje peněžní prostředky, které zůstávají majetkem investorů a smí je použít pouze k nákupu cenných papírů do portfolia podílového fondu).

Investoři, kteří investují prostřednictvím investičního fondu, jsou v postavení společníků stejně jako zakladatelé investičního fondu (u investiční společnosti jsou investoři podílníky majetku v podílovém fondu).

Základní dokumenty investičního fondu jsou zakladatelská smlouva (listina), stanovy investičního fondu a jeho statut.

K tomu, aby byl investiční fond založen, musí být zvoleny orgány investičního fondu a musí být schváleny stanovy a statut. Statut je doplňkem stanov a spolu se stanovami společnosti plní funkci společenské smlouvy mezi společností a akcionáři.

Orgány investičního fondu tvoří valná hromada, představenstvo a dozorčí rada. Investoři, kteří se stávají akcionáři společnosti, se účastní valné hromady a hlasují na ní.

Prostředky ke kolektivnímu investování se získávají na základě veřejné výzvy k upisování akcií při zvyšování základního jmění, takže získané peněžní prostředky jsou majetkem investičního fondu, který s nimi nakládá svým jménem a na svůj účet. To umožňuje, aby soustředěné peněžní prostředky byly použity i k jiným formám investování, než je nákup cenných papírů.

Investiční fond může ukládat majetek, určený ke kolektivnímu investování, i do movitých věcí nebo nemovitostí. Musí se však jednat o věci, které poskytují záruku spolehlivého uložení.

U investičních fondů existují dva relativně samostatné majetkové okruhy – majetek určený ke kolektivnímu investování (z prodeje akcií při zvyšování základního jmění) a ostatní majetek (vklady zakladatelů investičního fondu). V obou případech jde o majetek investičního fondu a investiční fond je vede pod jedním účetnictvím. V analytické evidenci je však třeba odlišit oba okruhy majetku, protože pro majetek určený ke kolektivnímu investování platí jiný právní režim, než pro ostatní majetek investičního fondu.

Rozdíl mezi zakladatelem a investorem je pouze v tom, že zakladatel upsal akcie společnosti bez výzvy k upisování akcií, zatímco investor upsal akcie na základě veřejné výzvy k upisování akcií.¹

Kritéria pro výběr investičního fondu

Mezi kritéria, která nám mohou pomoci při výběru investičního fondu, patří:

- Finanční zázemí a dlouhodobá stabilita,
- Zkušenosti a schopnosti managementu fondu,
- Informační otevřenost,
- Image fondu,
- Marketingová strategie,
- Dodržování etických principů,
- Zhodnocení,
- Poplatky.⁴

2.2 Podílové fondy

Podílový fond není právnickou osobou. Investiční společnost shromažďuje peněžní prostředky prodejem podílových listů a vytváří z nich podílové fondy. Investiční společnost vydává a prodává podílové listy, obhospodařuje majetek v podílových fondech. Rovněž má právo nakupovat, prodávat, půjčovat a půjčovat si cenné papíry na vlastní účet. Smí uzavírat pro podílový fond, který obhospodařuje, termínované a opční obchody k omezení rizik z nepříznivého vývoje kurzů cenných papírů a devizových kurzů.

Podílové fondy mohou být otevřené nebo uzavřené. U otevřeného podílového fondu není počet vydávaných podílových listů limitován. Podílník má právo na zpětný odkup svého podílového listu investiční společnosti, která je povinna tento podílový list odkoupit.

U uzavřeného podílového listu je omezen počet vydávaných podílových listů nebo doba jejich prodeje a podílník nemá nárok na zpětný prodej svého podílového listu investiční společnosti.

Činnost podílového fondu se řídí jeho statutem, který obsahuje zejména zaměření a cíle investiční politiky a investiční společnosti v daném fondu, zásady hospodaření s majetkem podílového fondu, způsob použití výnosů z majetku podílového fondu, údaj o veřejné obchodovatelnosti podílových listů, údaje o investiční společnosti obhospodařující podílový list, údaje o depozitáři a způsob uveřejňování zpráv o hospodaření podílového fondu.

Zákon stanoví okruh cenných papírů, které smějí být v majetku podílového fondu, a omezuje je v podstatě pouze na dluhopisy s vysokou bonitou a na veřejně obchodovatelné akcie.¹

2.3 Investiční společnosti

Vymezení pojmu investiční společnost

Investiční společnost je obchodní společnost, jejímž výhradním předmětem podnikání je kolektivní investování a to způsobem, který určuje zákon, případně správa majetku investičního či penzijního fondu. Jinou činnost může investiční společnost vykonávat jen pokud souvisí s výše uvedenými činnostmi. Jedná se především o různé administrativní činnosti, které ovšem mají návaznost na kolektivní investování. Jiný druh podnikatelské činnosti nesmí vykonávat v žádném případě.

Na počátku vzniku investiční společnosti stojí skupina investičních odborníků, kteří nabízejí své znalosti kapitálového trhu lidem, kteří mají volné finanční prostředky a chtějí je pokud možno bezpečně investovat. Podmínky pro vznik investiční společnosti jsou dány zákonem. Obsah stanov i statutů je vymezen zákonem.

Před podáním návrhu na zápis investiční společnosti do obchodního rejstříku musí zakladatelé získat od příslušného státního orgánu povolení ke vzniku investiční společnosti.

Investiční společnost nemůže začít vykonávat činnost, tj. kolektivní investování dříve, než bude splaceno celé základní jmění investiční společnosti, i když bude investiční společnost do OR zapsána.

Nejvyšším orgánem investiční společnosti je valná hromada společníků podle ustanovení obchodního zákoníku o valné hromadě akciové společnosti.

Dalšími orgány jsou statutární a dozorčí orgány, tj. představenstvo akciové společnosti jakožto statutární orgán; dozorčím orgánem je pak dozorčí rada.

Podle zákona nesmí osoby, které se účastní ve statutárních a dozorčích orgánech, zastávat funkce neslučitelné s funkcemi v orgánech investiční společnosti (člen vlády, zaměstnanec ČNB do burzy cenných papírů, zaměstnanec jiné investiční společnosti nebo investičního fondu).

Peněžní prostředky, získané z podílových listů, soustřeďuje v podílových fondech (organizační jednotky bez právní subjektivity). Majetek, soustředěný v podílovém fondu, se nestává majetkem investiční společnosti, ale zůstává majetkem investorů – majitelů podílových listů, kteří ho svěřují investiční společnosti pouze do správy.

Majetek v podílovém fondu nemůže investiční společnost investovat do jakýchkoliv cenných papírů, ale jen do cenných papírů stanovených zákonem a v poměru určeném zákonem.

Správu majetku investičního fondu vykonává investiční společnost na základě mandátní smlouvy, podle obchodního zákoníku, uzavřené mezi spravující investiční společností a příslušným investičním fondem.

Investiční společnost hospodář se svým vlastním majetkem, jednak s majetkem cizím, který je soustředěný v podílových fondech.

Zdrojem vlastního majetku jsou vklady zakladatelů do základního jmění společnosti a dále příjmy z její podnikatelské činnosti. O vlastním majetku vede společnost samostatné účetnictví a sestavuje samostatnou uzávěrku, která je povinně přezkušována nezávislým auditorem.¹

Zvláštnosti investičních společností

Nejvýznamnější odchylky od obecných ustanovení obchodního zákoníku se týkají:

- vzniku společnosti (zvláštnosti obsahu stanov, zakladatelské smlouvy či zakladatelské listiny),
- struktury společnosti (zvláštnosti v orgánech společnost nebo jejich složení),
- činnosti společnosti (předmět činnosti je omezen jen na kolektivní investování a činnosti s tím bezprostředně související),
- hospodaření společnosti (ve společnosti existují dva majetkové okruhy a je omezena dispozice s majetkem),
- zánik společnosti (společnost se nemůže usnést na svém sloučení, splynutí nebo rozdělení bez souhlasu příslušného regulačního orgánu).¹

2.4 Investiční kluby

Investiční klub je sdružení skupiny lidí, kteří se navzájem dobře znají a mají společný cíl, kterým je společné zhodnocování vlastních úspor prostřednictvím investic na kapitálovém trhu. Členové investičního klubu jsou neustále ve styku, mají dokonalý přehled o majetku a hospodaření klubu, sami rozhodují o tom, kolik a kam budou investovat a za co utratí své peníze. Každý ze členů klubu se věnuje určitému segmentu kapitálového trhu a rozhodování klubu je tak podloženo relevantními informacemi. Právní formě takového sdružení by v českých podmínkách asi nejlépe odpovídalo občanské sdružení.¹

2.5 Venture fondy (fondy rizikového a rozvojového kapitálu)

Rizikový a rozvojový kapitál je prostředkem k financování zahájení činnosti společnosti, jejího rozvoje, expanze nebo odkupu celé společnosti, kdy investor rizikového kapitálu získává za poskytnutí potřebného kapitálu dohodnutý podíl na základním jmění společnosti. Rizikový a rozvojový kapitál představuje dlouhodobou investici nejen peněz, ale i času a námahy, jejímž cílem je umožnit perspektivním malým a středním společnostem dneška, aby se staly velkými společnostmi zítřka.

Co se týče jednotlivých druhů investorů, nejvýznamnější podíl na tomto trhu zaujímají bankovní instituce a penzijní fondy, následovány pojišťovnami, korporátními investory, soukromými investory (obchodní andělé) a vládou podporovanými organizacemi.¹

2.6 Samoregulující se organizace

V současné době vykonává dozor nad českým kapitálovým trhem Česká národní banka. Dříve tuto funkci plnila Komise pro cenné papíry.

Principy samoregulující se organizace je třeba uplatňovat u:

- organizátorů veřejného trhu,
- obchodníků s cennými papíry,
- makléřů,

- investičních společností a fondů,
- případně jiných subjektů působících na kapitálovém trhu.¹

Unie investičních společností (UNIS)

Potřeba profesní asociace, sdružující investiční fondy, vznikla již počátkem 90. let 20. století. Tehdy byly na území České republiky založeny tři asociace.

1. Asociace investičních společností a fondů – AISF- byla založena v roce 1991 z iniciativy malých nebankovních fondů. Účelem této asociace bylo pomáhat manažerům investičních fondů při zvyšování kvalifikace a chránit investory. Na počátku sdružovala 60 členů, v roce 1994 to již bylo 104 členů. AISF se zaměřila na organizování seminářů a konzultací pro členy, na spolupráci s ministerstvem financí v oblasti legislativy a daní, na spolupráci se zahraničím.

2. Sdružení investičních společností – SDIS – bylo založeno v roce 1991. Členy bylo 26 vlivných společností, které vlastnily 67 % majetku privatizovaného v 1. vlně kupónové privatizace. Členem se mohla stát jakákoliv investiční společnost, která byla ochotna řídit se ve své činnosti Statutem a Etickým kodexem. Sdružení se stalo aktivní a reprezentativní organizací, která spolupracovala s centrálními orgány a navázala kontakty s dalšími dvěma podobně zaměřenými asociacemi. V roce 1994 se sdružení stalo provozovatelem Evropské federace investičních fondů a společností.

3. Sdružení investičních společností a fondů z Moravy a Slezska – SISMFS – bylo založeno v roce 1992 v Brně. Zaměření společností bylo obdobné jako u dalších dvou asociací včetně vzájemné spolupráce všech tří asociací. Členy bylo 22 fondů a společností, které působily v oblasti Moravy a Slezska.

Unie investičních společností – UNIS – Vznikem Unie investičních společností České republiky v červnu 1996 bylo završeno úsilí českých asociací investičních společností a fondů směřující ke vzniku jediné profesní organizace subjektů kolektivního investování v České republice. Unie sdružuje nejvýznamnější kolektivní investory – investiční společnosti a samosprávné investiční fondy (které obhospodařují přes 80 % majetku z kupónové privatizace) a též nově zakládané korunové fondy.

Členové Unie se ve své činnosti řídí základními dokumenty, kterými jsou Stanovy a Etický kodex. Etický kodex vychází z předpokladu, že chování, které je plně v souladu se zákonem, nemusí být přesto vždy plně etické. Etický kodex by měl napomoci prosazování principů poctivého obchodního styku a ochrany dobrých mravů při hospodářské soutěži. V Unii je nepřípustné podporovat chování odporujícím pravidlům tohoto kodexu. Činnost Unie by měla napomoci ke zvýšení důvěryhodnosti a přehlednosti českého kapitálového trhu nejen doma, ale i v zahraničí.

Přeměna na Asociaci fondů a asset managementu České republiky (AFAM ČR)

V souvislosti s vývojem na evropské úrovni se na začátku roku 2006 rozšířila působnost Asociace o oblast asset managementu. Zároveň došlo ke změně názvu na Asociace fondů a asset managementu České republiky. AFAM ČR nyní zastřešuje jak kolektivní investování, tak i odvětví asset managementu v České republice.⁵

3. DRUHY INVESTIČNÍCH FONDŮ

V současné době ve světě existuje nepřehledné množství různých druhů investičních fondů. Mezi základní druhy patří dluhopisové, akciové, fondy peněžního trhu, smíšené a fondy fondů.

Dluhopisové (obligační) fondy

Hlavním cílem těchto fondů je bezpečnost jistiny. Dluhopisové fondy jsou ideální kombinací pro ty, kdo chtějí dosáhnout vyšších výnosů než u bank či fondů peněžního trhu. Při této investici nehrozí riziko významnějších ztrát. Přesto je minimální investiční horizont stanoven alespoň na dva roky.¹

Kurzy dluhopisů mají tendenci se pohybovat inverzně ke kurzům akcií a často se doporučují jako ideální investice při ekonomickém poklesu.

Velmi významným stimulem pro pohyby kurzů jsou změny úrokových sazeb. Při jejich poklesu kurzy dluhopisů většinou silně rostou a naopak.

Obligační fondy investují hlavně do dluhopisů s různou dobou splatnosti, případně do nástrojů peněžního trhu či bankovních účtů. Variabilita dluhopisových investic je však již dosti široká.⁶

Akciové fondy

Mnoho investičních fondů investuje pouze do kmenových akcií. Některé z nich smějí čas od času, s ohledem na nutnost diverzifikace portfolia, nakupovat také krátkodobé směnky nebo dluhopisy, avšak jen v omezeném množství. Cílem akciových fondů je dosažení kapitálového výnosu. Vzhledem k tomu, že ceny kmenových akcií kolísají, jsou i ceny akcií akciových fondů volatilnější. Tyto fondy se navzájem značně liší co do stupně rizika a růstového potenciálu.¹

Fondy peněžního trhu

Fondy peněžního trhu je třeba chápat ne jako dlouhodobou investici, ale pouze jako krátkodobé uložení dočasně volných peněžních prostředků a jako alternativu k vkladovým účtům. Jsou ideální pro krátkodobé spoření s možností výběru hotovosti v okamžik v blízké budoucnosti bez rizika ztrát a ztráty reálné hodnoty peněz inflací.⁶

Fondy investují do instrumentů peněžního trhu. Ty mají splatnost obvykle do 1 roku. Nejčastěji jde o vkladové účty u peněžních ústavů, pokladniční poukázky, krátkodobé obligace a depozitní certifikáty. Zejména u fondů peněžního trhu se vyplátí sledovat, zda fond neinvestuje do zahraničních měn. Fondy získávají z těchto cenných papírů určitý úrok, který buď reinvestují, nebo měsíčně vyplácejí svým akcionářům.¹

Smíšené (balancované) fondy

Smíšené fondy investují do všech nástrojů peněžního a kapitálového trhu. Tyto fondy investují do celé variety papírů, tj. do dluhopisů i do akcií. Investice do dluhopisů mají zajistit stabilitu fondu, popřípadě i vyšší výnos, kdežto investice do akcií mají zaručit potřebnou diverzifikaci, příjem z investic a růstový potenciál fondu.¹

Rozložení portfolia závisí na investiční strategii jednotlivých fondů. Jsou tedy vhodné i pro klienty, kteří raději přenechají své finanční prostředky, včetně volby jejich rozložení, na investiční společnosti.⁶

Fondy fondů

Tyto fondy investují pouze do jiných investičních fondů. Výhodou pro investory je to, že mohou svěřit výběr akcií zkušeným manažerům, kteří se vyznají v záplavě existujících fondů. Fondy fondů obvykle vyžadují velmi nízké poplatky.¹

Fondy fondů investují většinu svých prostředků do podílových listů a akcií jiných podílových fondů. Dvojnásobné rozložení snižuje riziko. Minimální investiční horizont těchto fondů závisí na jejich strategii. U nejčastější akciové strategie se doporučuje nejméně na čtyři roky. U převážně obligačně zaměřených fondů stačí dva roky.⁶

4. MĚŘENÍ VÝKONNOSTI FONDŮ

Výkonnost investičních fondů je jedním z nejdůležitějších kritérií při výběru fondů investorem. Je také podstatná pro samotný management fondů, pro konkurenceschopnost jednotlivých fondů usilujících o co největší podíl na trhu kolektivního investování, i pro o zvýšení svého podílu na umístění celkových úspor v ekonomice.

Čistá hodnota aktiv (ČHA)

Čistá hodnota aktiv, také čisté obchodní jmění (ČOJ), vyjadřuje, kolik majetku fondu po odečtení závazků fondu připadá na 1 akcii (podíl). Čistá hodnota aktiv se velice mění, zejména v důsledku změn tržní hodnoty aktiv fondu.⁷

$$\text{ČHA} = \frac{\text{Tržní hodnota aktiv} - \text{Závazky}}{\text{Počet emitovaných akcií (podílů)}}$$

Diskont (prémie)

Vyjadřuje podhodnocení či nadhodnocení tržní ceny cenného papíru ve srovnání s čistou hodnotou v %. Ukazuje, oč je tržní cena větší (menší) než čistá hodnota aktiv. Jestliže je tržní cena podílu vyšší než čistá hodnota aktiv, je podíl fondu prodáván s premií, je-li nižší, je podíl fondu obchodován s diskontem.⁷

$$\text{Diskont (prémie)} = \frac{\text{Čistá hodnota aktiv} - \text{Tržní cena}}{\text{Čistá hodnota aktiv}} * 100$$

Výkonnost portfolia fondu

Výkonnost portfolia investičního fondu musí ukázat, jak se managementu podniku podařilo zhodnotit za určité období peněžní prostředky, které měl k dispozici. Výkonnost se používá k hodnocení, protože se v ní odrážejí výsledky rozhodnutí fondu. Zahrnuje jak změnu čisté hodnoty aktiv za období, tak dividendu či výnos:⁸

$$V = \frac{\check{C}HA_1 - \check{C}HA_0 + D}{\check{C}HA_0} * 100$$

kde: V = výkonnost portfolia fondu v %,
 $\check{C}HA_0$ = čistá hodnota aktiv začátkem období,
 $\check{C}HA_1$ = čistá hodnota aktiv koncem období,
 D = vyplacené dividendy (výnos) za období.

Diverzifikace investic a riziko portfolia

Problematika diverzifikace investic a rizika portfolia se týká všech druhů investic podniku. Nejvíce však vstupuje do popředí u finančních investic do cenných papírů.

Riziko portfolia investic je riziko spojené s investováním do souboru finančního, hmotného či nehmotného dlouhodobého majetku.

Skutečnost, zda investice snižuje či zvyšuje riziko celého podnikání, závisí na vztahu příslušné investice k ostatním investicím. Z tohoto hlediska rozeznáváme tři typy investic:

- a) Investice s pozitivní závislostí (pozitivně korelované). Jsou to investice, jejichž výnosnost, v rámci určité časové dimenze, se vyvíjí stejným směrem. Takto diverzifikované investiční vklady nesnižují riziko celkového podnikání.
- b) Investice s negativní závislostí (negativně korelované). Jsou to takové investice, jejichž výnosnost se v určitém období vyvíjí protichůdně a tak se vzájemně doplňují. Takto diverzifikované investiční vklady zajišťují pokles celkového rizika.

- c) Investice s nulovou závislostí (nekorelované). Jde o investice, které nejsou vzájemně závislé. Takové investice snižují riziko částečně tím, že zde působí zákon velkých čísel. Čím více je investic s nulovou závislostí, tím větší je možnost částečného vyrovnání příznivých a nepříznivých faktorů.

Z hlediska rizika jsou tedy ideální negativně korelované investice. Vztah mezi investičními projekty s různou mírou závislosti se dá matematicky vyjádřit koeficientem korelace. **Koeficient korelace** investičních projektů měří rozsah, ve kterém je očekávaná výnosnost jednoho investičního projektu závislá na očekávané výnosnosti druhého projektu.⁷

Specifické metody měření výkonnosti portfolia

Tyto metody jsou založeny na modelech, které nejen měří výnos na úrovni portfolia, ale také berou v úvahu riziko.

Sharpův index

Slouží k porovnání dodatečné výnosové míry portfolia se směrodatnou odchylkou portfolia. Čím vyšší je hodnota tohoto poměru, tím vyšší je výnos fondů, zohledňující riziko. Matematicky se vyjádří:⁸

$$S_p = \frac{TPR - RF}{SD}$$

kde TPR je celková výnosová míra portfolia,

RF je bezriziková výnosová míra státních pokladničních poukázek,

SD je směrodatná odchylka výnosové míry portfolia.

Treynorův index

U této metody se předpokládá, že fond odstraní vhodnou diverzifikací jedinečné riziko a zůstane pouze riziko systematické. Porovnává proto dodatečnou výnosovou míru portfolia fondu s faktorem β portfolia.

B faktor vyjadřuje citlivost výnosnosti příslušného fondu na výnosnost všech akcií na trhu. Matematicky tento index vyjádříme:⁸

$$T_N = \frac{TPR - RF}{\beta_n}$$

kde TPR je celková výnosová míra portfolia,
RF je bezriziková výnosová míra státních pokladničních poukázek,
 β_n je beta faktor portfolia.

Metoda Jensena

Tento postup je založen na měření výkonnosti absolutním způsobem při zohlednění rizika. Matematicky lze vyjádřit následovně:⁸

$$TPR - RF = \alpha + \beta(RM - RF)$$

kde TPR je celková výnosová míra portfolia,
RF je bezriziková výnosová míra státních pokladničních poukázek,
 α je alfa faktor,
 β je beta faktor portfolia,
RM je výnosová míra tržního portfolia.

Jestliže α faktor je >0 , dosahuje fond vyšší výkonnosti, než je výkonnost tržního portfolia; jestliže je < 0 , je výkonnost fondu nižší než výkonnost tržního portfolia. Čím vyšších hodnot α faktor nabývá, tím vyšší výkonnosti fond dosahuje.¹

5. METODIKA

Cílem této bakalářské práce bylo:

- popsat vývoj a současný stav kolektivního investování v podmínkách ČR,
- analyzovat rizika a možnosti tohoto sektoru.

První úkol je naplněn v teoretické části, která se zabývá jak vývojem, tak zejména současným stavem kolektivního investování v ČR.

Druhým cílem práce, tj. analýzou rizika, výnosnosti a prognóz dalšího vývoje k sektoru kolektivního investování se zabývá praktická část práce.

Výběr analyzovaných fondů

Mezi zástupce kolektivního investování jsou řazeny podílové fondy, penzijní fondy a životní pojišťovny. Relevantní data pro účely analýzy mohly být získány pouze pro první kategorii, tj. pro podílové fondy – z tohoto důvodu je na ně práce zaměřena. Podle předmětu investování mohou být fondy rozděleny na dluhopisové, akciové, peněžního trhu, smíšeného typu nebo fondy fondů. Vzhledem k rozdílnému vývoji a charakteru těchto skupin musely být v bakalářské práci šetřeny všechny uvedené kategorie. Z každé z těchto oblastí bylo přitom vybráno 5 zástupců. Důležité bylo, aby měna, ve které je vedena čistá obchodní hodnota (ČOJ) podílových fondů na jeden podílový list, byla vedena v Kč.

Data charakterizující vývoj a strukturu jednotlivých 25 mnou dále zkoumaných podílových fondů byla získána z internetových stránek jednotlivých fondů a ze stránky www.kurzy.cz.

Velikost a struktura analyzovaných fondů

Data byla čerpána zejména z www stránek jednotlivých fondů. Vedle aktuálního stavu čisté hodnoty obchodního jmění byla sledována i jeho struktura. Ta byla vyjádřena jako procentický podíl jednotlivých složek investování na celku. U jednotlivých finančních instrumentů byly samostatně vyjádřeny zahraniční investice.

Vyhodnocení vývoje analyzovaných fondů

Nejprve byl sledován absolutní, celkový, výnos jednotlivých fondů za celé určené období. Délka tohoto sledovaného období byla postupně stanovena na 6 měsíců, 1 rok a

tři roky (za datum ukončení obchodování byl pokládán 31. prosinec 2007). Toto vyjádření vyjadřuje absolutní úspěšnost fondu za sledované období. Umožňuje určit kolik korun by získal potencionální investor, který by začal investovat k danému datu. Pro zobecnění vývoje daného fondu a odhad budoucího stavu se však tento způsob vyjádření nehodí. Pro tyto účely je lépe vyhodnotit vývoj fondu pomocí průměrného měsíčního výnosu, směrodatné odchylky (udávající stupeň rizikové volatility) a variačního koeficientu.

Průměrný výnos jednotlivých fondů byl (v souladu s platnou metodikou) charakterizován procentickými změnami hodnoty ČOJ/PL za 36 po sobě jdoucích měsíců. Výjimku tvořily fondy fondů, u nichž se mi nepodařilo najít 5 fondů s takto dlouhým obdobím – z toho důvodu jsem byla nucena u tohoto typu zkrátit zkoumané období na 30 po sobě jdoucích měsíců. Za stejně dlouhé období byla vypočtena i směrodatná odchylka, která mi umožnila hodnotit riziko. Vydělením směrodatné odchylky a průměrné očekávané výnosnosti jsem dospěla k variačnímu koeficientu. Tento ukazatel mi usnadnil hodnotit podílový fond s přihlédnutím k průměrné očekávané výnosnosti i riziku. Fond, u kterého vyšel variační koeficient nejnižší, lze pokládat za nejvýhodnější. Dále jsem vypočetla faktory α a β .

Třetí způsob vyhodnocení úspěšnosti podílových fondů spočívá v aplikaci specifických metod hodnocení výkonnosti podílových fondů. Tyto metody jsou poměrně nové a ne tak často využívané jako výše zmíněné. Mezi tyto specifické metody patří zejména Sharpův index, Treynorův index a Jensenova metoda. Principem těchto metod je přitom porovnání výnosu sledovaného fondu s výnosem dokonalého portfolia. Zde jsem však narazila na problémy – většina sledovaných fondů byla z větší či menší části tvořena investicemi do zahraničních derivátů. Bylo otázkou, zda vývoj fondu poměřovat s dokonalým portfoliem českého trhu (indexem PX), s portfoliem trhu evropského (charakterizovaného indexem EURO STOXX 50) nebo jej raději vztáhnout na celosvětové portfolio (za to lze pokládat americký index S&P 500).

Abych se mohla rozhodnout, podle jakého z indexů uvedené specifické metody přepočítat, byly provedeny následující testy:

- Výpočet korelačních koeficientů mezi sledovaným fondem a testovaným indexem. Pracovní hypotézou bylo, že správné bude použít index s největší kladnou korelací na sledované aktivum (na analyzovaný fond).
- Porovnání základních burzovních charakteristik vypočtených z údajů v Kč s charakteristikami vypočtenými z údajů v zahraniční měně (v dolarech, nebo v EUR). Toto šetření vycházelo z úvahy, že skutečné cenové pohyby fondů jsou v první řadě ovlivněny změnou ceny podkladového aktiva na zahraničních burzách, a teprve druhotně jsou tyto charakteristiky zastřeny převodem ceny z dolarů (respektive z EUR) na českou měnu. Pracovní hypotézou bylo, že riziko vypočtené z hodnot v cizí měně bude nižší než riziko vypočtené z údajů vyjádřených v Kč. Riziko vypočtené v Kč bude totiž odpovídat volatilitě zahraničního trhu navýšené o vliv volatility kurzu. Obdobně by měly být silnější korelace mezi zahraničním indexem a výnosem fondu vyjádřeným v zahraniční měně. Korelace mezi vývojem ceny fondu v Kč a zahraničním indexem je totiž zkreslena kurzovým vývojem.

Tyto analýzy byly provedeny pouze u akciových fondů. U této kategorie mají srovnání vývoje trhu a vývoje fondu největší význam. Dalším důvodem byl neúměrný nárůst rozsahu práce.

Vývoj indexů PX a Eurostoxxu jsem našla na stránkách www.kurzy.cz. Data jsem vybírala tak, aby datum ČOJ/PL korespondovalo s datem příslušného indexu. Zdrojem pro zjištění indexu S&P 500 byla internetová stránka www.finance.yahoo.com.

Převod hodnoty ČOJ/PL jednotlivých fondů na dolary (na EUR) jsem provedla následujícím způsobem: hodnotu ČOJ/PL vyjádřenou v Kč jsem vydělila vývojem kurzu amerického dolaru (kurzu EURA). Informace o vývoji kurzů jsem čerpala z internetových stránek www.kb.cz.

Po tomto převodu hodnoty ČOJ/PL jsem dále vypočetla průměrný měsíční výnos, směrodatnou odchylku, variační koeficient a ostatní charakteristiky obdobně jako v případě vyjádření ČOJ/PL v korunách – přesný postup viz výše. Ke každému z těchto fondů jsem spočítala také korelační koeficient, tedy těsnost vazby mezi vývojem příslušného podílového fondu a vývojem vybraného indexu. Následoval výpočet faktorů

α a β pro jednotlivé trhy. U každého z fondů jsem tedy dospěla k 3 různým hodnotám faktoru α , faktoru β a korelačnímu koeficientu v závislosti na použitém indexu.

Struktura podkladových aktiv v jednotlivých fondech se ukázala jako nestálá, podíl zahraničních aktiv velmi vysoký a navíc pocházející z řady různých oblastí (Euro-zóna, středoevropské trhy, trhy USA, asijské trhy, atd.). Z tohoto důvodu bylo těžké spolehlivě rozhodnout, na který index je hodnota fondu převážně korelována, proto byly nakonec uplatněny Sharpovy, Treynorovy a Jensenovy metody na všech základních indexech (PX, EURO STOXX 50, S&P 500). Za výnosovou míru tržního portfolia byl pokládán výnos příslušného indexu, bezrizikovou sazbu na českém trhu jsem stanovila na 3,75% (REPO sazba ČNB - zdroj www.cnb.cz), bezrizikovou sazbu evropských trhů na 4,00% (<http://www.ecb.eu/home/html/index.en.html> - Main refinancing operations) a bezrizikovou výnosovou míru pro USA na 3 % (zdroj: <http://www.federalreserve.gov/consumerinfo/default.htm>, hodnota k 31.12.2007). Všechny tyto sazby jsou stanoveny jako roční, z toho důvodu jsem je pro potřeby výpočtu převedla na měsíční.

Pomocí Sharpova indexu jsem porovnávala dodatečný výnos portfolia se směrodatnou odchylkou portfolia. Treynorův index počítá s odstraněním jedinečného rizika, proto jsem porovnávala dodatečný výnos portfolia s faktorem β . Jensenova metoda měří výkonnost absolutním způsobem. Po dosazení do vzorečku jsem zjistila faktor α .

Vzorec udávající způsob výpočtu jednotlivých metod je uveden v teoretické části.

6. VÝSLEDKY

6.1 Obecné srovnání fondů

Tabulka 1: Souhrnné údaje (v %)

Název fondu	průměrný výnos	riziko	výnos 3 roky	výnos 1 rok	výnos 6 měsíců
dluhopisové fondy					
ČPI - OPF korp. dluhopisů	0,10	0,39	3,69	-1,02	0,20
IKS Dluhopisový	0,06	0,78	2,25	0,00	1,21
ISČS - ČS korporátní dluhopisový	0,17	0,54	6,17	-1,01	0,37
Pioneer obligační fond	0,04	0,91	1,27	-1,03	0,55
Conseq Dluhopisový A	0,60	2,02	23,04	0,00	-0,50
akciové fondy					
AKRO akc. fond nov. ekonomik	1,02	5,12	37,37	-10,10	-15,27
ČPI - OPF Fond nové ekonomiky	0,33	5,28	7,10	3,11	3,20
ČSOB akciový mix	0,35	3,50	11,01	-10,94	-12,49
Pioneer akciový fond	0,39	3,51	12,27	-8,76	-7,71
IKS Světových indexů	0,34	4,25	3,05	-13,09	-11,56
fondy peněžního trhu					
ČPI - OPF Peněžní	0,12	0,09	4,32	1,48	0,79
IKS Peněžní trh	0,11	0,13	3,85	0,51	-0,02
ISČS - Sporinvest	0,12	0,11	4,32	1,08	0,54
Pioneer Sporokonto	0,12	0,07	4,45	1,58	0,85
Conseq konzervativní A	0,23	0,48	8,48	1,39	0,78
smíšené fondy					
AKRO fond progres. společností	-0,46	1,44	-15,77	-13,20	-12,92
BALANC. FOND NADACÍ	-0,03	0,58	-1,29	-0,44	-0,54
ČSOB bohatství	0,39	2,22	14,10	-3,93	-5,60
ISČS - Výnosový OPF	0,03	2,79	-0,22	-7,18	-4,89
ISČS - Výchývážený Mix FF	0,10	1,50	3,27	-4,29	-2,52
fondy fondů					
IKS Fond fondů	-0,26	4,44	-10,36	-18,52	-15,18
IKS Max 3	-0,11	1,40	-3,54	-7,92	-4,77
ISČS - Globaltrend	-0,44	4,08	-14,57	-20,50	-17,20
ISČS - Opatrný mix FF	0,00	0,36	0,14	-1,73	-0,92
IKS Fénix smíšený	0,04	1,61	0,70	-3,81	-5,03

Zdroj: autor

Obligační fondy

Tento typ fondu se vyznačuje oproti akciovým fondům nízkým rizikem i nízkým výnosem. Výnos se pohybuje od 0,06 do 0,60 %. Typickým investorem je osoba, která se raději vyhýbá riziku a zvolí jistotu. Riziko se nachází v rozmezí od 0,39 až po 2,02 %. Potencionální investor se bude rozhodovat na základě variačního koeficient. Nejvýhodněji se jeví fond ISČS - ČS korporátní dluhopisový, jehož variační koeficient je nejnižší (3,23).

Akciové fondy

Tyto fondy jsou nejrizikovější. Odměnou za podstoupené riziko je vysoký zisk. Výnos se pohybuje od 0,33 do 1,02 %. Riziko se nachází v rozmezí od 3,50 do 5,28%. Typickým investorem tohoto typu fondu bude někdo, kdo chce dosáhnout vysokých výnosů i za cenu vysokého rizika.

Tyto fondy jsou podrobeny bližšímu zkoumání.

Fondy peněžního trhu

U takto zaměřených podílových fondů lze počítat s velmi nízkým rizikem i výnosem. Tyto druhy fondů jsou spíše pro krátkodobé uložení finančních prostředků než pro dlouhodobé investování. Velmi nízké riziko těchto instrumentů je vykoupeno velmi nízkým výnosem. Ten pouze v jednom případě překonal hranici 0,12 procentních bodů. Celkový výnos těchto fondů je tak pod hranicí meziroční inflace a investování do nich by vedlo ke ztrátě reálné hodnoty vložených prostředků.

Balancované fondy

Balancované fondy vlastní cenné papíry všech investičních tříd - akcií, obligací a krátkodobých nástrojů. Tím se snaží omezit riziko a snížit fluktuaci u všech typů investičních tříd. Tyto fondy jsou specifické tím, že mohou regulovat rozsah jednotlivých typů investičních tříd, které fond vlastní, podle toho, jak se aktuálně mění ekonomické a tržní odhady manažerů. Přestože koruna ve sledovaném období stále sílila, tak tyto fondy nebyly schopny dosáhnout žádného výnosu. Naopak stávají se ztrátovými. Tato ztráta se prohloubila zejména v posledních 6 měsících v souvislosti s hypoteční krizí. Z toho vyplývá, že se manažerům těchto fondů prognózy příliš nepotvrdily.

Fondy fondů

Fondy fondů investují většinu svých prostředků do podílových listů jiných podílových fondů. Teoreticky platí, že dvojnásobná diverzifikace snižuje mnohonásobně riziko. Z uvedených výpočtů vychází, že tato teoretická poučka příliš neplatí. Oproti čistě akciovým fondům se podařilo snížit riziko jen nepatrně. Navíc tyto fondy realizovaly významně nižší výnos – to odpovídá předpokladům o dvojnásobném negativním vlivu poplatků.

Při srovnání výnosů za 3 roky s výnosem za posledních 6 měsíců si lze všimnout, že žádný fond nebyl v posledních 6 měsících viditelně ziskový. Lze říci, že krize se nevyhnula žádnému z fondů. Mezi fondy, které tato krize zasáhla nejvíce patří Conseq Dluhopisový a AKRO akciový fond nových ekonomik a ČSOB akciový mix. Zde dosahují ztráty nejvyšších hodnot.

Pokud sledujeme úspěšnost jednotlivých fondů podle toho, zda investovaly spíše do českých, či do zahraničních instrumentů (viz tabulka číslo 2), nedojdeme k jednoznačným výsledkům. Oba typy investic přinášely po většinu sledovaného období zhruba stejné výnosy.

Teoreticky měly být investice na českém trhu výhodnější. Průměrný výnos českého kapitálového trhu byl významně vyšší než výnos na trzích zahraničních. Zatímco index S&P 500 vzrostl za pozorované období o 15,08 %, český index PX se zvýšil o 25,42 %. Za 36 měsíců tak český index rostl rychleji než americký. Tento trend navíc znásobovala i posilující koruna. Na začátku sledovaného období stál 1 USD 23,40 Kč, na konci období to bylo 17,70 Kč za 1 USD. Koruna posílila oproti dolaru za 36 měsíců o zhruba 5,70 Kč. V neposlední řadě se na vyšším výnosu do českých investic měla podílet i krize na americkém kapitálovém trhu spojená s prudkým poklesem průměrné výnosnosti. Dopad této krize se na evropských trzích projevuje prozatím slaběji než v samotné Americe. Přes všechna tato teoretická očekávání a předpoklady nejsou fondy investující na zahraničních trzích významně neúspěšnější oproti fondům s převahou českých investic. Zdá se, že úspěšnost fondů závisí spíše na rozhodnutích a strategiích manažerů, kteří volí skladbu portfolia dle svých prognóz.

Tabulka 2: Struktura majetku podílových fondů (v %)

Název fondu	domácí akcie	zahraniční akcie	domácí dluhopisy	zahraniční dluhopisy	podílové listy	nástroje peněžního trhu	hotovost	ostatní
Obligační fondy								
ČPI - OPF korp. dluhopisů	x	x	22,98	76,02	x	1	x	x
IKS Dluhopisový	x	x	54	x	x	46	x	x
ISČS - ČS korporátní dluhopisový	x	x	27,85	61,65	x	x	x	10,5
Pioneer obligační fond	x	x	95,81	2,1	x	1,71	x	0,38
Conseq Dluhopisový A	x	x	75,8	24,2	x	x	x	x
Akciové fondy								
AKRO akciový fond nových ekonomik	26,17	68,21	x	x	x	x	5	0,62
ČPI - OPF Fond nové ekonomiky	6,8	68,5	x	x	22,11	x	x	2,59
ČSOB akciový mix	31,18	47,4	x	x	4,37	x	17,05	x
Pioneer akciový fond	1,33	91,63	x	x	x	x	6,19	0,85
IKS Světových indexů	11	61	x	x	x	x	28	x
Fondy peněžního trhu								
ČPI - OPF Peněžní	x	x	36,6	24,28	x	x	x	39,12
IKS Peněžní trh	x	x	10	47	x	x	19	24
ISČS - Sporinvest	x	x	25,89	59,1	4,99	x	x	10,02
Pioneer Sporokonto	x	x	35,32	61,03	x	x	3,65	x
Conseq konzervativní A	x	x	34,94	41,06	x	x	10,32	13,68
Smišené fondy								
AKRO fond progresivních společností	x	x	15,61	69,12	x	x	15,27	x
BALANCOVANÝ FOND NADACÍ	x	3,95	48,9	42,77	x	x	4,3	0,08
ČSOB bohatství	21,8	19,41	34,02	x	x	x	24,77	x
ISČS - Výnosový OPF	8,26	7,76	51,23	28,25	4,5	x	x	x
ISČS - Vývyvážený Mix FF	0,61	x	2,01	13,02	73,65	x	1,68	9,03
Fondy fondů								
IKS Fond fondů	x	2	6	48	x	44	x	x
IKS Max 3	100	x	x	x	x	x	x	x
ISČS - Globaltrend	x	1,23	x	x	96,93	x	x	1,84
ISČS - Opatrný mix FF	x	x	12,1	x	78,54	5,22	x	4,14
IKS Fénix smíšený	17	16	28	10	x	29	x	x

Zdroj: autor

6.2 Akciové fondy

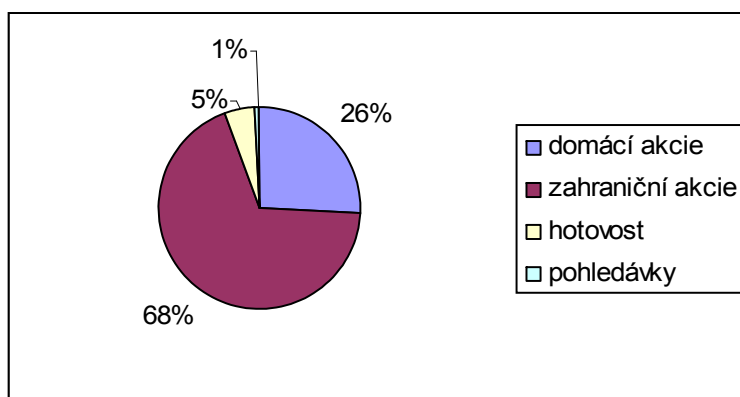
6.2.1 Fondy a jejich struktura

- AKRO akciový fond nových ekonomik

Obhospodařovatelem fondu je AKRO investiční společnost, a. s. Činnost fondu byla zahájena 29. 2. 1996.

Fond má ve svém statutu zakotveno, že musí investovat minimálně 66 % aktiv do akciového trhu. To znamená investice do akcií českých i zahraničních a to v poměru, který je určen investiční strategií fondu. Zbytek portfolia můžou tvořit státní dluhopisy, cenné papíry vydané subjekty kolektivního investování, finanční deriváty nebo termínované vklady.

Graf 1: Portfolio fondu AKRO k 31. 12. 2007



Zdroj: autor

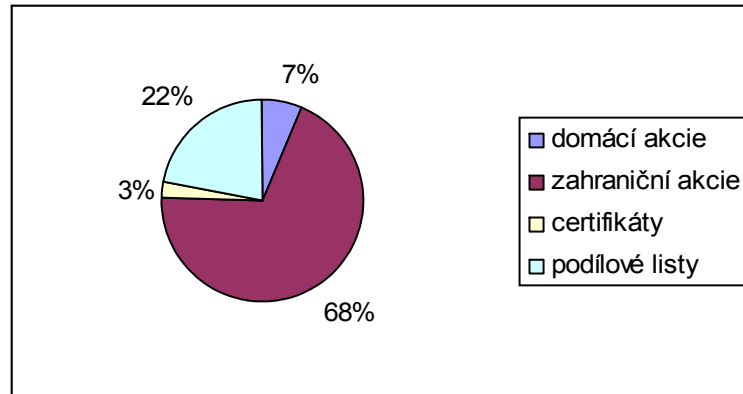
- ČPI - OPF Fond nové ekonomiky

Fond je obhospodařován společností ČP INVEST investiční společnost, a. s. Svou činnost provozuje od 26. 11. 2001.

Fond se snaží investovat do perspektivních společností z oblasti softwaru, hardwaru, médií a internetových technologií.

Z regionálního hlediska se fond orientuje hlavně na americký trh (asi 60 %). Zbytek svých prostředků investuje do jiných regionů, jako jsou Evropa a Asie.

Graf 2: Portfolio fondu ČPI k 31. 12. 2007



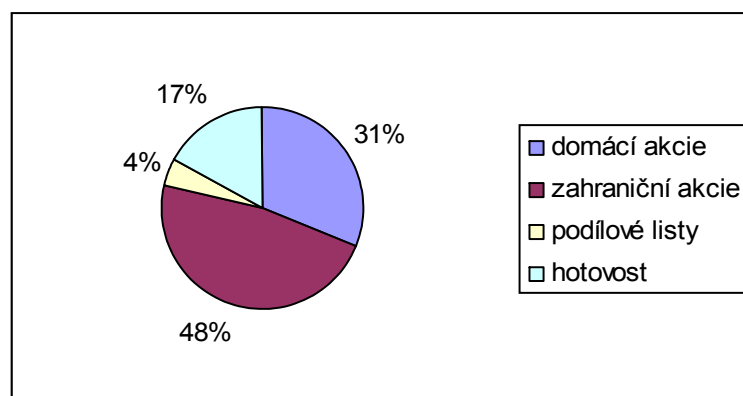
Zdroj: autor

- ČSOB Akciový Mix

Funkci obhospodařovatele plní společnost ČSOB Investiční společnost, a. s. Činnost byla zahájena 1. 11. 1999.

Investice fondu se skládají z akcií, emitovaných jak zahraničními tak českými subjekty, bankovních vkladů, dluhopisů, finančních derivátů a cenných papírů emitovaných fondy kolektivního investování. Maximální limit pro nově vydávané cenné papíry, které se můžou stát součástí portfolia fondu, činí 20 %.

Graf 3: Portfolio fondu ČSOB k 31. 12. 2007



Zdroj: autor

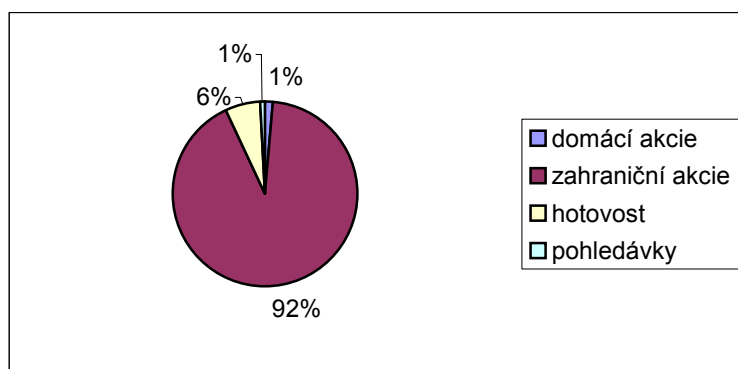
- Pioneer akciový fond

Obhospodařovatelem fondu je společnost Pioneer česká investiční společnost, a. s. Činnost byla zahájena 20. 11. 2000.

Fond investuje převážně do akcií, dluhopisů, cenných papírů vydaných fondy kolektivního investování a finančních derivátů.

Dle sektorů se nejvíce investuje do financí, informačních technologií, spotřebního zboží a surovin. Největší zastoupení mají cenné papíry emitované v USA, Evropské unii a Japonsku.

Graf 4: Portfolio fondu Pioneer k 31. 12. 2007



Zdroj: autor

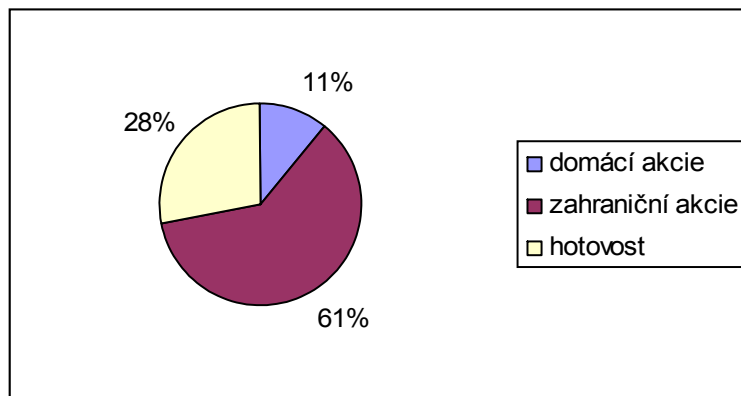
- IKS Světových indexů

Fond je obhospodařován společností Investiční kapitálová společnost KB, a. s. Činnost zahájil dne 18. 9. 2000.

Fond investuje převážně do akcií, dluhopisů a cenných papírů emitovaných fondy kolektivního investování.

Minimální zastoupení akcií v portfoliu fondu musí být 66 % hodnoty portfolia. Nástroje peněžního trhu a bankovní vklady činí většinou okolo 10 % hodnoty majetku, což znamená, že hrají spíše doplňkovou úlohu.

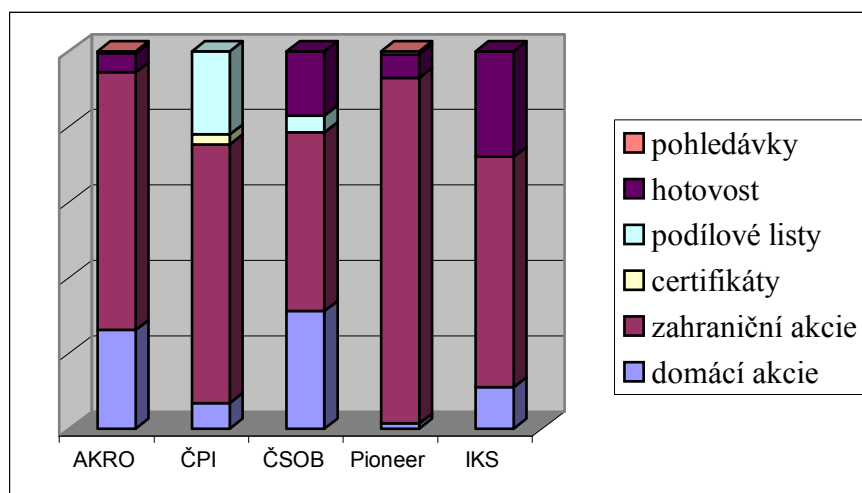
Graf 5: Portfolio fondu IKS k 31. 12. 2007



Zdroj: autor

Shrnutí

Graf 6: Majetková skladba akciových fondů



Zdroj: autor

U všech pěti fondů je patrná převaha zahraničních akcií. Poměr mezi tuzemskými a zahraničními akciemi je dán hlavně strategickým zaměřením jednotlivých fondů a momentálním vývojem trhů v jednotlivých regionech.

U fondu Pioneer akciový fond si lze všimnout, že v portfoliu jsou zahraniční akcie zastoupeny téměř z 92 %. Naopak u fondu ČSOB akciový mix je to zhruba 47 %.

Kromě akcií mají fondy v držbě majetek, který se vyznačuje velmi nízkým rizikem a nepatrným zúročením. Tento majetek slouží především k diverzifikaci rizika a k zajištění proti případným výkyvům trhu. Jsou to zejména podílové listy, pohledávky nebo hotovost.

6.2.2 Historická výnosnost

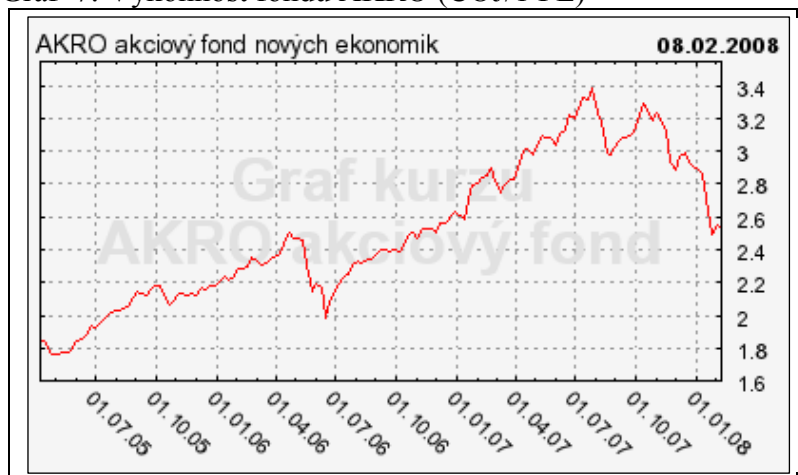
Výnosnost posledních týdnů všech typů fondů bude bezesporu více či méně ovlivněna situací na americkém akciovém trhu.

Tato krize postihla všechny typy fondů, ale právě akciové fondy dosahují nejvyšších ztrát.

- AKRO akciový fond nových ekonomik

Kurz ČOJ/PL za sledované období průběžně více méně rostl, a to až do srpna roku 2007. V tomto období dosahoval fond maximální hodnoty. Od té doby se kurz propadá. Situaci v posledních měsících ovlivnil celosvětový propad akcií.

Graf 7: Výkonnost fondu AKRO (ČOJ/1 PL)

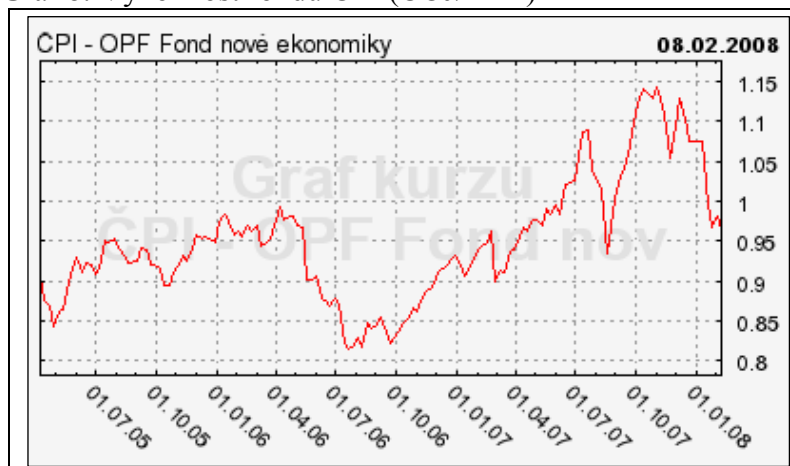


Zdroj: www.kurzy.cz

- ČPI – OPF Fond nových ekonomik

Kurz ČOJ/PL průběžně rostl, od dubna do října v roce 2006 prožíval silnější pokles. Od minimální hranice, které dosáhl v srpnu 2006, se vyvíjel až do hranice maximální, jež zdolal koncem října 2007. U tohoto fondu je nejvýraznější pokles spojen s krizí na americkém akciovém trhu.

Graf 8: Výkonnost fondu ČPI (ČOJ/1 PL)

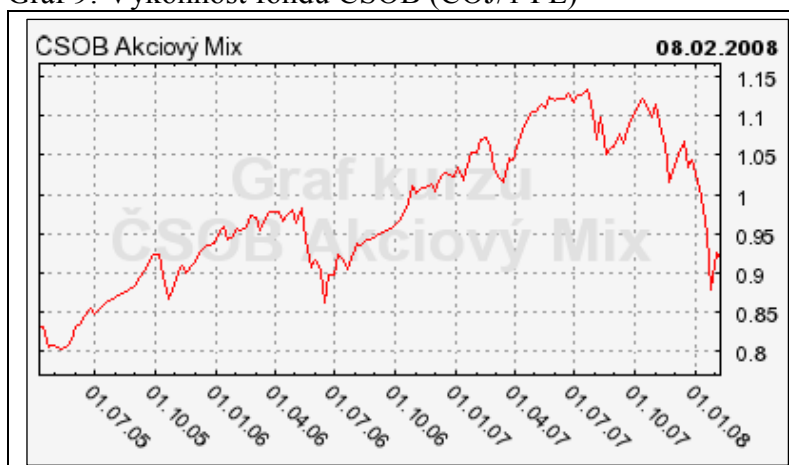


Zdroj: www.kurzy.cz

- ČSOB akciový mix

Kurz tohoto fondu dosahoval minima v květnu 2006 a maxima v srpnu 2007. Přestože v portfoliu tohoto fondu je nejnižší zastoupení zahraničních akcií ze všech ostatních fondů, tak i zde je patrný strmý pád v důsledku americké hypoteční krize.

Graf 9: Výkonnost fondu ČSOB (ČOJ/1 PL)

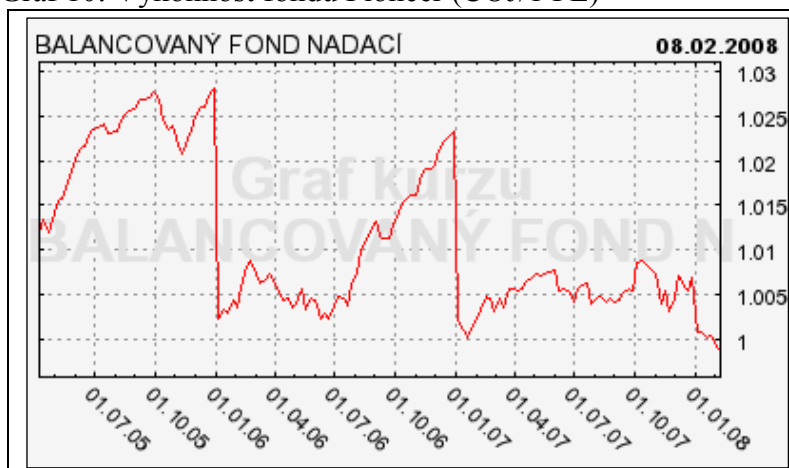


Zdroj: www.kurzy.cz

- Pioneer akciový fond

Tento fond nekopíruje vývoj žádného jiného ze zkoumaných fondů. Od roku 2005 čistá obchodní hodnota na 1 akcii stále jen klesá. Maximálních hodnot dosahoval koncem roku 2005. V tříleté historii zaznamenal 2 obrovské propady. I zde se promítla situace na americké burze cenných papírů.

Graf 10: Výkonnost fondu Pioneer (ČOJ/1 PL)

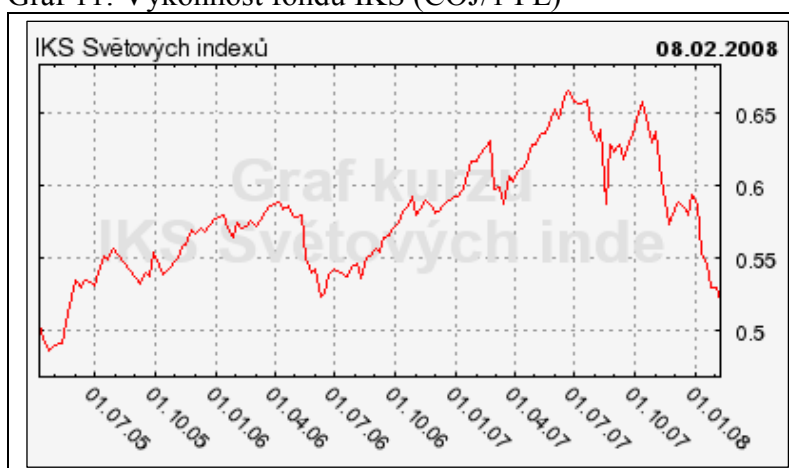


Zdroj: www.kurzy.cz

- IKS Světových indexů

Nejnižších hodnot dosahoval tento fond na začátku roku 2005. Od té doby se ČOJ/PL stále zvyšoval. Maximální hodnotu zaznamenal v červnu 2007. Lze říci, že od té chvíle kurz klesal. Důsledkem je zřejmě opět situace v USA.

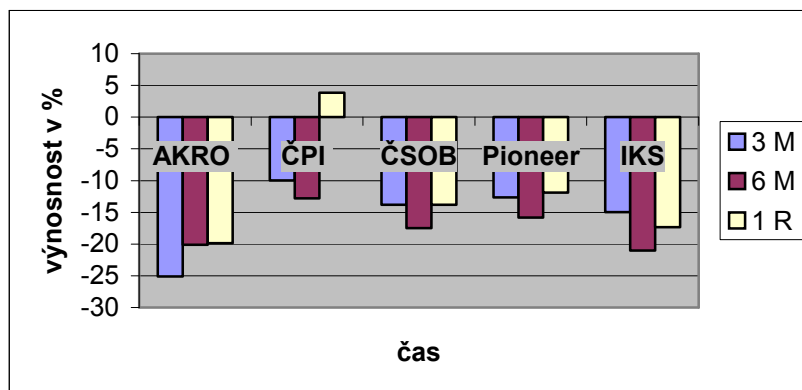
Graf 11: Výkonnost fondu IKS (ČOJ/1 PL)



Zdroj: www.kurzy.cz

Shrnutí

Graf 12: Výnosnost jednotlivých podílových fondů



Zdroj: autor

Graf číslo 12 ukazuje, že nejvyšší propad akcií za poslední tři měsíce zaznamenal fond AKRO. U tohoto fondu ztráta za poslední tři měsíce dosáhla téměř 26 %. Tento vývoj je do značné míry překvapující, protože nejvyšší zastoupení zahraničních akcií má fond Pioneer, který dosahuje lepších výsledků. Jedním z možných vysvětlení je, že fond Pioneer, přestože má vyšší zastoupení cizích akcií, dokázal investovat do akcií, které vývoj na americkém trhu tolik nepoznamenal.

Ze všech pěti fondů jedině fond ČPI – OPF Fond nové ekonomiky byl schopný dosáhnout v posledním roce zisku. U zbývajících fondů se ztráty pohybují od 12 do 20 %.

6.2.3 Vyhodnocení průměrné výnosnosti a rizika

V tabulce číslo 3 jsou srovnány výnosnosti jednotlivých sledovaných fondů. Protože jednotlivé složky fondů (jednotlivé akcie ve fondech) jsou většinou kótovány na zahraničních trzích, je uveden výnos i v EUR a USD. Výnos v těchto měnách vyjadřuje primární výnos a riziko jednotlivých fondů a jejich složek. U výnosu a rizika vyjádřeného z údajů v Kč jsou tyto primární údaje zkresleny pohybem kurzů.

Nejvyšší výnosnosti by dosáhl fond AKRO, pokud by vedl čistou obchodní hodnotu v USD. Platí zde pravidlo čím vyšší zisk, tím vyšší riziko, protože i riziko má tento

fond, v případě vedení hodnoty podílového listu v dolarech, nejvyšší. Naopak fond ČPI, který dosahuje nejmenších výnosů, je nejvíce rizikový. Fondy IKS, ČSOB i Pioneer dosahují velmi podobných výsledků. Riziko i výnosnost je nejvyšší pro hodnotu podílového listu přepočtenou na dolary. Dle variačního koeficientu, který má oproti výnosnosti a směrodatné odchylce vyšší vypovídací schopnost, se jeví jako nejlepší fond AKRO (ve všech třech měnách), naopak za nejméně vhodné pro investory fond ČPI (dle všech měn).

Pořadí jednotlivých fondů vychází stejně pro všechny tři měny.

Tabulka 3: Výnos a riziko jednotlivých fondů

	Výnos v %			Směrodatná odchylka v %			Variační koeficient		
	Kč	EUR	USD	Kč	EUR	USD	Kč	EUR	USD
AKRO	1,02	1,45	1,85	5,12	4,81	6,00	5,02	3,32	3,24
ČPI	0,33	0,76	1,15	5,28	5,21	6,40	16,00	6,86	5,57
ČSOB	0,35	0,78	1,15	3,50	3,32	4,03	10,00	4,26	3,50
Pioneer	0,39	0,81	1,20	3,51	3,35	4,38	9,00	4,14	3,65
IKS	0,34	0,58	0,94	4,25	3,68	3,93	12,50	6,34	4,18

Zdroj: autor

Pořadí podílových fondů pro investory dle výnosnosti, rizika a variačního koeficientu:

- AKRO fond nových ekonomik,
- Pioneer akciový fond,
- ČSOB akciový mix,
- IKS Světových indexů,
- ČPI- OPF Fond nových ekonomik.

6.2.4 Specifické metody hodnocení

Specifické metody hodnocení fondů se pokouší porovnat výnosnost fondu s průměrnou výnosností kapitálového trhu, respektive s bezrizikovou výnosností tohoto trhu. Zde jsem však narazila na problémy – většina sledovaných fondů byla z větší či menší části tvořena investicemi do zahraničních derivátů. Bylo otázkou, zda vývoj fondu poměřovat s dokonalým portfoliem českého trhu (indexem PX), nebo s portfoliem trhu evropského

(charakterizovaného indexem EURO STOXX 50), nebo jej raději vztáhnout na celosvětové portfolio (za to lze pokládat americký index S&P 500). Z pohledu českého investora je logičtější porovnávat vývoj fondů s vývojem českého trhu. Porovnání s trendem některého světového indexu však může lépe a přesněji vysvětlit příčiny vývoje fondu. V tabulce číslo 4 jsou uvedeny korelace jednotlivých fondů na vybrané indexy .

IKS Světových indexů vlastní ve svém portfoliu většinou zahraniční akcie, dle očekávání se proto vývoj fondu řídí především světovým indexem S&P 500. Obdobně má podílový fond ČSOB akciový mix nejvyšší závislost na českém indexu PX. Právě tento fond má ve svém vlastnictví nejvíce tuzemských akcií. Chování akciového fondu Pioneer odpovídá vývoji evropského indexu Eurostoxx. V případě podílových fondů tzv. nových ekonomik (tj. AKRO akciový fond nových ekonomik a ČPI – OPF Fond nové ekonomiky) byla nejsilnější korelace vypočtena na český index PX a to přesto, že většinu akcií ve fondech tvoří akcie zahraniční. Vysvětlení je struktura zahraničních akcií. Většinu z nich představují totiž akcie středoevropských trhů.

Tabulka 4: Korelační závislost pro jednotlivé indexy

	Korelační koeficient (PX)	Korelační koeficient (Eurostoxx)	Korelační koef. (S&P 500)
AKRO akciový fond nových ekonomik	0,8071	0,7570	0,6020
ČPI – OPF Fond nové ekonomiky	0,6193	0,7271	0,7847
ČSOB akciový mix	0,8733	0,8474	0,8037
Pioneer akciový fond	0,7707	0,8897	0,8063
IKS Světových indexů	0,6760	0,7252	0,8392

Uvedené výsledky však nejsou zcela jednoznačné. Rozdíly v korelačních koeficientech jsou nepatrné. Projevuje se jak provázanost globální ekonomiky, tak změny struktury portfolia jednotlivých fondů během období. Protože nelze spolehlivě zjistit, na jaké

indexy jsou příslušné podílové fondy korelovány, byly následující výpočty provedeny na index PX.

- Faktory α a β pro jednotlivé fondy

Tabulka 5: Faktory α a β pro jednotlivé fondy

	Faktor α	Faktor β
AKRO	0,0040	0,7956
ČPI	-0,0015	0,5568
ČSOB	-0,0010	0,6037
Pioneer	-0,0003	0,5479
IKS	-0,0026	0,5815

Zdroj: autor

Faktor β ukazuje změnu výnosnosti akcie v závislosti na změně výnosu všech akcií na trhu. Fondy s faktorem vyšším než jedna jsou pokládány za investičně agresivní. Tyto fondy zajišťují významně nadprůměrný výnos v případě rostoucích trhů. V případě recese však multiplikují ztráty. Konzervativně vedené fondy (s koeficientem β pod 1) by měly zabezpečit relativně stabilní výnos bez ohledu na situaci na burzovních trzích. Ve sledovaném souboru byly zastoupeny fondy obou strategií. Porovnáme-li výsledky fondů za poslední ½ roku (tj. z doby hypoteční krize) zjistíme, že teoretické předpoklady příliš neodpovídají skutečným. Vysoké ztráty dosáhly jak IKS Světových indexů, tak AKRO akciový fond nových ekonomik. Oba tyto fondy se přitom v ukazateli beta významně liší. Domnívám se, že existují dvě možná vysvětlení tohoto jevu. Jednak je možné, že v případě nejednoznačně definovaného bazického trhu (ve fondech jsou kótovány akcie různých trhů) ztrácí srovnání výnosnosti fondu a výnosnosti bezrizikového portfolia vypovídací schopnost. Druhé možné vysvětlení vychází z příčin probíhající krize. Ta má svůj počátek primárně na hypotečním trhu, tzn. že jinak bezpečné obligace byly postiženy krizí první a v první fázi v porovnání

s akciemi silněji. Teprve v závěru roku se krize plně přesunula na akciový trh. Na podrobnější ověření obou předložených hypotéz by bylo třeba více sledovaných subjektů a delší období.

Faktor α vyjadřuje výnosnost akcie, jestliže výnosnost akcie na trhu je rovna 0.

- Vlastní specifické metody měření výkonnosti fondů

Tabulka 6: Specifické metody měření výkonnosti fondů

	Sharpův poměr (v %)	Treynorův poměr (v %)	Jensenova metoda (v %)
AKRO akciový fond nových ekonomik	13,84	0,89	0,14
ČPI – OPF Fond nové ekonomiky	0,38	0,04	0,01
ČSOB akciový mix	1,16	0,07	0,02
Pioneer akciový fond	2,09	0,13	0,03
IKS Světových indexů	0,70	0,05	0,01

Zdroj: autor

Jak již bylo řečeno v předcházející části, nelze v českých poměrech brát výsledky specifických způsobů hodnocení výnosnosti za zcela směrodatné, ale určitou vypovídací schopnost mají. Mnohem přesvědčivější interpretace by byla v USA, kde je akciový trh větší a propojenější s celosvětovým trhem.

U všech metod vychází shodné výsledky. Tyto výsledky kopírují i pořadí fondů srovnávaných dle výnosu, rizika a směrodatné odchylky. Jako jednoznačně nejvýnosnější se ukazuje fond AKRO akciový fond nových ekonomik. Tento fond má před zbylými čtyřmi fondy velký náskok, co se výnosnosti i rizika týče. Druhým fondem v pořadí je Pioneer akciový fond. Tento podílový fond má mírný náskok před ostatními. Třetí, dle specifických hodnocení rizika, se umístil fond ČSOB akciový mix. Čtvrté místo obhájil s nepatrným rozdílem fond IKS Světových indexů před posledním ČPI fondem. Vedení fondu AKRO zvolilo portfolio, které je velice ziskové. Zisk zůstává dostatečně vysoký, i pokud přihlídneme k riziku, což se žádnému jinému z vybraných fondů nepodařilo.

Pořadí podílových fondů pro investory dle specifických metod:

- AKRO akciový fond nových ekonomik,
- Pioneer akciový fond,
- ČSOB akciový mix,
- IKS Světových indexů,
- ČPI – OPF Fond nových ekonomik.

ZÁVĚR

SUMMARY

The topic of my bachelors work is Analysis of volatility and profitability of investment funds on Czech capital market.

The subject of the collective investments belong to the mediators, who work in the financial markets. The free funds are accumulated in the shares fund and they are used for the purchase of the different kind of assets.

I have concentrated:

- on the description of the development and the contemporary status of the collective investment in the Czech Republic,
- on the analysis of the risks and possibilities in this sector.

The practical part is intended on 5 joint-shares. The allotment certificates of these shares are in CZK. I have measured their earning capacity, their risks, factors a and B and specific methods. The results are compared among themselves according the different view-points.

I have found that the czech joint- stock markets is different than the world markets. But there are some common components. Its not possible to find out on which indexes they are correlated. We can only speculate.

Seznam použité literatury

1. LIŠKA, V., GAZDA J. *Kapitálové trhy a kolektivní investování*. Praha: Professional Publishing, 2004. 525 s. ISBN 80-86419-63-0
2. ČNB: *Vyhláška ČNB investiční společnost, investiční fond*. [online]. [cit. 2008-23-2]. Dostupný na WWW: http://www.cnb.cz/cs/legislativa/leg_kapitalovy_trh/vyhlasky/index.html
3. MUSÍLEK, P. *Finanční trhy: Instrumenty, instituce a management*. 2. část. Praha: VŠE, 1994
4. Finance.cz. *Informace o kapitálovém trhu*. [online]. [cit.2008-11-1]. Dostupný na WWW: <http://www.finance.cz/kapitalovy-trh/informace/fondy/jak-vybrat/>
5. AKAT ČR: *Historie vzniku*. [online]. [cit. 2008-15-2]. Dostupných na WWW: <http://www.akatcr.cz/static.do?page=historie.html>
6. Miraslebl: *Otevřené podílové fondy*. [online]. [cit. 2008-23-1]. Dostupných na WWW: <http://www.miras.cz/akcie/archiv-akcie.php>
7. VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2. přeprac. vyd. Praha: Ekopress, 2006. 465 s. ISBN 80-86929-01-9
8. MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. Praha:Ekopress, 2002. 459 s. ISBN 80-86119-55-6

Internetové stránky fondů:

www.akro.cz

www.cpinvest.cz

www.csobinvest.cz

www.pioneerinvestments.cz

www.iks-kb.cz