CONSEQ MAGAZÍN

Vladan Kubovec
Richard Siuda
Jan Macek
Adam Šperl, CFA
Richard Bechník
Michal Stupavský, CFA
Tomáš Valenta

Listopad 2026

Vážení přátelé,

do rukou se vám dostává již šesté vydání magazínu skupiny Conseq. Pro interview jsem si tentokrát vybral kolegu Vladana Kubovce, portfolio managera fondu Conseq realitní. Po interview následuje první článek předsedy představenstva Conseq Investment Management, a.s., Richarda Siudy o velké změně zákona o doplňkovém penzijním spoření (DPS), která je v současné době projednávána v Poslanecké sněmovně. Ve druhém článku investiční specialista Jan Macek detailně představí modelová portfolia Consequ. Ve třetím článku portfolio manager Adam Šperl pojednává o tom, jak jeho asset alokační tým vybírá fondy do našich portfolií. Ve čtvrtém článku Richard Bechník, manager fund structuring, vysvětluje to, jakým způsobem představují tzv. feeder fondy bránu do světa alternativních investic pod taktovkou zkušených správců aktiv. V pátém článku se věnuji jednomu z klíčových aktuálních investičních témat, kterým je velice nepříznivá trajektorie francouzského vládního dluhu. A konečně v závěrečném šestém článku senior relationship manager Tomáš Valenta vysvětluje jednu z klíčových součástí naší produktové nabídky, kterou je Conseq Wealth Management, v jehož rámci vystupujeme jako nezávislý partner pro správu a ochranu majetku pro movité a institucionální investory.

Přeji vám příjemné čtení.

Se srdečným pozdravem a přáním poklidného konce roku

Michal Stupavský, CFA
Investiční stratég

OBSAH

ROZHOVOR S VLADANEM KUBOVCEM, PORTFOLIO MANAGEREM FONDU CONSEQ REALITNÍ 7

BUDE „LEPŠÍ PENZIJKO“ OPRAVDU LEPŠÍ? 11

MODELOVÁ PORTFOLIA CONSEQ 14

JAK VYBÍRÁME FONDY DO NAŠICH PORTFOLIÍ? 18

FEEDER FOND JAKO BRÁNA DO SVĚTA ALTERNATIVNÍCH INVESTIC POD TAKTOVKOU ZKUŠENÝCH SPRÁVCŮ AKTIV 20

FRANCOUZSKÝ VLÁDNÍ DLUH POD TLAKEM: MAKRO-FISKÁLNÍ ARITMETIKA ZAČÍNÁ BÝT NEÚPROSNÁ 22

CONSEQ WEALTH MANAGEMENT: NEZÁVISLÝ PARTNER PRO SPRÁVU A OCHRANU MAJETKU 24

ROZHOVOR S VLADANEM KUBOVCEM

VLADAN KUBOVEC
PORTFOLIO MANAGER FONDU CONSEQ REALITNÍ

Portfolio managerem našeho fondu Conseq realitní jsi již od roku 2011, tedy celých 15 let. Jak na své začátky v Consequ vzpomínáš a co všechno se za ty roky změnilo?

Změnilo se téměř vše, kromě sídla společnosti a pár lidí. Oproti dnešku jsem nastupoval do malé firmy a myslím, že jsem byl asi nějaký 47. zaměstnanec. Ale to hlavní, co se změnilo, byl objem majetku, který měl Conseq tehdy ve správě a jednak i velikost realitního fondu. Ten měl tehdy majetek o velikosti něco málo přes 100 milionů korun a dvě nemovitosti v držení. Nyní je majetek fondu 15 miliard korun a tomu odpovídá i počet lidí, kteří se tento majetek starají.

Portfolio našeho realitního fondu je ze sektorového hlediska nesmírně diverzifikované. 35 % portfolia tvoří logistické a průmyslové parky, 34 % kancelářské budovy, 24 % maloobchod v podobě retail parků, a dále 7 % development a 1 % menší luxusní hotel v Karlových Varech. Proč je pro nás tato velice výrazná sektorová diverzifikace důležitá a jak se podle tebe budou výše uvedená procenta hýbat v následujících letech?

Diverzifikace je pro nás důležitá, znamená pro nás alespoň určitou míru jistoty, že fond může lépe odolat v případě, že na nějaký segment realitního trhu dopadne nějaká negativní změna. U jednosektorového fondu nesou podílníci tohoto fondu všechny benefity, ale i všechna rizika spojená s investováním do úzkého výseku realitního trhu. Diverzifikace znamená možnost odfiltrování negativních změn. Možná to znamená v některých případech a v některých obdobích o něco nižší výkonnost, ale v jiném období zase nižší pokles.

V nejbližší době se procenta budou pohybovat s největší pravděpodobností ve prospěch zvýšení podílu kanceláří, neboť tam aktivně nakupujeme a brzy se to v majetku fondu určitě projeví. Co se týká ostatních segmentů, tam v současné době neumím říct, jestli se bude poměr nějak měnit aktivním nákupem nebo prodejem, protože k tomu přistupujeme více oportunisticky. Případné nákupy nebo prodeje tedy řešíme v závislosti na aktuální situaci na trhu a postupujeme podle toho, jaká je aktuální situace na trhu v daném segmentu a jaké je cash flow fondu. Pokud někde vidíme příležitost k aktuálnímu nebo budoucímu výdělku, tak můžeme aktuální strategii modifikovat. Momentálně si myslím, že je trh v pohybu a obvyklá výnosová procenta se opět mění, neboť z trhu máme informace o několika již započatých, ale nedokončených obchodech z důvodu nenaplnění očekávání jedné z obchodních stran.

Procento se pravděpodobně tedy může měnit u retailu, kde dlouhodobě máme velkou pozici a dobré know how, ale nevnímám zde trh jako homogenní, takže bude každou nabídku třeba hodně zvažovat a pečlivě vyhodnocovat. V průmyslovém segmentu vidím mírné přehřátí trhu způsobené vysokou rozplánovaností budoucí výstavby, jako důsledku covidové logistické euforie. U všeho ale platí, že je třeba rozlišovat mezi jednotlivými obchody, protože každý je jiný a každý si zaslouží individuální zhodnocení.

V posledním roce jsme byli poměrně hodně aktivní z hlediska nových transakcí, ať už nákupních či prodejních. Můžeš nám prosím nejdůležitější transakce popsat a zejména to, proč jsme je uskutečnili?

Nejdůležitějšími transakcemi byly pro fond bezesporu nákupy dvou velkých pražských kancelářských budov Visionary a Office park Kavčí hory v loňském roce. Byly pro nás důležité jednak kvůli své velikosti, protože obě transakce byly

ve své době největšími transakcemi v historii fondu, a to řádově většími, takže to vnímám jako významný i kvalitativní krok fondu. Dalším milníkem byl vstup do segmentu, který jsme dlouho vnímali jako relativně nebezpečný a pro fond neefektivní. Zde se dostávám k dalšímu důvodu, kterým bylo to, že vlivem změny cílení developerů očekáváme v dobrých pražských lokalitách nedostatek volných kancelářských ploch, a tedy významný tlak na zdražení nájemného. Většina developerů totiž začala vnímat vysokou poptávku po bytech a přesunula svou aktivitu z kancelářského segmentu do bytového, kde se očekává, a to celkem oprávněně, vyšší zisky a rychlejší a jistější likviditu. To synergicky přinese i vyšší ceny kanceláří při prodeji a pokud my jsme nakoupili kanceláře ve správný čas, tak potenciální růst fondu.

Dalšími zajímavými akvizicemi na kupní straně byly nákupy v Polsku. Tam jsme jednak dokončili pár velkých transakcí v průmyslovém segmentu, které jsme udělali společně s našimi partnery z Accolade, a jednak jsme poprvé vstoupili na tento trh i samostatně a koupili jsme dva retail parky. Polsko je pro nás bezesporu velmi zajímavý trh a tímto se materializovaly naše snahy v tomto regionu začít působit ve větším rozsahu. Tento trh je pro nás zajímavý jednak z důvodu stále vyšších výnosů ve srovnatelné kvalitě produktu, než je v Česku, a jednak ve větším výběru, což je určitě determinováno i velikostí země.

U prodejů máme velmi podobná kritéria jako u nákupů. Primárním kritériem je výnos fondu, a tedy situace na trhu. Když vnímáme, že nějaká naše nemovitost je na nejvyšší možné hranici prodejní ceny, tak se rozhodneme oslovit trh a otestovat náš názor v praxi.

Často se říká, že kvalita řízení realitního fondu se ukáže až tehdy, kdy fond ze svého portfolia nějaká aktiva prodává. Protože až tehdy se skutečně ukáže, zdali bylo průběžné oceňování aktiv ve fondu dostatečně konzervativní a zároveň odpovídajícím způsobem odráželo klíčové tendence na relevantním trhu, co se valuací týče. Jak jsme v tomto ohledu v posledním období obstáli?

V poslední době jsme prodávali několik nemovitostí. Asi největšími prodeji byl prodej A7 office park a Logistického parku Karlovarská. U karlovarské byl jednoznačným důvodem historicky nejvyšší výnosy na průmyslových nemovitostech, které byly způsobeny vysokou covidovou poptávkou, zejména v důsledku vysoké poptávky ze strany e-commerce. Tuto nemovitost se nám tedy podařilo prodat na vrcholu jejího cyklu a určitě významně nad valuací.

U A7 byla situace trochu jiná, ale ve výsledku obdobná. Motivací k prodeji byla poptávka ze strany konkrétního subjektu, který měl zájem o nemovitosti v této lokalitě, a my jsme tedy využili tohoto zájmu a opět jsme nemovitost prodali nad naší valuací. Ocenění fondu a jeho nemovitostí ze zákona dělá Výbor odborníků složený z renomovaných odhadců, u kterých je záruka kvality a objektivnosti ocenění. Takže máme velkou důvěru v to, že ocenění nemovitostí máme správně a zatím všechny prodeje, které jsme uskutečnili, toto potvrzují.

„Portfolio fondu je budováno tak, aby jeho průměrná roční výkonnost v následujících třech až pěti letech byla v rozmezí 4-6 %.“

Na začátku letošního roku jsme naplno vstoupili do kancelářského segmentu. Zajímalo by mě proč, resp. jaké byly hlavní důvody tohoto kroku v rámci řízení fondu. Na kanceláře jsme totiž předtím měli poměrně dlouho spíše opatrný názor.

Ano, do tohoto segmentu jsme vstoupili opravdu velkoryse. Důvodem bylo zejména to, že očekáváme v tomto segmentu růst jak nájemného, tak i metrové ceny, takže náš vstup byl reakcí na tyto naše úvahy. Tato úvaha stojí na faktu, že se v poslední době v Praze kanceláře skoro nestavěly, neboť většina developerů vyměnila výstavbu kanceláří za výstavbu bytů. Dalším driverem byl nárůst ceny stavebních prací, kdy při zachování zisku developera, není možné udržet stávající úroveň výše nájemného. My jsme koupili velmi zachovalé kvalitní budovy, s výší nájemného, která nebude u nové výstavby již opakovatelná. Takže poptávající nájemci budou mít volbu buď si pronajmout prostory v kvalitní a dobře udržované kancelářské nemovitosti na dobrém místě nebo prostory v nové budově na obdobném místě, ale s nájemným o třeba 6 EUR na m^2 vyšším. Myslím, že z tohoto je vidět hlavní motiv našeho vstupu do tohoto segmentu.

Zároveň v poslední době posilujeme na polském trhu. Proč tomu tak je a na jaké aktiva se na tamním trhu zaměřujeme? A jaká jsou vlastně specifika polského trhu ve srovnání s tím českým?

Polský trh jsme v hledáčku měli již dříve, ale potřebovali jsme se na tento vstup kvalitativně připravit. Důležitá je zejména kvalitní analytická příprava, kdy je třeba sehnat co největší množství dat z trhu, o výši nájmu, výnosových procentech, rozdílech mezi velkými aglomeracemi a zbytkem země, rozdíly mezi jednotlivými segmenty a plno dalších parametrů, které sledujeme i na českém trhu. Jak náš fond rostl, zejména v objemu spravovaných prostředků, a je nutné říci, že v tomto aspektu nejen náš fond, zvyšuje se potřeba tyto finanční prostředky alokovat i mimo český trh, kde je již obtížné najít kvalitní produkt, který by odpovídal našim požadavkům.

Polský trh je významně větší než český a zejména nemá legislativu, která by umožňovala vznik realitních fondů obdobných našemu formátu. Takže lokální subjekty finančního trhu nemohou akumulovat takové prostředky jako české nebo německé fondy, takže našimi konkurenty na polském trhu jsou převážně české fondy a z lokálních subjektů převážně polský soukromý kapitál. Dalším zajímavým specifikem polského trhu je rychlost výstavby. Povolovací proces, který v Praze trvá průměrně sedm let, trvá ve Varšavě dva roky. To významně mění pravidla hry, jak investičního, tak i nájemního. U nás máme jistotu, že když s nájemcem uzavřeme nájemní smlouvu na 5 let, tak jí zpravidla dokončí a jedná o prodloužení, protože nemá moc dalších možností. V Polsku se za 5 let může naprosto změnit lokalita v okolí nemovitosti a vyrůst hned několik konkurenčních projektů, takže ve svých kalkulacích musíme pracovat s velkými pobídkami pro nájemce, abychom si je udrželi.

Další významnou aktivitou, kterou se budeš v následujícím období v rámci řízení fondu zabývat, bude důraz na kvalitní asset management a začlenění všech nových nemovitostí do portfolia. Můžeš to prosím pro naše čtenáře rozvést do většího detailu?

Kvalitní asset management považuji za naprosto klíčovou činnost fondu. Koupě nemovitosti je jednorázová akce, které musí být věnována náležitá analytická příprava, ale my nemovitosti kupujeme zpravidla na dlouhý investiční horizont, takže musíme asset managementem pokrýt celou dobu životnosti nemovitosti v našem držení. Hlavním cílem jsou jednoznačně spokojení nájemci, kteří chtějí v nájmu zůstat i nadále, a dále udržování nemovitosti v dobrém technickém stavu a v poslední době i sledování nové legislativy, která se na nás valí jak v oblasti udržitelnosti, ESG, požární bezpečnosti atd. Takže je to velmi komplexní činnost, která spočívá u našich asset managerů převážně v řízení externích dodavatelů a jednání s nájemci. Jedině tak můžeme počítat s tím, že hodnota našich nemovitostí bude růst a v případě prodeje bude tento úspěšný a přinese fondu zisk.

Již delší dobu zastáváš názor, že celkově lze očekávat významnější a zvětšující se rozdíly mezi dobrými a špatnými nemovitostmi, a to jak lokací, tak technickým stavem. Proč tomu tak podle tebe bude?

Hlavním motivem je podle mého názoru převis nabídky nad poptávkou. Zejména v některých segmentech jako je retail nebo průmysl. Vznikla spousta projektů postavených na myšlence, že vše, co se na trhu umístí, se pronajme a následně prodá. Jenže trh není nekonečný a jak nájemci, tak i investoři si začínají vybírat to, kam budou své peníze alokovat. Mnoho staveb vzniklo, podle mého názoru, v neodpovídajícím prostředí svému účelu. Například retail park v místě, kde není dostatečná kupní síla, průmyslová nemovitost na místě, kde není dostatečné dopravní napojení nebo nedostatek pracovních sil. Toto se pak promítá do schopnosti takové nemovitosti být vhodně pronajatá v souladu s očekáváním developera. Problémů s pronájmem si samozřejmě všímají i investoři, kteří jsou pak při tvorbě svých nabídek velmi opatrní. Dalším vlivem je délka povolovacího procesu a zvyšování cen stavebních prací. Developerovi se tak může stavba v čase významně prodražit a předem nasmlouvané nájemné nemusí pokrýt jeho stavební náklady.

Dlouhodobě udržujeme velice nízké zadlužení fondu s tím, že aktuální hodnota klíčového ukazatele LTV – loan-to-value ratio – činí 18 %. Jaké výhody pro tebe jako portfolio managera takto nízký podíl dluhového financování představuje a jaká je střednědobá cílová úroveň LTV našeho fondu?

Hlavní výhodu spatřuji v operativnosti udržování cash flow. S takto velkou rezervou je fond připravený, pokud by z jakéhokoliv důvodu potřeboval v krátkém časovém horizontu navýšit svou ekvitu, zvýšením ukazatele LTV. Důvodem může být buď potřeba ekvity u nějakého velkého a pro fond velmi zajímavého obchodu, nebo pokud by se velmi rychle obrátil tok peněz do fondu a převážily odtoky z fondu. Fond je v tomto ohledu také mnohem více odolný na možné negativní vlivy typu zvýšení úrokových sazeb nebo masivnější snižování výše nájemného u nemovitostí, které by mohlo znamenat snížení jejich hodnoty a sekundárně pak tlak bank na zvýšení vlastní finanční angažovanosti. Naším cílem je řídit zadlužení operativně pod vlivem výše uvedených faktorů, ale dlouhodobě nepřekročit 40 % hodnoty LTV.

Průměrný yield portfolia fondu činí 7,4 %. Jaký je prosím v tomto ohledu tvůj konzervativní odhad průměrné roční výkonnosti fondu na horizontu následujících tří až pěti let?

Portfolio je budováno tak, aby průměrná výkonnost byla v rozmezí 4 – 6 % p.a. Samozřejmě ale klíčovým faktorem, který toto bude ovlivňovat, je trh a jeho výkyvy. Již velmi dlouho jsme v období růstu a celý trh s tímto trendem kalkuluje i nadále. I náš výhled je tedy spojený s tím, že na nemovitostním trhu nedojde k nějaké významnější recesi, která by mohla znamenat růst výnosů, tudíž pokles hodnoty nemovitostí, a následně i hodnoty podílového listu fondu. Zatím však nevidíme ve střednědobém horizontu takovýto pohyb. Možnosti jsou ale lokální výkyvy výkonnosti v určitých segmentech nebo regionech, které by však náš fond díky své diverzifikaci měl vydržet bez většího otřesu.

BIO

VLADAN KUBOVEC

Vladan Kubovec vystudoval právnickou fakultu Masarykovy univerzity v Brně a následně oceňování majetku na Bankovním institutu. Následně nastoupil do rakouské Raiffeisen Landesbank OO, kde byl zodpovědný za oceňování nemovitostí pro rakouské klienty v ČR. Jednalo se zejména o velké komerční nemovitosti rakouských, ale i českých vlastníků, kteří chtěli financování v eurech přímo z rakouské banky. V roce 2011 nastoupil do Consequ na pozici vedoucího oddělení alternativních aktiv, kde hlavním úkolem a odpovědností bylo rozvíjení realitního fondu, který byl při jeho nástupu v začátcích.

CONSEQ

INVESTUJTE DO NEMOVITOSTÍ JEDNODUŠE

FOND CONSEQ REALITNÍ

www.conseq.cz

více než **111 %**
zhodnocení od založení*

6,57 % p.a.
za posledních 5 let**

od **200 Kč**
minimální investice

Toto je propagační sdělení. Než provedete jakékoli konečné investiční rozhodnutí, přečtěte si, prosím, statut fondu a sdělení klíčových informací pro investory. * Kumulativní výkonnost od založení 31. 1. 2008 ke dni 30. 9. 2026.
** Průměrná roční výkonnost od 30. 9. 2021 do 30. 9. 2026.
Dosavadní výkonnost nepředpovídá budoucí výnos.

BUDE „LEPŠÍ PENZIJKO“ OPRAVDU LEPŠÍ?

RICHARD SIUDA
PŘEDSEDA PŘEDSTAVENSTVA,
CONSEQ INVESTMENT MANAGEMENT

V Poslanecké sněmovně je v současné době projednávána velká změna zákona o doplňkovém penzijním spoření. Tato změna má přinést – podle představy vlády již od 1. 1. 2027 – celou řadu změn ve fungování DPS a účastnických fondů s výrazným dopadem jak na klienty, tak penzijní společnosti a potažmo i distributory penzijka.

Jako zdaleka nejzásadnější změna vystupuje do popředí dramatické snížení nákladovosti účastnických fondů (s výjimkou alternativních). Zatímco doposud si penzijní společnosti mohly účtovat manažerský poplatek ve výši max. 1 % ročně z objemu spravovaných aktiv a k tomu výkonnostní odměnu ve výši až 15 % z dosaženého výnosu, nově bude odměna zastropována na 0,5 % ročně z objemu, přičemž odměna z výnosu bude zrušena úplně. Přitom už původní nastavení na úrovni 1 % nebylo nijak nestandardní, u podílových fondů bývá manažerský poplatek i vyšší, u akciových typicky kolem 1,5 %. Navíc, u podílových fondů mohou být kromě odměny investiční společnosti hrazeny i další náklady z majetku fondu (typicky např. audit, depozitář, poplatky za vypořádání obchodů, úschovu cenných papírů), případně je možné účtovat i další poplatky (typicky vstupní, ze kterých se hradí distribuční náklady). Naproti tomu u DPS penzijní společnosti žádné vstupní poplatky účtovat nesmí a ze své odměny musí hradit i uvedené náklady třetích stran (distribuce, audit, depozitář atd.). Na druhou stranu je potřeba uvést, že nastavení výkonnostní odměny ve výši 15 % z dosaženého výnosu je opravdu velkorysé a umožňovalo nám v minulých letech nejen vracet část fixní odměny věrným klientům v podobě věrnostního bonusu, ale také dosahovat (díky výnosům pro investory okolo 20 % ročně v posledních letech) i velmi vysokých zisků, což se následně promítalo do diskuzí o možnostech dalších bonusů pro věrné klienty, o investicích do modernizace online prostředí či produktových inovací atd.

Podle některých zástupců hnutí za nižší poplatky, kteří si myslí, že nižší poplatky budou automaticky znamenat vyšší výnosy pro klienty, ovšem i tak bylo potřeba proti poplatkům zasáhnout a ještě výrazněji je zákonem snížit. Jako podporu pro tento argument vytvořili sérii analýz, ve kterých srovnávali nákladovost českého systému s některými zahraničními, především se slovenským či švédským. Tyto analýzy byly podrobeny poměrně nemilosrdné kritice, zejména proto, že srovnávaly český dobrovolný 3. pilíř se slovenským 2. pilířem (ačkoliv na Slovensku funguje i 3. pilíř, ovšem ve srovnání s ním by české DPS nevyšlo vůbec špatně) a v případě Švédska dokonce s 1. pilířem. Ani takto fatální chyby však nezabránily tomu, aby argumentace vysokými poplatky našla odezvu u politické reprezentace.

Důležité je uvést, že omezení poplatků není jedinou změnou. Novela přináší několik dalších novinek:

1) Strategie životního cyklu. To, co Conseq penzijní společnost nabízí svým klientům již od svého založení, bude nově povinné pro všechny penzijní společnosti. A tato strategie bude nově považována za základní, kterou klient dostane automaticky v případě, že si nebude chtít aktivně vybrat jinou. K této strategii dokonce nebude muset vyplňovat ani investiční dotazník. Toto je určitě krok správným směrem, protože to jednak určitým způsobem snižuje administrativní náročnost sjednání penzijka, za druhé to u většiny klientů povede k tomu, že budou spořit dynamičtěji, než jak dnes spoří většina klientů v penzijku. Pro Conseq z toho ovšem nic nového nevyplývá, protože již dnes většina našich klientů spoří v dynamické asistované strategii, která odpovídá požadavkům novely.

2) Zvýšení státních příspěvků pro mladé – pro klienty do 30 let věku se státní příspěvek zvyšuje z 20 na 40 % příspěvku účastníka, max. 680 Kč namísto dosavadních 340 Kč na každých vložených 1 700 Kč vlastního příspěvku.

3) Plánované zrušení transformovaných fondů – fondy, které musí ze zákona každý rok garantovat nezáporné zhodnocení (při záporném zhodnocení musí ztrátu dorovnat penzijní společnost ze svého) mají povinně skončit do roku 2036. Z mého pohledu jsou transformované fondy tou hlavní koulí na noze českého 3. pilíře, bohužel jsme si ji vytvořili tak velkou a tak pevně k noze připoutali, že není jednoduché se jí zbavit, a i když bych si přál konec mnohem dříve, z praktických důvodů je to jen těžko proveditelné.

Co budou všechny tyto změny opravdu znamenat? Podle marketingových materiálů ministerstva financí zhruba 1 mil. Kč navíc na penzijním účtu klienta, který si bude spořit 1 000,- Kč měsíčně a kterému 300 Kč bude přidávat zaměstnavatel. To vypadá na první pohled fantasticky, ovšem jen do chvíle, kdy si přečtete předpoklady, ze kterých tyto kalkulace vycházejí. První předpoklad je, že díky vyšším státní příspěvkům pro mladé a atraktivnějšímu poplatkovému nastavení začnou lidé spořit o 10 let dříve! A budou tedy spořit o 10 let déle. Každému, kdo má trochu pojem o složeném úročení, asi rychle dojde, co znamená prostá změna délky spoření z 25 na 35 let. Vtipné na tom je, že modelový klient ve starém penzijku vstupuje ve 40 letech, zatímco v novém ve 30 letech – ale ani toho už se vyšší státní příspěvek netýká, protože zvýšení státního příspěvku bude pouze pro mladé do 30 let. Druhým předpokladem je, že dnešní modelový klient investuje do zcela konzervativního portfolia (70 % dluhopisy / 30 % peněžní trh), zatímco modelový klient v „lepším penzijku“ bude investovat 98 % do akcií se strategií životního cyklu. Opět, na první pohled je jasné, že když bude někdo investovat do portfolia s průměrným výnosem 7 % ročně, bude mít na konci podstatně více než ten, kdo bude dosahovat výnosu jen 4 % p.a. Tento druhý argument zcela opomíjí fakt, že třeba u Conseq penzijní společnosti naprostá většina klientů již dnes investuje dynamicky s výraznou převahou akciových investic. A že se tedy pro ně v tomto smyslu s novým penzijkem nic nezmění. Oba první předpoklady navíc opomíjejí to, že budou mít dopad jen na nové klienty, ti stávající už určitě nezačnou spořit dříve, a aby měli dynamičtější portfolio, museli by si ho aktivně změnit – a je otázka, proč by to měli nyní udělat, když se k tomu nerozhoupali dříve.

„Jako zdaleka nejzásadnější změna vystupuje do popředí dramatické snížení nákladovosti účastnických fondů, s výjimkou alternativních.“

Třetí předpoklad uvedené kalkulace je, že snížení poplatků se přímo promítne do vyššího výnosu pro klienta. Což je velmi odvážný předpoklad – výnosy dynamických fondů se u jednotlivých penzijních společností poměrně zásadně liší, přestože poplatky měly všechny nastavené stejně. Jak si tedy vysvětlit, že by snížením poplatků mělo u všech dojít ke stejnému zvýšení výnosů? Je v podstatě jisté, že k tomu nedojde, a to zejména proto, že portfolio manažeři penzijních fondů budou muset nově při řízení portfolií a výběru aktiv, do kterých budou investovat, mnohem více sledovat, jaké budou mít náklady na pořízení a držbu těchto investic tak, aby to bylo stále snesitelné pro samotnou penzijní společnost. A budou tedy muset vyřazovat aktiva, o kterých si sice myslí, že mohou mít mnohem větší potenciál výnosu pro klienta, ale z důvodů nákladů je do portfolia nakoupit nemohou.

Vše výše uvedené myslím dost výrazně zpochybňuje to, že by „lepší penzijko“ mělo být skutečně lepší. A i kdyby, je zde ještě jeden argument – nižší náklady budou zcela jistě znamenat nutné úspory i na distribučních nákladech. Což podle mého názoru povede k tomu, že do systému bude vstupovat méně lidí a produkt tak ve výsledku bude méně dostupný a méně řešit situaci budoucích důchodců. Zastánci změn argumentují, že nové parametry jsou natolik skvělé, že lidé penzijko vezmou útokem a začnou si jej sami online zakládat bez nutnosti jakýchkoliv distribučních nákladů. To je podle mě názor někoho, kdo o tom, jak lidé pracují s finančními produkty, nikdy neslyšel ani z rychlíku. Ale třeba se mýlím a klapne to. Nebo, což by samozřejmě byl obrovský posun, přistoupíme k systému, kdy se každý při nástupu do zaměstnání stane účastníkem DPS, pokud to aktivně neodmítne (tzv. opt-out systém). To by samozřejmě byla radikální změna, která by mohla český 3. pilíř zásadně nakopnout. Opatrně se o tom hovoří, ministryně financí vypouští balónky ve smyslu „nebyli bychom proti“, tak uvidíme.

Nakonec, co to vše znamená pro Conseq? V médiích i ve vyjádřeních některých velkých penzijních společností se objevují názory, že menší penzijní společnosti (kam řadí i nás) změny nemusí přežít. Mohu čtenáře ujistit, že je to jen jejich zbožné přání. Conseq mnohokrát prokázal, že dokáže být flexibilní, inovativní i nákladově efektivní. Ačkoliv máme na přípravu velmi málo času (změny hrozí být účinné od 1. 1. 2027, přitom až ke konci října bude druhé čtení ve sněmovně, takže vše je časově hodně natěsno a může dojít na různé pozměňovací návrhy), již dnes pracujeme na vícero scénářích tak, abychom byli připraveni i nadále dodávat klientům špičkové produkty a služby. A přitom udrželi dlouhodobou spolupráci s našimi distribučními partnery i přiměřenou ekonomiku Conseq penzijní společnosti.

CONSEQ

JEDNODUCHÝ KROK K LEPŠÍ BUDOUCNOSTI

CONSEQ GLOBÁLNÍ AKCIOVÝ ÚČASTNICKÝ FOND

10,39 % p.a.
za posledních 5 let*

conseq.cz/GLAK

Toto je propagační sdělení. Než provedete jakékoli konečné investiční rozhodnutí, přečtěte si, prosím, statut fondu a sdělení klíčových informací pro investory. Dosavadní výkonnost nepředpovídá budoucí výnosy.
* Průměrná roční výkonnost za posledních 5 let ke dni 27. 10. 2026.

MODELOVÁ PORTFOLIA CONSEQ

JAN MACEK
INVESTIČNÍ SPECIALISTA

V nabídce naší fondové platformy Classic Invest lze nalézt více než tisíc podílových fondů od vyšších desítek lokálních nebo globálních správců majetku. Abychom našim klientům, investorům, ale zejména spolupracujícím investičním poradcům usnadnili výběr fondů a proces jejich seskládání do funkčního portfolia, připravili jsme čtyři modelová fondová portfolia. Investiční poradci je naleznou na portále MůjConseq, kde je mohou využít v procesu sjednávání nové smlouvy Classic Invest.

Čtyři modelová portfolia se od sebe liší především podílem akcií. Od nuly u Dluhopisového přes 55 % u Smíšeného až po 100 % u Akciového a Trendového. Vyšší podíl akcií zároveň odkazuje na vyšší požadovaný rizikový profil a delší investiční horizont. Každé portfolio pak tvoří čtyři až pět fondů s pevně danými vahami.

Dluhopisové portfolio staví výhradně na našich vlastních dluhopisových fondech. Jádrem je Conseq Invest Dluhopisový fond, tedy relativně konzervativní fond s přibližně dvoutřetinovým podílem státních dluhopisů a třetinovým podílem kvalitních podnikových dluhopisů. Konzervativní složku pak navyšuje Conseq Invest Konzervativní. Fondy korporátních a vysoce úročených dluhopisů (rating BBB+ a BB+) přidávají vyšší výnos, ovšem za cenu vyššího kreditního rizika, než je tomu u předchozí dvojice fondů. Portfolio je určeno pro investory s nízkým rizikovým apetitem a/nebo krátkým investičním horizontem, minimálně však od tří let.

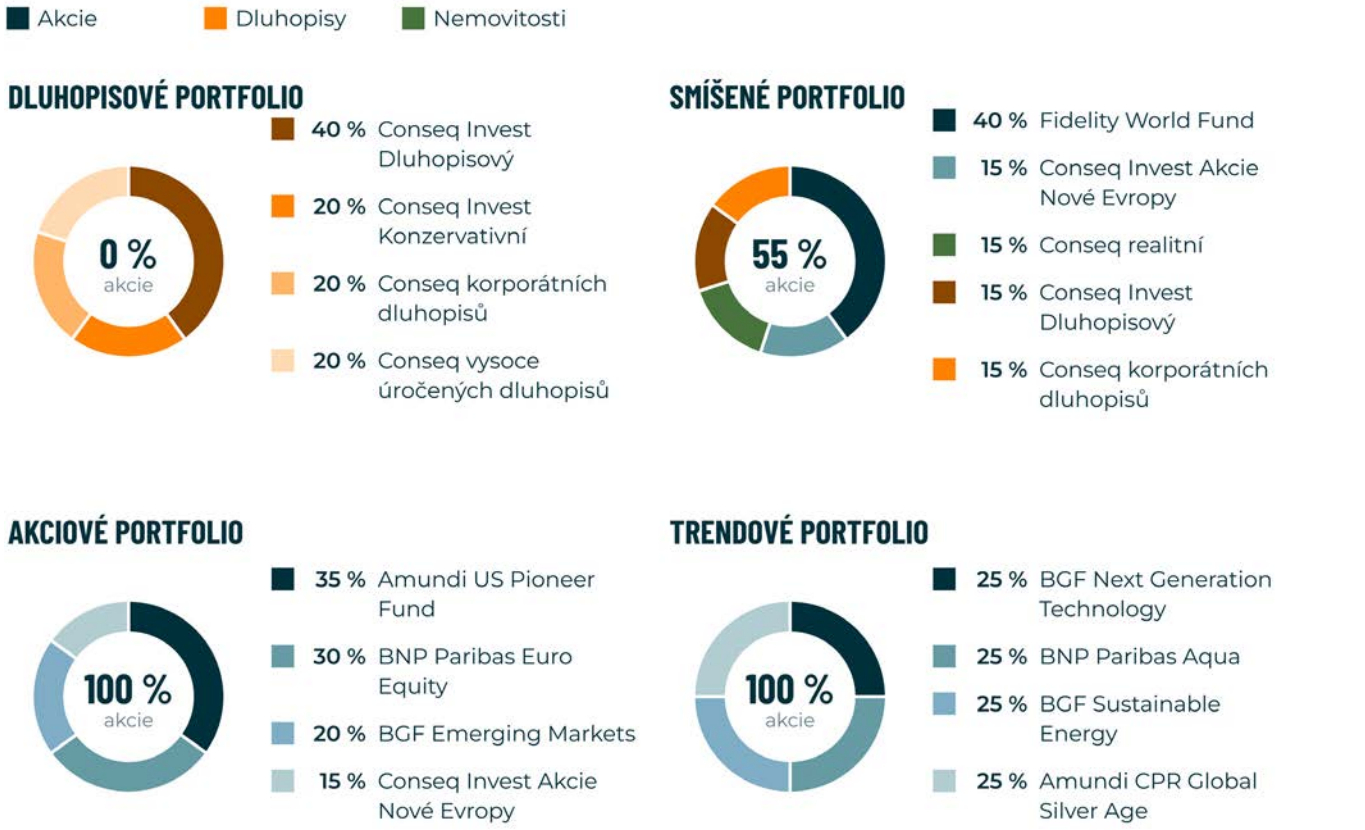
„Od 1. ledna 2023 do 16. října 2026 zhodnotilo Akciové portfolio 83,6 %, Smíšené 65,8 %, Trendové 57,2 % a Dluhopisové 20,0 %.“

Smíšené portfolio staví na globálních akciích fondu Fidelity World Fund v třídě zajištěné do koruny, které doplňují akcie střední a východní Evropy v podobě našeho fondu Conseq Invest Akcie Nové Evropy. Zbylých 45 % tvoří státní a korporátní dluhopisy a Conseq realitní fond. Celkově tak jde o velmi diverzifikované portfolio zahrnující všechny hlavní investiční třídy aktiv. Primárně je portfolio určeno pro investora s vyváženým rizikovým profilem a střednědobým investičním horizontem od 5 let. Díky své univerzálnosti lze toto portfolio v zásadě doporučit jakémukoliv investorovi, který chce v maximální míře rozprostřít své riziko a očekává od svého portfolia především stabilitu.

Akciové portfolio pokrývá hlavní akciové regiony, tedy USA, eurozónu, rozvíjející se trhy a střední a východní Evropu. Fondy na USA a eurozónu jsou v korunových třídách se zajištěním měnového rizika. Fond je určen pro investory s dlouhým investičním horizontem. S ohledem na časté kolísání akciových trhů je také nutné, aby investor chápal tržní rizika spojená s investováním na volatilních trzích a byl schopen a ochoten takové výkyvy snášet.

Trendové portfolio sází rovným dílem na čtyři dlouhodobá témata. Těmi jsou technologie, voda, čistá energie a stárnutí populace. Sázky na tyto sektory jsou realizovány výhradně přes akciové fondy. Jako jediné není toto portfolio plně zajištěné do české koruny. Technologický a energetický fond jsou vedeny v dolarech, takže výsledek ovlivňuje i kurz koruny vůči USD.

SLOŽENÍ MODELOVÝCH PORTFOLIÍ CONSEQ



Zdroj: Conseq Investment Management

VÝKONNOST OD VZNIKU PORTFOLIÍ

Portfolia jsme našim obchodní partnerům představili v roce 2023. Fungují tedy necelé čtyři roky. Od 1. ledna 2023 do 16. října 2026 zhodnotilo Akciové portfolio 83,6 %, Smíšené 65,8 %, Trendové 57,2 % a Dluhopisové 20,0 %. Smíšené portfolio přitom předstihlo Trendové při méně než polovičním kolísání.

Portfolia vznikla v době, která jim přála. Rok 2022 srazil zároveň ceny akcií i dluhopisů, takže jejich start vycházel z nízkých cen akcií a vysokých výnosů dluhopisů. Nejvíc k výsledkům přispěl fond Conseq Invest Akcie Nové Evropy, který od začátku roku 2023 vydělal svým investorům 175,6 %. Tento fond je zastoupen v Akciovém a Smíšeném portfoliu. V Trendovém portfoliu táhl výkonnost BGF Next Generation Technology Fund (+141,9 %), naopak Amundi CPR Global Silver Age přidal jen 20,7 %.

Cesta k ziskům však nebyla přímá. Při celním šoku na jaře 2025 ztratilo Akciové portfolio od vrcholu 12,9 % (14. 2. – 4. 4. 2025), Trendové dokonce 21,1 % a Smíšené 6,0 %. Březnový výprodej 2026 (válka v Íránu) stál Akciové portfolio 9,1 %. Oba propady portfolia dohnala během několika měsíců. Dluhopisové portfolio nikdy neklesalo o víc než 1,8 %, Trendové je naopak v polovině října zhruba 8 % pod červnovým maximem. Všechna čtyři portfolia skončila každý kalendářní rok od roku 2023 v plusu. Výnosy jednotlivých let byly ovlivněny tím, které části kapitálových trhů se zrovna dařilo.

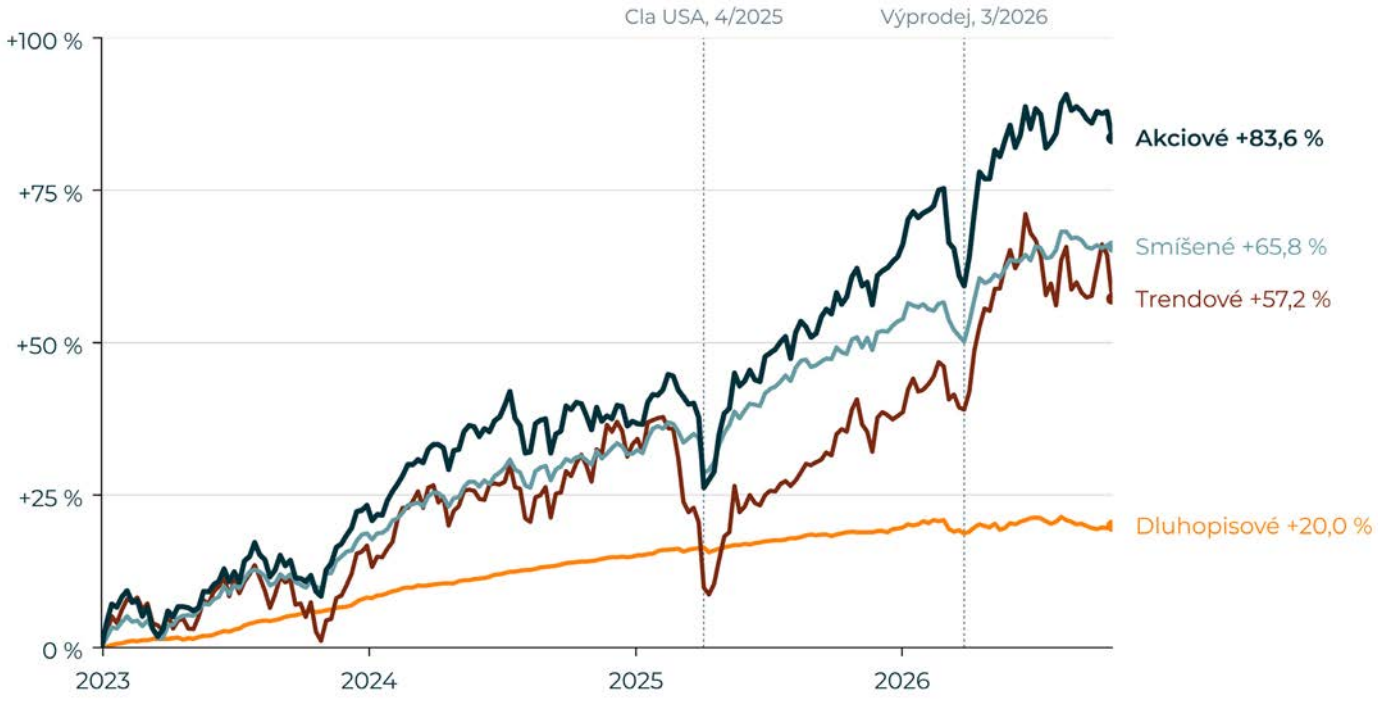
Rok 2023 byl ve znamení návratu po propadu: akcie rostly naplno a dluhopisy profitovaly z klesajících výnosů. Dluhopisové portfolio tak mělo zatím nejlepší rok.

V roce 2024 Akciové portfolio brzdila eurozóna (BNP Paribas Euro Equity +1,6 %), která výrazně zaostala za americkými akciemi (+19,7 %). Nejlepší pak bylo díky růstu technologií Trendové portfolio.

Rok 2025 patřil střední a východní Evropě a našemu fondu Conseq Invest Akcie Nové Evropy, který přidal 42,6 % a vytáhl Akciové i Smíšené portfolio. Trendové naopak skončilo jen mírně v plusu, protože dolar za rok oslabil vůči koruně o 15 %. Téma vody stagnovalo a stárnutí populace ztrácelo.

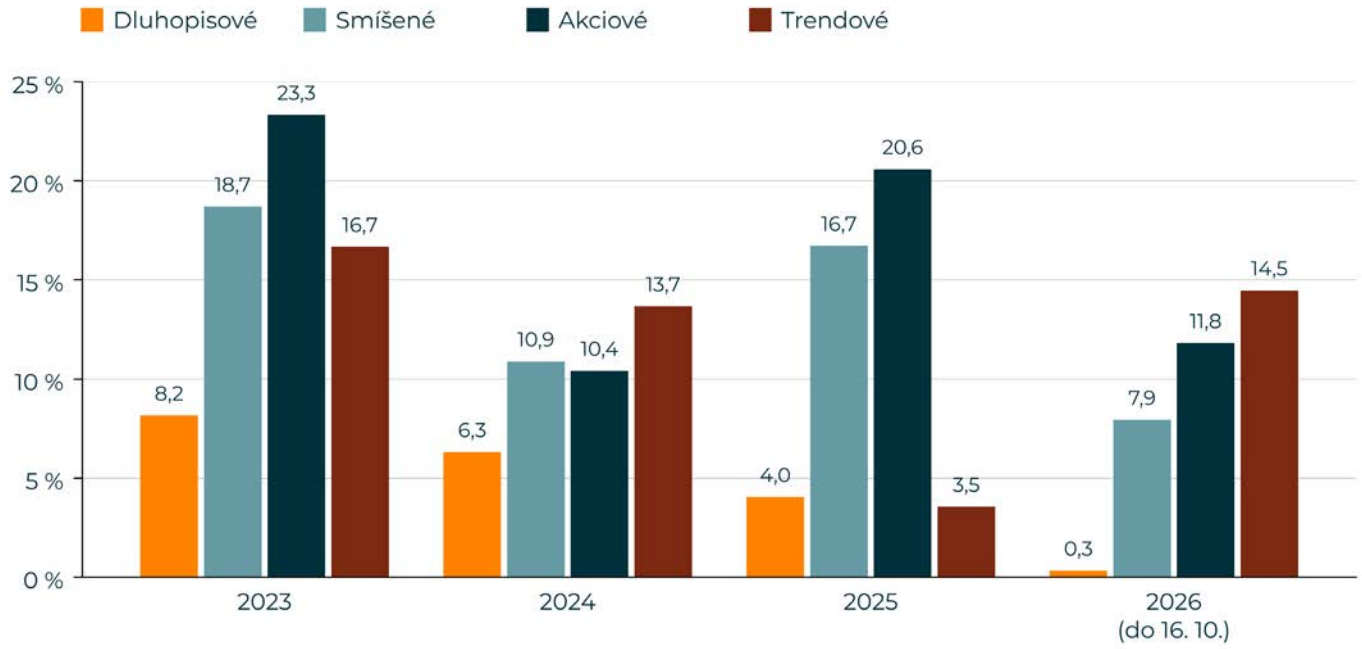
V roce 2026 (do 16. 10.) vede Trendové portfolio, opět díky technologiím (+31,6 %), Akciovému pomáhají rozvíjející se trhy (+18,5 %) a akcie střední a východní Evropy (+21,1 %). Dluhopisové portfolio je aktuálně zhruba na nule. Desetiletý výnos českých státních dluhopisů vystoupal k 5,3 % a růst sazeb srážel ceny dluhopisů.

KUMULATIVNÍ VÝKONNOST V CZK OD 1. 1. 2023 DO 16. 10. 2026



Zdroj: Conseq Investment Management

VÝKONNOST V KALENDÁŘNÍCH LETECH V %, ROK 2026 OD 1. 1. DO 16. 10.



Zdroj: Conseq Investment Management

CO ČEKAT V PŘÍŠTÍCH LETECH?

V příštích letech je nutné počítat s riziky, která se na trzích začínají objevovat již dnes. Jde o rizika od rostoucích výnosů vládních dluhopisů, přes vysokou koncentraci akciového trhu v technologickém sektoru po riziko růstu výnosových měr na realitním trhu. Ne všechna rizika se budou materializovat, některá naopak mohou představovat investiční příležitosti. Zkrátka predikovat dnes výnos v budoucích několika letech je mimořádně složité. Je proto bezpečnější nespoléhat se na minulé roky a budoucí výnosy vyhlížet spíše střízlivě. Největší jistotu z tohoto pohledu pak představuje Smíšené portfolio se svojí širokou diverzifikací.

Portfolio	Podíl akcií	Výnos od 1. 1. 2023 (p.a.)	Orientační očekávaný výnos (p.a., po poplatcích)	Hlavní rizika
Dluhopisové	0 %	4,9 %	5–6 %	růst úrokových sazeb a výnosů do splatnosti, kreditní riziko
Smíšené	55 %	14,3 %	5–6,5 %	akciové trhy, úrokové sazby
Akciové	100 %	17,4 %	5,5–7 %	obrat trendu technologických akcií
Trendové	100 %	12,7 %	4–8 %	soustředění do čtyř témat, kurz USD

Zdroj: Conseq Investment Management

JAK VYBÍRÁME FONDY DO NAŠICH PORTFOLIÍ?

ADAM ŠPERL, CFA
PORTFOLIO MANAGER

Fondy fondů, jako například Active Invest Dynamický, patří mezi naše hlavní investiční produkty. Při aktivním řízení těchto portfolií se zabýváme v první řadě alokací aktiv. Rozhodujeme se tedy, jaká aktiva přikoupíme (nadvážíme vůči neutrální pozici) a jaká naopak prodáme (podvážíme vůči neutrální pozici). Druhá a neméně důležitá otázka ovšem zní: jaké konkrétní fondy vybrat?[1]

Ačkoliv se tomuto tématu akademická literatura věnuje poměrně intenzivně již velice dlouho, nepanuje na mnoha argumentech všeobecná shoda a závěry bývají mnohdy nejednoznačné. Obecně můžeme říci, že zatím neexistuje jednotný a opakovatelný postup („recept“), jak vybrat nejlepší fond z daného universa. Proces výběru fondů je tedy vždy do značné míry subjektivní a závislý na tom, kdo jej provádí. Volba konkrétních parametrů bývá součástí interního know-how. Existuje však dostatek empiricky ověřených vztahů a principů, o které se můžeme opřít. Jinak můžete velice snadno jako investor vybrat ne zcela vhodný fond, nebo v horším případě pak takový, kterému se velice rychle přestane dařit.

Procesu výběru fondů (Fund Selection) se věnujeme velice důkladně a považujeme jej za velmi důležitý pro dosažení dlouhodobých investičních cílů. Nejvíce pozornosti ze zcela pochopitelných důvodů přitahuje vždy (historická) výkonnost. Nicméně vybírat si fond čistě na základě minulé výkonnosti je obecně špatná investiční strategie: nejlepší fondy mají totiž velice silnou tendenci zaostávat v následujících letech (mean reversion). Na druhou stranu zase platí, že dlouhodobě nejhorší fondy mají tendenci zůstávat podprůměrné.

Mnoho investorů se také rozhoduje na základě externího ratingu, například společnost Morningstar používá hodnotící škálu 1 – 5 hvězdiček.[2] O tom, že tomu tak skutečně je, svědčí fakt, že drtivou většinu nových vkladů získávají právě fondy se čtyřmi nebo pěti hvězdami. Dá se však ukázat, že spolehlivou a konzistentní nadvýkonnost tyto fondy následně nevykazují. Je tedy potřeba mnohem komplexnější pohled.

Každému aktivně spravovanému fondu se občas (i několik let) nemusí dařit. Investoři s tím musí počítat a je to zcela normální. Proto je vždy zcela na místě uvažovat co nejdelší období – máme potom k dispozici mnohem více dat a umožní nám to pochopit, jak se danému fondu (či investiční strategii) vedlo v různých tržních prostředích. Dostatečné je v tomto ohledu alespoň jeden hospodářský cyklus (cca 10 let). Čím více, tím samozřejmě lépe. Užitečnou informaci přináší i to, jak si fond vede v nejrůznějších krizových situacích (Covid, globální finanční krize apod.).

Situaci nám nicméně komplikuje hned řada faktorů. Jedním z nich je prostý fakt, že na delším období „přežívají“ pouze dobré fondy (survivorship bias) a s růstem délky období razantně klesá počet fondů (velikost vzorku) a dostupnost dat. Investiční společnosti se také uchylují k různým praktikám majícím za cíl zlepšit vykazovanou výkonnost. Špatné

[1] Tento článek se věnuje pouze výběru aktivně spravovaných podílových fondů. Při výběru ETF platí podobná logika, nicméně je zde několik specifik a klíčových odlišností.

[2] 5 je nejlepší, 1 nejhorší rating.

fondy se často slučují (merge) či se rovnou zavírají, aby mohly „začít znovu“. Prezentované jsou často také fondy s relativně krátkou historií (často 1-3 roky), které vykazují výborné výsledky. Mnohdy se jedná o tématické fondy těžící z aktuálních trendů, které následně procházejí dramatickými korekcemi, jakmile optimismus vyprchá. Špatně zvolený časový horizont nám tedy může velice výrazně omezit investiční vesmír nebo naopak ukazovat optimisticky zkreslenou výkonnost. Nepříjemné může být i to, že mnoho fondů s kratší historií je založeno na strategiích, jež existují v různé formě mnohem delší dobu (např. investiční mandáty). Investor tak může snadno přehlédnout zajímavé možnosti. Znalost tržního prostředí a aktivní vyhledávání příležitostí jsou proto rovněž nesmírně důležité.

Náš aktuálně používaný proces výběru fondů je výsledkem mnohaleté práce a zkušeností. Prvním a zcela klíčovým krokem je vždy definování investičního vesmíru, což možná vypadá jednoduše, ale nemusí to být vůbec snadné! Vezměme například, že chceme vybrat fond investující do evropských akcií. Jaké fondy vzít v úvahu a jak je vůbec najít? My používáme data od společností Lipper (LSEG), Bloomberg a Morningstar, přičemž vyhledávat lze například pomocí klasifikací, benchmarků, třídy aktiv a regionů. Následně je nutné další třídění, abychom porovnávali správně: fondy by měly mít stejné benchmarky neboli srovnávací indexy, stejnou třídu (tj. srovnatelné náklady) a podobný investiční styl. V rámci našeho příkladu Evropy totiž máme fondy dividendové, růstové, hodnotové, flexibilní, investující jen v rámci Eurozóny (ex-UK) apod. Klíčové je tedy neporovnávat jablka s hruškami. Na prvotní screening je potřeba si dát velký pozor, jinak můžeme opomenout některé důležité fondy nebo naopak zahrnout zcela nevhodné.

„Investoři by se měli vyhýbat dlouhodobě podprůměrným fondům, a naopak vyhledávat levné, opravdu aktivní fondy se stabilním týmem a konzistentní strategií, která má oproti konkurentům specifickou výhodu.“

V dalším kroku stanovujeme pro každý fond bodové skóre, které je založeno na vyhodnocení nejrůznějších ukazatelů (tzv. tvrdá data). Používáme vážený součet za několik časových období, což automaticky penalizuje fondy s kratší historií. Velkou váhu v celkovém skóre přikládáme nákladovosti, neboť empirický výzkum jednoznačně potvrzuje, že dražší fondy mají tendenci zaostávat (ceteris paribus). Důležitým ukazatelem je i Active Share, neboli jak se liší portfolio fondu od benchmarku. Cílem je vyhnout se fondům, které si účtují poplatky za aktivní správu, ale ve skutečnosti jsou to v podstatě pasivní fondy (tzv. Closed Indexers).

Výkonnost fondu hodnotíme na základě několika ukazatelů (např. Information Ratio, Sortino Ratio, Drawdown period). Některá úskalí při hodnocení výkonnosti jsme už zmínili, faktem ovšem zůstává, že výkonnost důležitá *je* – implicitně se do ní vše promítá. Ať už jde o náklady, kvalitu řízení fondu či schopnosti portfolio managerů. Jde nicméně vždy o pohled do zpětného zrcátka a výkonnost může být i výsledkem toho, že portfolio manager měl zkrátka pouhé štěstí. Z tohoto důvodu se zaměřujeme na dlouhodobou schopnost dosahovat výsledků (konzistentnost) a používáme více ukazatelů. Mnoho užitečných informací pro samotné vyhodnocení fondů však není možné vyčíst ze samotných dat, ale je potřeba se zaměřit i na kvalitativní ukazatele. Z časových a nákladových důvodů toto není možné provést pro úplně všechny fondy. Zaměřujeme se proto pouze na určité procento nejlepších fondů z uvedené analýzy, a ty pak vyhodnocujeme dále.

Prvním důležitým hlediskem jsou samotní lidé, tedy tým portfolio managerů a analytiků spravující daný fond. Samotná osoba portfolio managera může být rozhodujícím faktorem, komu svěřujete jako investor své peníze. Je tým adekvátní a stabilní? Jak často se mění? Bohužel ke změnám dochází velmi často a je to další z důležitých faktorů, který ztěžuje vyhodnocování dlouhodobé výkonnosti. Za dřívějšími výsledky fondu totiž často stojí úplně jiní lidé.

Druhou velkou oblastí, kterou vyhodnocujeme zvlášť, je vlastní investiční strategie. Měla by být pochopitelná (pozor na black boxy), něčím zajímavá, jedinečná či mající znatelnou konkurenční výhodu. Jasně definovaná pravidla a konzistentnost jsou jasnou výhodou. Je zásadní, aby se investiční strategie fondu neměnila vlivem nepříznivých podmínek, protože pokud se fondu nedaří, může docházet ke změnám v portfoliu v tu nejméně vhodnou dobu a k uzamykání ztrát. Pozor také na změnu stylu, ke které také může docházet (růstový fond musí zůstat růstovým apod.), protože investor je najednou vystaven nezamýšleným rizikům a správce fondu může tímto také nadhodnocovat svou výkonnost, neboť ta již není výsledkem původního výběru cenných papírů, ale skrytou změnou investičního stylu. Obecně tyto a další znaky patří do kategorie governance a řízení rizik, které také vyhodnocujeme. Užitečným a jedinečným zdrojem informací je i přímý kontakt (většinou ve formě videohovoru) s managerem fondu, který je pro nás samozřejmostí.

Ve výsledku jsme tedy nakonec schopni fondy vyhodnotit a seřadit dle námi zvolených kritérií, jejichž podstatu jsme právě popsali. Stručně bychom mohli shrnout tak, že investoři by se měli vyhýbat *dlouhodobě* podprůměrným fondům a naopak vyhledávat levné, opravdu aktivní fondy se stabilním týmem, konzistentní strategií (výkonností), která má oproti konkurentům specifickou výhodu.

FEEDER FOND JAKO BRÁNA DO SVĚTA ALTERNATIVNÍCH INVESTIC POD TAKTOVKOU ZKUŠENÝCH SPRÁVCŮ AKTIV

RICHARD BECHNÍK
MANAGER FUND STRUCTURING

Investování do fondů kvalifikovaných investorů (FKI) a obecně alternativních investic se stalo klíčovým doplňkem moderních investičních portfolií. Stojí za tím mnohdy nízká korelace s vývojem na veřejných trzích, zajímavé příležitosti skryté mezi neveřejnými třídami aktiv či flexibilní management fondu, který často drží kontrolní či majoritní podíl v podkladových aktivech. Svět alternativních investic tak stále více láká investory hledající nadstandardní výnosy a efektivní diverzifikaci mimo tradiční trhy. Historicky však byly tyto příležitosti vyhrazeny spíše institucionálním a bonitním investorům, přičemž širší investiční obci zůstával tento svět uzavřen kvůli vysokým limitům minimální investice, administrativní náročnosti a složitým strukturám. FKI a alternativní investice už tak nejsou jen tichým doplňkem vyhrazené skupiny investorů, který se krčil na okraji zájmu mainstreamu. Naopak se z nich stává jedno z hlavních témat, které svou atraktivitou a příběhem směle konkuruje i zavedeným investicím, jako například strategiím postaveným na technologických gigantech.

Do popředí se tak v rámci investičních nástrojů postupně prodírají FKI fondy fondů, feeder fondy či ELTIF fondy. Stává se z toho i velice vděčné téma na mnoha investičních konferencí, kdy tzv. demokratizace alternativních investic, tedy zpřístupnění investic tohoto typu aktiv menším investorům, podněcuje diskuze nejrůznějším směrem. Jedna perspektiva nabízí technický pohled, kdy takový feeder fond svou strukturou jednoznačně přináší přidanou hodnotu. Pod jedním produktem se spojuje velký institucionální fond, který se často vyznačuje špičkovou schopností due diligence podkladových aktiv, silným analytickým zázemím a solidním dosahovaným track recordem, spolu s tvůrcem feeder fondu, který vystupuje jako „most“ či „komunikační a servisní tlumočník“ k širšímu investičnímu publiku. Feeder fond tak rozšiřuje původních pár investorů z „High Net Worth Individual“ institucionálního fondu o svou početnou investorskou základnu, jejichž potřebám rozumí a dokáže uzpůsobit podobu investičního nástroje jejím očekáváním a komfortu. Pakliže se nachází v silné pozici, má schopnost úspěšně implementovat své požadavky i do samotného nastavení institucionálního fondu.

„Největším přínosem pro konečného investora je, jak za něj feeder fond řeší veškerou administrativní náročnost.“

Největším přínosem pro konečného investora je, jak za něj feeder fond řeší veškerou administrativní náročnost. Kdyby daný investor měl do cílového fondu investovat napřímo sám bez feeder fondu, dost možná by se zastavil již na první bariéře, kdy by nenaplnil požadavky pro profesionálního investora, což je u obdobných fondů často nutnou podmínkou pro vstup. Další komplikací by mohly být veškeré následné onboarding procesy a seznamování se smluvní dokumentací. Dnes jsou navíc pro velké fondy velice oblíbené hybridní lucemburské právní formy, které často investora zařazují do pozice komanditisty. Standardní vstup skrze klasický feeder fond SICAV či OPF tak jednoznačně nabízí výrazné usnadnění celého procesu.

Co se týká práce feeder fondu v průběhu investiční periody, tak nejvýraznějším přínosem je řízení cash managementu, komunikace s cílovým fondem a investory a případně kontrola cílového fondu. Cash management přitom může znamenat až pětileté pravidelné svolávání kapitálu k postupnému zainvestovávání, čímž feeder fond výrazně konečnému investorovi odlehčuje a přebírá danou agendu na svá bedra. Zásadní pak je i informování feeder fondu o investičních aktivitách v portfoliu cílového fondu a o výhledech do budoucna. Neméně důležitá je i důvěra a vzájemná komunikace mezi dotčenými fondy o situacích, kdy se v portfoliu nějaké operace odchylují od standardní investiční politiky. Samotný cash management samozřejmě zahrnuje i rozhodnutí feeder fondu, jakou formou a v jakém načasování bude distribuovat výnosy zpět svým investorům, a to pokud možno se zohledněním daňových dopadů.

Druhý úhel pohledu poukazuje na velice slušnou návratnost cílových aktiv, na které se dané fondy zaměřují. Nejčastěji se jedná o private equity a private debt. U prvně jmenovaného aktiva pak stále zastávají významnou pozici společnosti tradičního průmyslu, které však nutně potřebují projít procesem inovací, aby získaly konkurenceschopnost na globálních trzích a úspěšně tak projít fází organické expanze. Rovněž se uplatňuje strategie růstu prostřednictvím M&A, která v závěrečné fázi najde pro společnost strategického partnera. Zde se ale fondy mezi sebou zásadně liší, kdy je nutné cílit na skutečné zvyšování efektivity a ziskovosti podkladové společnosti, což opodstatňuje reálný růst její hodnoty, která by odpovídala realizační ceně na trhu s ohledem na potenciální zájemce.

Téma, které se probíjí do popředí jako možný nový fenomén private equity, jsou společnosti označované jako „AI Adopters“. Jedná se mnohdy o menší technologické společnosti, které často shánějí kapitál již v rámci venture capital – tedy mladé společnosti ve velice rané fázi, které reálně integrují umělou inteligenci do svých služeb. Může se tak jednat o menší rotaci kapitálu od velkých technologických gigantů směrem k poskytování kapitálu spíše těmto mladším společnostem v rámci aplikační sféry AI. Tyto společnosti se aktuálně nacházejí i na mnohem atraktivnějších valuačních úrovních. Fondy poskytující soukromý dluh také zintenzivňují svou aktivitu, a to především díky prostředí přísného bankovního financování. Velice často se u těchto aktiv využívají strukturované úvěry podnikovým dlužníkům, což přináší zajímavé výnosy se sníženým rizikem v porovnání s přímým nákupem podílu. Jedná se o win-win strategii, kdy je takovýto soukromý úvěr poskytnutý fondem i přínosem pro samotného dlužníka, kterému je sestaven úvěr rychle a flexibilně, aniž by ve výsledku ztratil svůj kontrolní vliv.

FRANCOUZSKÝ VLÁDNÍ DLUH POD TLAKEM: MAKRO-FISKÁLNÍ ARITMETIKA ZAČÍNÁ BÝT NEÚPROSNÁ

MICHAL STUPAVSKÝ, CFA
INVESTIČNÍ STRATÉG

MAKRO-FISKÁLNÍ IDENTITA: ZÁKLADNÍ PRINCIP DLUHOVÉ UDRŽITELNOSTI

Pro investory do vládních dluhopisů představuje poměr vládního dluhu k nominálnímu HDP jeden z nejdůležitějších ukazatelů fiskálního zdraví ekonomiky. Samotná výše tohoto poměru však nestačí. Ještě důležitější je pochopit, jakými mechanismy se vyvíjí v čase a za jakých podmínek se může stabilizovat, případně začít klesat.

Odpověď poskytuje takzvaná *makro-fiskální identita*, v anglické terminologii *government debt dynamics equation*. Ta říká, že změna poměru vládního dluhu k nominálnímu HDP závisí především na dvou faktorech: primárním rozpočtovém saldu a rozdílu mezi průměrnou efektivní úrokovou sazbou vládního dluhu a tempem růstu nominálního HDP.

První komponentou identity je primární rozpočtové saldo. Primární deficit představuje rozdíl mezi vládními výdaji bez úrokových nákladů a vládními příjmy. Pokud vláda hospodaří s primárním deficitem, musí si půjčovat nejen na úhradu úroků, ale také na financování běžného nesouladu mezi neúrokovými příjmy a výdaji.

Druhou komponentou je takzvaný *úrokově-růstový diferenciál*, tedy rozdíl mezi průměrnou úrokovou sazbou a nominálním hospodářským růstem. Právě tento rozdíl rozhoduje o tom, zda již existující dluhová zátěž vytváří automatický tlak na růst, nebo naopak na pokles poměru vládního dluhu k nominálnímu HDP.

Pokud je průměrná úroková sazba nižší než růst nominálního HDP, může se dluhový poměr snižovat i při určitém primárním deficitu. Ekonomika totiž nominálně roste rychleji než úrokové zatížení existujícího dluhu. Jestliže však úroková sazba převyšuje nominální růst, situace se obrací. Samotná obsluha existujícího dluhu vytváří tlak na zvyšování jeho poměru k HDP. Aby vláda tento mechanismus neutralizovala, musí dosahovat dostatečně vysokého primárního rozpočtového přebytku.

Zásadní vlastností makro-fiskální identity je skutečnost, že citlivost dluhového poměru na úrokově-růstový diferenciál je přímo úměrná výchozí zadluženosti ekonomiky. Pokud vládní dluh činí 50 % HDP, zhoršení úrokově-růstového diferenciálu o jeden procentní bod zvýší přibližný roční příspěvek této komponenty k růstu dluhového poměru o 0,5 procentního bodu HDP. Při zadlužení 120 % HDP však stejná změna znamená přibližně 1,2 procentního bodu HDP.

A právě zde spočívá jeden z nejvýznamnějších problémů vysoce zadlužených ekonomik. Čím vyšší je jejich výchozí zadlužení, tím zranitelnější jsou vůči růstu úrokových sazeb a zpomalování nominálního hospodářského růstu.

Důležité je rovněž rozlišovat mezi efektivní úrokovou sazbou existujícího dluhu a aktuálním tržním výnosem vládních dluhopisů do doby splatnosti. Pro výpočet dluhové dynamiky je rozhodující první veličina, tedy poměr úrokových nákladů k příslušnému stavu dluhu. Aktuální tržní výnosy ovlivňují především náklady nových emisí a refinancování splatných dluhopisů. Do průměrných úrokových nákladů celého dluhového portfolia se proto promítají postupně, v závislosti na jeho splatnostní struktuře.

FRANCIE PO NOVÉ ŘÍJNOVÉ PROGNÓZE MEZINÁRODNÍHO MĚNOVÉHO FONDU: SLABŠÍ EKONOMICKÝ RŮST A VĚTŠÍ TLAK NA DLUH

Mezinárodní měnový fond (MMF) zveřejnil 13. října 2026 nové vydání World Economic Outlook (WEO). Podle jeho aktuální prognózy francouzská ekonomika letos reálně poroste pouze o 0,4 % a v roce 2027 o 0,7 %. Jde o snížení výhledu o 0,2 procentního bodu pro oba roky oproti červencovým odhadům. Francie tak zaostává za eurozónou, pro kterou MMF očekává růst o 1,1 % v roce 2026 a 1,2 % v roce 2027. Pro srovnání: světová ekonomika by podle fondu měla růst o 3,1 %, respektive 3,4 %.

Slabší reálný růst sám o sobě automaticky neznamená stejně velké zhoršení nominálního růstu HDP: ten závisí také na deflátoru HDP, nikoli pouze na spotřebitelské inflaci. Nižší tempo růstu ekonomické aktivity však omezuje daňové příjmy a za jinak stejných podmínek ztěžuje stabilizaci poměru vládního dluhu k nominálnímu HDP.

K dispozici jsou také novější údaje francouzského ministerstva financí. Ve zprávě zveřejněné 6. října vláda očekává, že hrubý veřejný dluh vzroste ze 115,7 % HDP v roce 2025 na 119,3 % HDP v roce 2026 a 121,7 % HDP v roce 2027. Francouzský návrh rozpočtu navíc počítá s celkovým deficitem 5,4 % HDP letos a 5,0 % HDP příští rok. I uskutečnění takové konsolidace by tedy zatím nestačilo k zastavení růstu dluhového poměru.

Situaci navíc komplikuje dluhopisový trh. Výnos desetiletých francouzských vládních dluhopisů v říjnu překročil hranici 5 % a 26. října dosahoval přibližně 5,0 %. Spread vůči německým desetiletým dluhopisům se tak rozšířil zhruba na 1,7 procentního bodu, což je velmi blízko historického maxima na úrovni 1,9 procentního bodu z období evropské dluhové krize v roce 2011. Trh tak oceňuje nejen obecně vyšší úrokové sazby, ale také specifickou francouzskou fiskální a politickou nejistotu. Ratingová agentura Moody's sice 23. října ponechala rating Francie na Aa3, zachovala však také negativní výhled.

JAK VELKÁ KONSOLIDACE BY STABILIZOVALA FRANCOUZSKÉ ZADLUŽENÍ?

Při dluhu přibližně 120 % HDP a předpokládaném nominálním růstu 2,5 % by stabilizace zadlužení vyžadovala primární rozpočtový přebytek zhruba 0,6 % HDP, pokud by průměrné úročení dluhu činilo 3 %. Při sazbě 4 % by potřebný přebytek vzrostl přibližně na 1,8 % HDP a při 5 % na 2,9 % HDP. Jde o ilustrativní scénáře, nikoli o prognózu MMF.

V posledním, nejméně příznivém scénáři by tak oproti primárnímu deficitu 2,7 % HDP, který MMF odhadoval pro rok 2026 v červenci, byl nutný fiskální obrat přibližně o 5,6 procentního bodu HDP. To ukazuje, jak silně mohou vyšší úrokové sazby změnit požadavky na veřejné finance. Neznamená to ale, že celé francouzské dluhové portfolio bude již v roce 2027 úročeno pěti procenty: dlouhé splatnosti a pevné kupony přenos vyšších výnosů zpomalují.

DŮVĚRA INVESTORŮ BUDE KLÍČOVÁ

Rizikem pro následující tři roky je nepříznivá zpětná vazba: slabší ekonomický růst a vysoké deficity zvyšují zadlužení, investoři požadují vyšší rizikovou prémii a dražší refinancování postupně zvyšuje úrokové výdaje. Francouzská vláda sice ve svém víceletém plánu předpokládá pozdější obrat dluhové trajektorie, ale výsledek závisí na schválení a skutečném provedení rozpočtových opatření i na vývoji ekonomiky a tržních úrokových sazeb.

Domnívám se, že se Francie zatím nenachází v situaci bezprostřední dluhové krize. Její ekonomika disponuje rozsáhlou daňovou základnou a institucionální podporou vyplývající z členství v eurozóně. To však neznamená, že může makro-fiskální aritmetiku dlouhodobě ignorovat.

Zásadním testem v následujících letech bude, zda Francie dokáže dostatečně rychle snížit primární deficit, obnovit důvěru dluhopisových investorů a zabránit tomu, aby se současné vysoké tržní výnosy postupně proměnily v trvale vyšší úrokové náklady celého vládního dluhu.

„Kombinace vysokého rozpočtového deficitu, slabého hospodářského růstu a výrazného nárůstu výnosů vládních dluhopisů představuje zásadní riziko pro dlouhodobou udržitelnost veřejného dluhu. Klíč k pochopení tohoto problému nabízí makro-fiskální identita, jedna z nejdůležitějších rovnic makroekonomie veřejných financí."

Makro-fiskální identita vysílá jednoznačné varování: při zadlužení kolem 120 % HDP již i relativně malé zhoršení rozdílu mezi úrokovými sazbami a nominálním hospodářským růstem znamená značný dodatečný tlak na veřejné finance. Čas na věrohodnou fiskální konsolidaci se proto pro Francii stává stále vzácnější ekonomickou komoditou.

Poznámka: Údaje v článku jsou platné k 26. říjnu 2026.

CONSEQ WEALTH MANAGEMENT: NEZÁVISLÝ PARTNER PRO SPRÁVU A OCHRANU MAJETKU

TOMÁŠ VALENTA
SENIOR RELATIONSHIP MANAGER

Společnost Conseq patří již více než tři desetiletí k nejvýznamnějším nezávislým správcům aktiv na českém trhu. Klíčovou součástí její nabídky je Conseq Wealth Management, který se zaměřuje na správu majetku bonitních privátních klientů a institucionálních investorů. Pod vedením Davida Kufy, jenž ve společnosti působí od roku 2008 a od roku 2021 stojí v čele wealth managementu, rozvíjí Conseq model založený na investiční expertize, individuálním přístupu a dlouhodobém partnerství s klienty.

„Wealth management zdaleka není jen o číslech. Je o porozumění životním příběhům, hodnotám a ambicím klientů,“ říká David Kufa, ředitel Conseq Wealth Management.

Právě tato filozofie prostupuje všemi aktivitami týmu. Wealth management zde není chápán pouze jako správa investičního portfolia, ale jako komplexní služba, která pomáhá klientům řešit dlouhodobé finanční cíle, ochranu majetku i jeho předání dalším generacím.

VÍCE NEŽ SPRÁVA INVESTIC

Majetní klienti dnes stále častěji hledají partnera, který jim pomůže orientovat se v komplexním světě investic a dlouhodobě chránit i rozvíjet jejich majetek. Conseq proto přistupuje ke každému klientovi individuálně a investice vnímá jako součást širší finanční strategie.

Vedle správy portfolia hrají důležitou roli otázky nástupnictví, daňových souvislostí, ochrany majetku i plánování dlouhodobých rodinných cílů. Základem úspěšné spolupráce je důkladné pochopení životní situace klienta, jeho očekávání a vztahu k investičnímu riziku.

OTEVŘENÁ ARCHITEKTURA A ŠIROKÉ INVESTIČNÍ MOŽNOSTI

Jednou z největších konkurenčních výhod Consequ je mimořádně široká investiční nabídka. Klienti mají přístup k více než tisícovce investičních fondů napříč celým spektrem tříd aktiv, od státních a korporátních dluhopisů přes globální akcie až po private equity, venture capital, private debt, infrastrukturu, nemovitosti či projekty v oblasti obnovitelných zdrojů energie.

Na rozdíl od tradičních institucí není Conseq vázán na vlastní produkty ani na jednu finanční skupinu. Díky otevřené architektuře může vybírat investiční řešení napříč globálním trhem a sestavovat portfolia skutečně podle potřeb klienta.

Vedle alternativních investic si společnost dlouhodobě udržuje silnou pozici také v oblasti dluhopisových strategií

a investic do akcií regionu střední a východní Evropy. Právě spojení tradiční investiční expertizy s moderním pohledem na alternativní aktiva představuje jeden z pilířů nabídky Conseq Wealth Management.

RELATIONSHIP MANAGEŘI JAKO KLÍČ K DŮVĚŘE

Středobodem celého modelu jsou Relationship Manageři. Jejich role zdaleka nekončí u investičních doporučení. Jsou dlouhodobými partnery klientů a pomáhají jim činit důležitá finanční rozhodnutí v různých životních etapách.

Vedle odborných znalostí je zásadní schopnost budovat důvěru, komunikovat složitá témata srozumitelně a poskytovat klientům podporu zejména v obdobích zvýšené volatility na finančních trzích. Právě tehdy se ukazuje význam dlouhodobého partnerství a racionálního přístupu k investování.

„Wealth management zdaleka není jen o číslech. Je o porozumění životním příběhům, hodnotám a ambicím klientů.“

DISCIPLÍNA JAKO ZÁKLAD ÚSPĚCHU

Mezi nejčastější chyby investorů patří podle zkušeností Consequ panické reakce během tržních poklesů a nedostatečná diverzifikace portfolia. V obdobích zvýšené nejistoty totiž investoři často podléhají emocím a činí rozhodnutí, která mohou negativně ovlivnit jejich dlouhodobé výsledky.

Součástí práce týmu proto není pouze správa majetku, ale také edukace klientů v oblasti investorské psychologie. Dlouhodobá disciplinovanost, kvalitní diverzifikace a respektování investičního plánu patří mezi nejdůležitější předpoklady úspěšného investování.

ALTERNATIVNÍ INVESTICE BEZ ILUZÍ

Popularita alternativních investic v posledních letech výrazně roste. Private equity, venture capital, infrastrukturní projekty nebo nemovitosti mohou přispívat k vyšší diverzifikaci portfolia a představovat zajímavý zdroj výnosů.

Současně však vyžadují realistický pohled na rizika. Mezi nejvýznamnější patří nižší likvidita, složitější oceňování a delší investiční horizont. Conseq proto klade důraz na transparentnost, kvalitní výběr fondů a jasnou komunikaci rizik i očekávaného investičního horizontu.

STABILNÍ A NEZÁVISLÝ PARTNER

Díky více než třicetileté historii, nezávislosti na bankovních skupinách a hluboké investiční expertize si Conseq vybudoval pozici respektovaného správce majetku. V prostředí rostoucí komplexity finančních trhů klienti stále více hledají partnera, který jim pomůže orientovat se v dlouhodobých finančních rozhodnutích a zachovat strategický pohled i v období tržních výkyvů.

Právě kombinace odbornosti, nezávislosti a individuálního přístupu je základem služby Conseq Wealth Management a důvodem, proč ji řada investorů vnímá jako zajímavou alternativu i k tradičnímu private bankingu.

CONSEQ GROUP

NABÍZÍME ŠIROKÉ PORTFOLIO SLUŽEB

INVESTICE

INVESTIČNÍ FONDY

DLOUHODOBÝ INVESTIČNÍ PRODUKT

PENZIJNÍ SPOŘENÍ

WEALTH MANAGEMENT & INSTITUTIONS

DEBT ORIGINATION

FUND STRUCTURING

DEPOZITÁŘSKÉ SLUŽBY

KONTAKT

Burzovní palác
Rybná 682/14
110 00 Praha 1

www.conseq.cz
info@conseq.cz
+420 225 988 222

Investice a penze
fondy@conseq.cz
penze@conseq.cz
+420 225 988 255

Wealth Management & Institutions
wm@conseq.cz
+420 225 988 200

DŮLEŽITÁ UPOZORNĚNÍ:

Před rozhodnutím investovat do podílového fondu by měl potenciální investor věnovat pozornost sdělení klíčových informací a statutu (prospektu) fondu. Informace uvedené v této zprávě mají pouze informační charakter a jejich účelem není nahradit sdělení klíčových informací nebo statut (prospekt) ani poskytnout jeho kompletní shrnutí. Údaje o minulých kurzech a výnosech uvedené v tomto dokumentu nelze považovat za indikátor budoucího vývoje. Hodnota investice do podílových fondů může s časem jak stoupat, tak i klesat. Conseq Investment Management, a.s., ani jiná osoba nezaručují návratnost původně investované částky, nepřebírají odpovědnost za jednání učiněná na podkladě údajů uvedených v tomto dokumentu ani za přesnost a úplnost těchto údajů a doporučují investorům konzultovat investiční záměry s odbornými poradci. Další informace, sdělení klíčových informací, kopie statutu (prospektu) fondu a poslední výroční a pololetní zprávy můžete (zdarma) získat v sídle společnosti Conseq Investment Management, a.s., nebo na www.conseq.cz.

CONSEQ