

Fondy fondů

Kvalitní fond fondů nabízí aktivně řízené portfolio fondů renomovaných správců a optimalizuje náklady ve prospěch investora. Investuje-li i do vlastních fondů, vrací manažerské poplatky. U cizích fondů dokáže pro své klienty získat část manažerských poplatků zpět do fondu fondů. Na efektivních trzích smyslupně využívá indexové nástroje a na nízko výnosných trzích kupuje papíry napřímo, zejména státní dluhopisy. Poplatková struktura musí být navržena tak, aby při výběru cizích fondů mohl respektovat jen kritérium kvality a přidané hodnoty. Ani nejlepší fond fondů však nemůže ochránit investora před výkyvy na trhu a s tím spojenými emotivními nákupy a prodeji, kterými si investoři sami, i v jinak příznivém období, snižují celkovou výkonnost pod výkonnost termínovaných vkladů. Daňová výhoda není odlišením kvality, je vlastností fondů fondů jako takových. Stejně tak by mělo být u korunových investorů samozřejmostí zajištění měnového rizika.

Kvalitních správců jsou desítky, možná stovky a fondů dnes již desetitisíce. I špičkový správce má nadprůměrné i podprůměrné produkty, navíc na trh uvádí stále nové produkty a trpí čas od času odchodem špičkových portfolio manažerů. Cílem snad každého investora je mít to nejlepší možné portfolio. Cílem každého kvalitního poradce je takové portfolio klientům sestavit. To je možné při splnění několika podmínek:

- Portfolio vyhovuje investičnímu (rizikovému) profilu klienta.
- Jeho manažer, lépe manažeři, jsou vybíráni podle kritéria kvality a přidané hodnoty.
- Celé řešení nesmí být příliš drahé, aby přidaná hodnota „doputovala“ i k investorovi.
- Mělo by respektovat specifika lokálních trhů.
- Aktivně spravované portfolio nesmí trpět složitou administrativou, nepružností reagovat na významné události a v neposlední řadě musí zohlednit i daňovou pozici.

Obavy investorů

Tvrdím, že pro investice až do řádu jednotek či dokonce desítek milionů korun, je optimálním řešením posledních dvou podmínek fond fondů. Skeptik bude zcela správně oponovat vyššími náklady spojenými s fondem fondů, který musí zaplatit dvě úrovně správy. V některých případech může zpochybnit nezávislost výběru fondů čistě podle kritéria kvality. Nejdůležitější nakonec - sestavit a úspěšně řídit portfolio vyhovující rizikovému profilu klienta je téměř nemožné, protože většina investorů svůj profil dynamicky mění. Jsou „odvážní a dlouhodobí“, když burzy rostou a stávají se „konzervativními s horizontem několika měsíců“ v okamžiku, kdy burzy začínají klesat. To do značné míry souvisí s mylnou představou, že profesionální správce peněz přeci musí vidět do budoucnosti a včas adekvátně a hlavně radikálně reagovat. Když se tak neděje, vezmou aktivitu raději do vlastních rukou. Až na výjimky to končí katastrofou.

Existuje řešení těchto obav?

Výhoda fondů fondů je zřejmá – investor jedním produktem s relativně nízkou investicí snadno získá portfolio desítek fondů mnoha různých správců, které by si jinak neměl šanci pořídit, natož jej následně řídit. Případné změny v portfoliu jsou u fondů fondů citlivé. Přesuny například v řádu jednotek či desetin procenta jsou napřímo jen velmi těžko realizovatelné. Aktivity uvnitř fondu fondů navíc negenerují daňovou povinnost. Ale co nevýhody?

Kritérium kvality a nezávislosti

Proč by měl správce fondu fondů upřednostňovat konkurenční fondy, jsou-li lepší? Je to jednoduché. Udělá to jen tehdy, pokud to pro něj nebude ztrátová operace, pokud má za cíl generovat nejvyšší možnou výkonnost fondu fondů a pokud nemá konflikt zájmů. Jen tak může být nezávislý a objektivní. Nezávislost totiž není odvozena od faktu, že „pan Nezávislý“ sám žádné produkty nemá, ale je odvozena od zdroje a formy jeho příjmů. I takzvaný nezávislý poradce může mít značný konflikt zájmů, pokud má k dispozici produkty jen několika správců a struktura jeho příjmů jej motivuje upřednostňovat buď vybrané typy produktů (například investiční pojištění), nebo vybrané správce, u kterých má sjednány vyšší provize. Nezávislý je jen ten, kdo je placen klientem. Je lhostejné, zda jde o poradce nebo manažera fondu fondů. Pokud má například poradce jen omezený počet produktů, nezávisle řízený fond fondů přesouvá objektivitu výběru nejlepších správců i na něj.

Tým, který spravuje fondy v rámci produktu Pioneer Multibrand, svou práci prodává nejen přes fondy fondů, ale i nezávislým finančním poradcům. Ti pak klientům doporučují fondy třetích stran na základě analýz, které získají od dublinských analytiků Pioneer Investments. Analytik velké firmy pak využije větších zdrojů a snadnějšího přístupu k fondům a společnostem, které je schopen vybírat podle kritérií, která dávají smysl. Neanalyzuje jen veřejně dostupné údaje o výkonnosti a riziku, ale posuzují i ty aspekty, které společnosti jen nerady zveřejňují (například odchod úspěšného portfolio manažera ke konkurenci). Velmi názorně to ve svém mottu vyjádřil renomovaný správce fondu fondů Sauren: „Nekupujeme fondy, ale portfolio manažery.“ Nezávislost je dnes mezi velkými zahraničními investičními společnostmi již běžná, není ale samozřejmostí.

Nákladová struktura

Největší výzvu představuje *nákladová struktura*. V ní může uvíznout prakticky celá přidaná hodnota plynoucí z diverzifikace mezi více správců a nezávislého výběru kvalitních fondů. Správa fondu fondů není levná. Tuto nevýhodu lze překonat využitím bonitních státních dluhopisů, vrácením části nebo celého manažerského poplatku z fondu do fondu a vhodnou kombinací aktivně řízených a levnějších pasivně řízených fondů.

V produktu Pioneer Multibrand jsou nízkorizikové státní dluhopisy nakupovány napřímo a nikoliv přes fondy, čímž dojde k úspoře nákladů tam, kde je tvorba přidané hodnoty velmi náročná. Naopak akciové strategie jsou pokryty špičkovými fondy, kde se může plně uplatnit talent těch nejlepších. Jsou-li do portfolio nakoupeny fondy skupiny Pioneer Investments, jejich manažerský poplatek je plně vrácen do fondu. Významná část manažerských poplatků fondu cizích správců je do fondu rovněž vrácena. Tuto výhodu pro klienty může spíše získat silný správce a vůbec nevádí, že nabízí klientům i vlastní produkty, protože je zde čitelně vyřešen konflikt zájmů. V neposlední řadě jsou využívány v omezené míře i indexové fondy, zejména na vyspělé trhy. Zde je ale nutný obezřetný přístup. Indexový fond je sice levný, ale odbourá jen jednu vrstvu poplatků. Sestavit fond fondů jen z indexových nástrojů je v podstatě totéž, jako sestavit aktivně řízený fond, který rezignuje na výběr konkrétních titulů, ale investorům mnoho neušetří, protože sám účtuje manažerský poplatek aktivně řízeného fondu. Jeho přidaná hodnota by pak mohla spočívat v tom, že bude velmi aktivně přesouvat své pozice mezi akciovými a dluhopisovými trhy, respektive regiony a sektory. A to není příliš jistá cesta k úspěchu.

Nemá smysl zastírat, že fondy fondů jsou obvykle dražší než tradiční fondy, ikdyž mohou existovat výjimky. Jsou ale často celkově levnější než takzvaná aktivní správa portfolio fondů a ty kvalitní přinášejí klientům již zmíněnou nepoměrně větší přidanou hodnotu. Lze bez nadsázky říci, že investor disponující řádem stovek milionů korun si může nechat sestavit portfolio téměř bez omezení. V případě stejného rizikového profilu by jeho individuální portfolio bylo složeno prakticky stejně jako nákladově vylepšený fond fondů. Jediný rozdíl by byl v ceně za tuto službu. Získal by ji ještě levněji, ale nezískal by v rámci stejného benchmarku nic navíc.

Rizikový profil klienta

A to nás přivádí k rizikovému profilu, nejdůležitějšímu investičnímu kroku. Příliš mnoho důkazů svědčí o tom, že investoři vydělávají mnohem méně než by mohli. Čísla jsou hrozná - svou aktivitou například u akciových fondů získávají poloviční zhodnocení ve srovnání s termínovanými vklady za období, kdy akciové fondy **vzrostly** o 9,6% p.a.¹. Ani ten nejlepší fond fondů nenabídne to, co většina investorů očekává. Vysoké zisky v době růstu akciových trhů a zajištění v době jejich poklesu. Už sám fakt, že i mezi fondy fondů naleznete strategii „konzervativní“, „balancovanou“, „dynamickou“, „agresivní“ a tak dále, musí napovědět. Kdyby měl fond fondů plnit naznačovanou roli, asi by stačil jen jeden a jmenoval by se „Fond fondů do každého počasí“. Takové produkty lze hledat mezi takzvanými hedge fondy.

Nicméně vědomí, že uvnitř fondu fondů probíhá aktivita, a že jeho držbou klient získá diverzifikované portfolio fondů různých správců, by mělo investorovi napomoci, aby nezačal ve vypjatých obdobích nesmyslně kupovat a prodávat fondy sám. Bude téměř zákonitě vždy o krok pozadu - kupovat ty nejlepší až po jejich růstu a prodávat ty horší až po jejich poklesu. Právě tato vlastnost investorů kupovat draho a prodávat levně vede k tomu, že by pro ně bylo lepší neinvestovat vůbec. Podstupovat rizika akciových trhů a mít poloviční výnos oproti termínovanému vkladu v době, kdy akciový trh **poskytne** rizikovou prémii, opravdu nemá smysl. Ale to je již na jiný článek. V tomto textu musíme ještě zmínit jiný aspekt. Při tvorbě portfolia nejde jen o výběr fondů, ale i o sladění podílu tříd aktiv (akcie, dluhopisy, peněžní trh, komodity, reality) a dále regionální a sektorovou alokaci, sladění rozdílných stylů různých správců a podobně. Cílem je sestavit a řídit takové portfolio, kde nedochází ke zbytečným překryvům vedoucím jen k „přeplácánému“ portfoliu fondů, které většina investorů ve skutečnosti vlastní.

S rizikovým profilem souvisí i referenční měna. Nejdůležitějším *specifikem českého trhu* je posilování koruny proti světovým měnám a sice zajímavý, ale příliš malý a rizikový akciový trh. Zajištění měnového rizika fondu fondů by mělo být samozřejmostí, protože jen tak lze získat smysluplnou možnost vstupu na světové trhy bez omezení na regiony či sektory a pokrytí je těmi nejkvalitnějšími globálními správci bez ohledu na jejich přítomnost na lokálním trhu. Posilování české koruny tak nesnižuje výkonnost zahraniční investice pro českého investora. Klíčové je, aby existoval poměrně jasný a stabilní trend posilování české koruny, převyšující úrokový diferenciál. V opačném případě by zajištění měnového rizika nebylo tak podstatné, zejména u rizikovějších strategií.

Závěr

Fond fondů může být kvalitním řešením. Musí ale splnit podmínky, aby jeho vyšší náklady nezlíkvidovaly přidanou hodnotu plynoucí z výběru špičkových fondů a aktivního řízení portfolia. Nabízí se několik řešení. Výběr fondů musí být nezávislý, podřízen kritériu kvality a neměl by být omezen na úzký okruh správců. Nízkovýnosné investice by měl pořizovat napřímo, manažerské poplatky vlastních fondů a tu část manažerských poplatků, kterou získá od cizích správců, by měl vracet do fondu fondů.

Petr Šimčák, CFA

Ředitel obchodu a marketingu

Pioneer Investments

¹ Na www.google.com napište „Saving Investors From Themselves“ a získáte link na šokující článek, který by měl mít pod polštářem každý investor a každý poradce.