

# Snaha o rozložení rizika má své hranice

**Minimální hranice počtu akcií v portfoliu by měla začínat na dvacítce. Dobrá diverzifikace však závisí také na promyšlené selekci různých strategií a vzájemných korelacích mezi tituly.**

To, že všechna vejce nepatří do jednoho košíku, ví snad každý investor. Ale do kolika košíků je třeba tato vejce rozdělit? A je třeba při přenášení vajec v koších využívat stále stejnou trasu? Existuje nějaký počet vajec, pro který by se nedal vyrobit košík?

Rozložení rizika z investice je první věc, kterou by se měl investor naučit. Úvodní diverzifikace znamená stanovení poměru například mezi hotovostí, dluhopisy a akciemi. Další diverzifikace

stanovený pro portfolio podílového fondu zákonem o kolektivním investování. Ten vyžaduje, aby každý cenný papír měl (až na výjimky) maximálně pětiprocentní zastoupení. Takové ustanovení na druhé straně nezohledňuje možnosti nabízené trhem, například v podobě exchange traded funds (ETF). „Namísto jednoho ETF, které by mělo šestinový podíl na majetku fondu, může a vlastně musí portfolio manažer koupit tři různá ETF. Přitom všechny obsahují to stej-

strumentů stejné, jakož i faktory, které ovlivňují jejich cenu. „Pokud jde o státní dluhopisy s vysokým ratingem, není v principu potřeba se jim věnovat tolik jako akciím. Navíc se u nich dá jednoduše předvídat budoucí vývoj,“ hovoří o dluhopisech jako méně rizikových cenných papírech M. Varga.

U akciových portfolií závisí počet titulů na strategii. „Někdo se snaží analyzovat firmu za firmou z hlediska fundamentálních hodnot. Čte firemní výkazy, podrobně analyzuje strategii firmy, zkoumá prostředí. V takovém případě nemá šanci pokrývat velký počet firem. Kdo pracuje víc technicky a využívá screening velkého počtu společností podle určitých faktorů, může nakupovat i větší množství titulů,“ pokračuje M. Prokopec. Do jisté míry se na počtu titulů podepisuje i velikost fondu. Například z pohledu nákupních cen není reálné, aby v maloobjemovém fondu měly zastoupení stovky firem.

## OPTIMÁLNÍ VELIKOST PORTFOLIA

*Investici je třeba průběžně sledovat a starat se o ni. Čím víc titulů je v portfoliu, tím náročnější je jeho správa.*

znamená rozdělení dluhopisové části mezi státní a firemní dluhopisy. Následuje volba konkrétních regionů, podnikatelských sektorů a jednotlivých firem pro akciovou část. Suma sumárum, v konečném důsledku může být portfolio složeno z desítek různých cenných papírů. Investici je však třeba průběžně sledovat a starat se o ni. Čím víc titulů je v portfoliu, tím náročnější je jeho správa. Jaký je minimální počet titulů, aby byla diverzifikace účinná, a o kolik cenných papírů je člověk schopen se starat?

## POČET TITULŮ V PORTFOLIU

Minimální hranice počtu akciových titulů v portfoliu by měla začínat na dvacítce. „Toto číslo je skutečně jen spodní hranice,“ říká Matej Varga, portfolio manažer První penzijní správcovské společnosti Poštovní banky (pozn. red. na Slovensku). „Z hlediska diverzifikace je však vhodné, aby cenných papírů bylo v portfoliu více.“ Dvacítka titulů je zároveň i jejich minimální počet

ne,“ vysvětluje Erik Osuský, portfolio manažer ve skupině AXA. Jedno ETF reprezentuje jeden region, trh či odvětví. Skládá se z množství různých cenných papírů. Z hlediska rizika je přitom jedno, zde se do portfolia koupí jedno ETF nebo padesát akcií, z kterých se skládá právě to jedno ETF.

Samotná informace o počtu titulů mnoho nenapoví. „Závisí na strategii fondu. Jinak se tento údaj vnímá v akciovém a jinak v dluhopisovém fondu,“ vysvětluje Marek Prokopec z Tatra Asset Managementu. V principu platí, že akciové fondy mají početnější portfolia

Minimální počet titulů v portfoliu se podle portfolio manažerů pohybuje mezi dvaceti a třiceti. Jde však jen o zběžný odhad. „Záleží na investiční strategii. Když jde o fond, který je v druhém nebo třetím pilíři, půjde o úplně jiné číslo než u podílového fondu. Penzijní fondy (pozn. red. slovenské) nemají jednoznačně vyhraněnou investiční strategii. Jsou to spíše univerzálnější strategie,“ srovnává E. Osuský. V penzijním fondu jsou zastoupeny spíše ETF než samotné akcie, což zkrusluje názor vytvořený z jednoho čísla. „Nemyslím si, že by penzijní fondy měly někdy tolik cenných papírů, jako je v akciovém fondu,“ dodává.

Horní hranice počtu titulů ve fondu není omezena. „To, zda je lepší mít více

*V principu platí, že akciové fondy mají početnější portfolia než dluhopisové. Dluhopisové investice zároveň není třeba sledovat až v takové míře jako akciové.*

než dluhopisové. Dluhopisové investice zároveň není třeba sledovat až v takové míře jako akciové. Reakce trhů na události ve světě nejsou u těchto dvou in-

či méně investic, záleží na samotných aktivech. A především na jejich vzájemné korelaci. Podobně při změně ze sta na sto deset akciových titulů efekt diverzi-

fikace příliš nepocítíme," myslí si M. Prokopec. O nějaké optimální velikosti fondu se podle něho hovořit nedá. „Mít portfolio složené z pěti set titulů je zbytečné. To vyžaduje velký tým lidí a navíc nad sto titulů důležitost dodatečné diverzifikace klesá. I když je třeba dodat, že mnohé se odvíjí od stylu správy.“

## DIVERZIFIKACE SAMOTNÁ

„Základem je rozdělení na strategickou a taktickou alokaci," přibližuje investiční proces E. Osuský. Když je podíl akciové složky relativně nižší jako např. v penzijních fondech, tak se trhy pokrývají přes ETF. „Nemusíme pokrývat sektory,

vat i styly řízení fondu," potvrzuje M. Prokopec. Například strategie fondů či ETF mohou být zaměřeny růstově nebo hodnotově. Každá strategie má šanci přinést ovoce. I když to nemusí být současně, právě proto má smysl mít v portfoliu obě dvě.

## HRANICE VNÍMANÍ PRÁCE

S každým dodatečným titulem, který přibude do portfolia, se zvyšují požadavky kladené na portfolio manažera. Potřebuje sledovat vývoj trhu jako celku a zároveň i vývoj jednotlivých firem a všeho, co má vliv na ceny jejich akcií. Třicítka firem je schopen zvládnout sle-

Zaměřují se spíše na akcie nebo dluhopisy, a potom podle sektorů a regionů. Analytici sledují do hloubky možná jen deset společností," zpřesňuje realitu. Tým analytiků má za úkol dodávat komentáře sestavené z analýz účetních závěrek, prohlášení firem nebo komentářů k nim a portfolio manažer se rozhoduje na jejich základě.

## PŘILÍŠ MNOHO TITULŮ KE SLEDOVÁNÍ?

Případ, že by z desítek titulů v rámci portfolia fondu zapomněl manažer některý sledovat, by nastat neměl. „Systémy umožňují nastavit na monitor vývoj cen všech cenných papírů z portfolia. Manažer sleduje a vidí, kam se pohnula cena. V případě, že vidí netypický pohyb, resp. pohyb mimo trh, který byl způsoben spíše specifickým než tržním rizikem, zaměří se na daný cenný papír a hledá důvody," hovoří o každodenní rutině portfoliového managementu M. Varga. Agentury Bloomberg a Reuters nabízejí možnost vybírat na základě určitých kritérií akcie, o nichž mají informovat. Jde o kritéria, která považuje portfolio manažer za klíčová. ■

**Pavel Škriniar**

*Článek připraven ve spolupráci s časopisem Investor.*

*Podstatou diverzifikace není mít enormně velké množství akcií, ale dosahovat jejich optimální vzájemné korelace promyšlenou selekcí. Tedy odlišné reakce akcií na jednu událost na trhu.*

ne- chceme-li se vystavovat riziku konkrétního sektoru. Už jen z charakteru podílu na celkovém objemu majetku fondu by nebylo efektivní mít patnáct sektorů a na každý jedno ETF. Efektivnější je koupit tři ETF na USA, Evropu a Japonsko," vysvětluje, proč v jsou v penzijních fondech vidět spíše všeobecně zaměřené ETF. Podstatou diverzifikace totiž není mít enormně velké množství akcií, ale dosahovat jejich optimální vzájemné korelace promyšlenou selekcí. Tedy odlišné reakce akcií na jednu událost na trhu. „Důležitý není nákup sta titulů z jednoho sektoru či regionu. Takové tituly mohou být velmi vysoce korelovány," hovoří o slabém diverzifikačním efektu M. Varga. Jinak řečeno, s dvaceti tituly se někdy dá dosáhnout lepší diverzifikace než se stovkou. „Dají se diverzifikovat i rizikové faktory, které mají vliv na vývoj ceny cenného papíru. Přes kovarianční matici lze kdykoliv zjistit, zda je portfolio diverzifikováno nebo ne. V současnosti však mnoho analytiků a odborníků doporučuje, aby se portfolio management zaměřil spíše na rizikové faktory a ne na pohyb cen," pokračuje.

Portfolio manažeré využívají namísto nákupů konkrétních akcií i ETF nebo podílové fondy. Mají tedy možnost diverzifikovat také investičními strategiemi. „Proces diverzifikace může obsaho-

vat jeden člověk. Toto číslo je však blízko spodní hranice rozložení rizika. „Na druhé straně, analytik nemůže zvládnout sledovat do hloubky stovky firem," říká E. Osuský a dodává, že ze zákona je pro každý podílový fond určen jeden portfolio manažer. „Záleží i na organizační struktuře správcovské společnosti, ale v praxi mají manažeré přiděleny oblasti, kterým se mají věnovat.

## I objem majetku fondu hraje svou roli

- Zákon o kolektivním investování (pozn. red. na Slovensku) myslí i na minimální objem majetku fondu. Je stanoven na 1,5 mil. EUR. Podle toho, jak vysoké náklady má správcovská společnost na své fungování, lze hodnotit, zda je 1,5 mil. EUR dostatečný majetek na efektivní správu nebo ne. Dalším kritériem jsou možnosti obchodování, resp. úrovně poplatků za obchodování. Když se nakupuje ve velkém, poskytne obchodník správci slevu, což se v konečném důsledku projeví i ve vývoji fondu.
- Při nízkých objemech majetku jsou fondu některé investiční příležitosti odepřeny. Například přes vysoké nákupní ceny u speciálních fondů nemovitostí. Ale platí i opak. Když je fond velký a chce zvýšit podíl určitého aktiva, dostává se k jinému omezení, a sice, že nemůže vlastnit více než 25 % z emise cenného papíru. Další problémy by mohl mít při prodeji, když by v takovém případě šlo o velmi velký balík. Nevýhodu velikosti může mít fond i tehdy, když obchoduje na malou anomálii na trhu. Nákupy i prodeje může výrazně ovlivnit a tedy si i pokazit cenu. Například při „penny stocking" se nedá nakupovat ve velkém, protože by to vyhnalo ceny vysoko.
- V minulosti se i slovenští investoři střetli s tím, že fond měl vysoký objem majetku. Například WIOF Global Equity dosáhl takové velikosti, že pro nové klienty by už nenašel investiční příležitosti. Proto pozastavil příliv nových vkladů, protože jinak by je musel držet v hotovosti. To by brzdilo výkonnost a poškodilo existující klienty. Odmyslíme-li si specifické fondy, dá se však říci, že portfolio manažer nemá mít problém spravovat ani extrémně objemný fond.