

Porovnání výkonnosti českých aktivně spravovaných fondů s ETF

*Martina Sobková**

Abstrakt:

Článek se zaměřuje na porovnání výkonnosti tuzemských aktivně spravovaných fondů s ETF, neboli Exchange traded funds, což jsou fondy, které se obchodují na burze a zpravidla si kladou za cíl sledovat vybraný index. Článek porovnává aktivně spravované fondy a ETF jak z pohledu výnosu, tak i volatility. Sleduje průměrný výnos, Sharpe ratio, Betu, Jensen alfu a Treynor ratio. Cílem tohoto článku je podrobně analyzovat a empiricky zhodnotit, zda aktivně spravované investiční fondy, které jsou řízeny portfolio manažery s cílem dosáhnout nadprůměrných výnosů, dokáží v dlouhodobém horizontu překonat výnosnost pasivně spravovaných fondů, tedy indexových fondů a ETF, které sledují vývoj určitého trhu nebo sektoru bez aktivního zásahu manažerů. Důraz bude kladen na empirická pozorování, tedy skutečné historické výsledky, namísto teoretických úvah, aby bylo možné co nejobektivněji posoudit, zda aktivní správa přináší investorovi vyšší přidanou hodnotu oproti pasivnímu investování, které se spoléhá na dlouhodobý růst trhu.

Klíčová slova: Aktivní správa; Pasivní správa; ETF; Fondy; Investice; Výkonnost aktiv.

JEL klasifikace: G11, G23, C58.

1 Úvod

Z výroční zprávy Asociace pro kapitálový trh (AKAT ČR, 2022) vyplývá, že objem zainvestovaných prostředků do podílových fondů v roce 2021 překročil 700 miliard korun, přičemž ještě před pěti lety – tedy v roce 2016 to bylo cca 430 milionů korun. Zároveň poměrně raketově rostl od té doby zájem o akciové fondy. Zatímco v roce 2016 činil objem zainvestovaných prostředků do těchto fondů 81 miliard korun a do fondů smíšených 157 miliard, o pět let později bylo do akciových fondů zainvestováno 194 miliard a do smíšených 287 miliard. Ačkoliv jsou tedy smíšené fondy stále ty nejpobulárnější, akciové fondy za poslední roky rostou větším tempem (nárůst o 139 procent vs 83 procent).

Stále pobulárnější jsou i ETF (Exchange Trade Funds), což jsou fondy, jejichž podíly jsou obchodovány na burze podobně jako akcie. ETF obvykle sledují výkonnost konkrétního indexu, komodity, dluhopisů nebo koše aktiv. Investoři

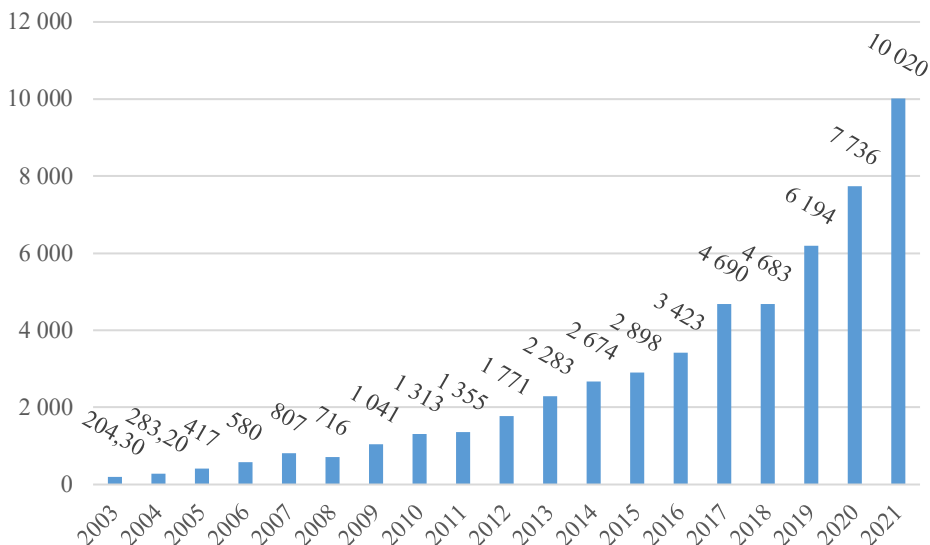
* Martina Sobková; Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta financí a účetnictví, katedra bankovníctví a pojišťovníctví, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <somb08@vse.cz>.

Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu Fakulty financí a účetnictví VŠE v Praze, který je realizován v rámci institucionální podpory VŠE IP100040.

mohou nakupovat a prodávat podíly ETF během obchodních hodin na burze za aktuální tržní cenu.

Hodnota ETF ve světě pak během posledních let vzrostla téměř trojnásobně, jak ukazuje Obr. 1.

Obr. 1 Hodnota prostředků investovaných do ETF (v mld. USD)



Zdroj: Vlastní zpracování, Statista (2022).

Právě ETF jsou tím nástrojem, který umožnil investorů, již od 90. let (Simpson, 2022) kopírovat do značné míry index, bez nadměrné námahy, a hlavně za minimální poplatky ve srovnání s poplatky aktivních správců. I když, jak ukazuje studie Morninagstar (Johnson, 2022a), i ty v posledních letech klesají poměrně dramaticky a v případě amerických akciových fondů se mohou pohybovat kolem jednoho procenta, což je ale stále mnohem více než v případě pasivně spravovaných fondů, kde se průměrná nákladovost pohybuje pod půl procentem¹. V České republice se průměrná nákladovost fondů pohybuje nad 2 procenty, konkrétně 2,1 procenta (Čermák, 2019). Toto číslo částečně potvrzují i aktuální hodnoty z Consequ (2022), kde průměrný poplatek za správu na 57 akciových fondech vychází 1,98 procenta.

I proto v současné době probíhá intenzivní akademická diskuse o efektivitě investic prostřednictvím aktivně spravovaných fondů ve srovnání s pasivními investičními nástroji, jako jsou ETF. Tato problematika je klíčová pro dlouhodobé investory,

¹ Zde je důležité vzít v potaz skutečnost, že poplatky se liší i dle typu fondu. Nejvyšší jsou u komoditních, a naopak nejnižší u dluhopisových.

kteří hledají optimální strategie pro zhodnocení svých prostředků s cílem zajistit si dostatečné finanční zabezpečení ve stáří. V této studii se zaměříme na komparativní analýzu výkonnosti dvaceti vybraných ETF a tuzemských investičních fondů, abychom empiricky posoudili, který z těchto přístupů nabízí vyšší efektivitu zhodnocení investic.

2 ETF v českém a evropském právu

V České republice ani Evropě nejsou ETF nijak regulovány. Nicméně dle vyjádření České národní banky (Česká národní banka, 2010) z pohledu směrnice 85/611/EHS (UCITS) lze ETF považovat za subjekty kolektivního investování do převoditelných cenných papírů, které jsou obvykle založeny jako otevřené podílové fondy. Výbor evropských orgánů dohledu nad kapitálovým trhem (CESR) ve svém materiálu z roku 2009 řadí ETF mezi fondy kolektivního investování a, pokud jsou založeny podle směrnice UCITS, posuzuje cenné papíry jimi vydané jako tzv. jednoduché (non-complex) nástroje podle směrnice 2004/39/ES (MiFID). Z pohledu českého práva ETF naplňují znaky definice podílového fondu podle § 6 odst. 2 zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování. Cenné papíry vydané ETF lze zařadit mezi cenné papíry kolektivního investování podle § 3 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu (ZPKT). Pokud jsou tyto ETF založeny podle směrnice UCITS, jsou považovány za jednoduché investiční nástroje podle § 15k odst. 2 ZPKT. Naopak cenné papíry vydané ETF, které nejsou založeny podle směrnice UCITS, včetně pákových a inverzních ETF, jsou považovány za komplexní investiční nástroje. Při jejich nabízení je obchodník s cennými papíry povinen provádět tzv. test přiměřenosti podle § 15i odst. 1 a násl. ZPKT.

Dále ČNB ve svém stanovisku z července 2023 (Česká národní banka, 2023) uvádí, že označení investičního fondu zkratkou ETF je povoleno pouze tehdy, pokud fond splňuje definici ETF podle § 50f odst. 3 písm. b) ZPKT. To znamená, že alespoň jeden druh jím vydávaných cenných papírů kolektivního investování je obchodován průběžně během obchodního dne v alespoň jednom obchodním systému s alespoň jedním tvůrcem trhu, který zajišťuje, aby se cena těchto cenných papírů významně nelišila od jejich aktuální hodnoty. V ostatních případech je používání zkratky ETF v názvu fondu nepřípustné.

3 Předchozí studie

Již dřívější studie, které měřily výkonnost portfolio manažerů, ukazují, že velká část portfolio manažerů nedokáže překonávat index. Gruber (1996) sledoval přímo Jensen alfu vybraných 270 amerických podílových fondů v letech 1985–1994 vůči indexu S&P 500. V rámci své práce se zaměřuje jak na měsíční výkonnost, tak na roční, přičemž v obou případech vychází, že nadvýnos i alfa jsou negativní. V rámci závěrů pak poukazuje na fakt, že aktivně řízené fondy mají vyšší poplatky, což snižuje jejich celkovou výkonnost, zároveň ukazuje, že i když většina aktivních

fondů zaostává za indexy, existují některé fondy s konzistentně lepší výkonností, což vysvětluje, proč investoři stále do aktivně spravovaných fondů investují.

K podobným závěrům dospěl také Rodríguez (2016), který sledoval nadvynos společensky odpovědných a konvenčních podílových fondů od roku 1995 do roku 2005 nad indexem DSI 400, který slouží právě jako benchmark sociálního portfolia. Z jeho pozorování pak vyplývá, že aktivní správa nepřináší dostatečně vysokou přidanou hodnotu, a naopak nadvynos je opět negativní.

Trochu jiný přístup pak zaujal Shluka (2004), který sledoval nadvynos amerických aktivně spravovaných (pravidelně rebalancovaných) podílových fondů vůči stejnému složení fondů bez aktivní správy (nerebalancované portfolio). Z jeho pozorování vyplývá, že čím delší období fond funguje (testoval pouze nadvynos od 1–6 měsíců), tím je nadvynos a tudíž i přidaná hodnota aktivní správy portfolio manažera nižší. Důvodem je také to, že průměrně generované nadvynosy nejsou dostatečně vysoké, aby pokryly náklady na aktivní obchodování, díky tomu průměrný fond nedokázal systematicky překonávat pasivní benchmarky.

V tomto směru k odlišným závěrům naopak dospěl Greenhill (2014), který pracoval s fondy Fidelity. Z jeho pozorování vyplývá, že zatímco na jedno, tří a pětiletém horizontu nedokázaly aktivně spravované fondy porazit index, tak na pětiletém horizontu se jim to povedlo s průměrem zhodnocení 21 procent vs. index cca 18 procent. Pozitivně pro aktivní správu hovoří také studie Changa a Lewellena (2014). Ti sledovali přínos aktivního rebalancování a časování nákupů amerických fondů v letech 1971–1979. Z jejich pozorování vyplývá, že časováním trhu jsou portfolio manažeři schopni vylepšit alfu, která je ve finále pozitivní. Nicméně, pouze velmi málo správců fondů bylo schopno systematicky předvídat vývoj trhu a přizpůsobit své investiční strategie tak, aby generovali nadvynosy. Díky tomu market timing strategie většinou nefungovaly. Autoři potvrzují tak závěr mnoha jiných studií, že většina aktivně řízených fondů má horší nebo srovnatelné výsledky s pasivními indexovými fondy, zejména po zohlednění nákladů.

Přímo výkonnost pasivně spravovaných fondů vůči aktivně spravovaným porovnával také Harper, Madura a Schnusenberg (2004). Ti se zaměřili na celkem 14 zemí – Austrálii, Rakousko, Francii, Hong Kong, Německo, Itálii, Japonsko, Malajsi, Mexiko, Singapur, Španělsko, Švýcarsko, Velkou Británii a Spojené státy. V těch potom porovnávali jak výnosy, tak i alfu. Z porovnání výnosů vyšlo, že pouze 8 aktivně spravovaných fondů z 29 mělo vyšší výnos než pasivně spravované fondy, zároveň pouze 7 fondů dokázalo svým Sharpe ratio překonat ETF a pouze 5 fondů mělo pozitivní alfu, přičemž 4 z nich pocházely z USA. Na velmi krátkých datech (pouze v průběhu roku 2008) pak pozorovali horší alfu u aktivně spravovaných ETF vůči jejich pasivním protějškům Gerasimos a Rompotis (2009)

Pakliže bychom chtěli vidět aktuálnější data, můžeme se podívat na studii Morningstar (Johnson, 2022b), kterou firma publikovala na konci roku 2021. Právě

ta mapuje nadvynos aktivně spravovaných fondů vůči jejich pasivním konkurentům. Z distribuce nadvynosů je jasně pozorovatelná šikmost s dlouhým ocasem směrem k negativním nadvynosům. Jinak řečeno, většina fondů přináší záporný, popřípadě nulový nadvynos. Zajímavým zjištěním, ke kterému Morningstar přišla je skutečnost, že právě pozitivní či negativní nadvynos mnohdy souvisí s poplatkovou politikou. Fondy, u kterých jsou vysoké poplatky, mají zpravidla nadvynos negativní, zatímco fondy s nižšími poplatky mohou generovat nadvynos spíše pozitivní.

K podobným výsledkům došel i Ennis (2024), který ukazuje, že ukazuje, že průměrná aktivně řízená strategie po započtení poplatků a obchodních nákladů nedokáže dlouhodobě překonat pasivní indexy. Nicméně z jeho pozorování vyplývá, že aktivní správa přináší lepší výsledky v krátkodobých krizových obdobích. V obdobích vysoké volatility tedy mohou někteří aktivní správci dosahovat nadvynosů, ale většina z nich není schopna konzistentně překonávat trh.

Levy a Roll (2024) pak ve své knize ukazují na fakt, že 2 % aktivně spravovaných podílových fondů nedosahuje výkonnosti indexu S&P 500. Navíc stálost výkonnosti fondů v čase je velmi slabá, což ztěžuje předpověď toho, které aktivní fondy budou v budoucnu překonávat index. Jejich studie pak potvrzuje, že většina aktivně řízených fondů zaostává za pasivními investičními strategiemi, zejména po odečtení poplatků za správu.

4 Metodologie

Výzkum porovnává výkonnost 20 ETF s 20 tuzemskými akciovými fondy. Data aktivně spravovaných fondů jsou stažena z databáze bank (v případě fondů KB, Amundi, ČSOB, KBC či CPR) a investiční společnosti Conseq (v případě ostatních fondů). Data ETF jsou z portálu Yahoo finance a Investing.com. Data referenčních indexů jsou také z portálu Investing.com. Data bezrizikové míry, pro kterou je v článku použita hodnota výnosu desetiletých státních dluhopisů, jsou čerpána z České národní banky.

Jelikož výchozí data českých fondů měly jiné obchodní dny ve srovnání s ETF a referenčními indexy, jsou veškerá data normalizována a převedena na měsíční hodnoty skrze aritmetický průměr hodnot. Zároveň, jsou data ve studii normalizována skrze převod na procentuální změny.

Měnové rozdíly jsou ošetřeny skrze převod ETF do měny aktivně spravovaného fondu k čemuž je využit opět kurz České národní banky pro daný den.

Poplatky jsou automaticky započítávány do NAV (Net Asset Value) fondu i kurzu ETF. Proto s nimi studie bokem nepočítá. Studie také nekalkuluje s poplatky za nákup/prodej, popřípadě spreadem. Pro celkový obrázek jsou tyto údaje bezpředmětné, a to ze dvou důvodů:

Procentuální cena za nákup podílových listů závisí mnohdy na marketingové akci, popřípadě vůli prodejce, kdy obchodník může klientovi nabídnout vyšší či nižší provizi.

V případě ETF se pak liší spread a stejně tak i poplatek broker od brokera.

Co se časového hlediska týče, pro výzkum byla použita maximální období dle existence aktivně spravovaných fondů², přičemž ETF byly vybírány tak, aby tematicky a složením vždy seděly k danému aktivně spravovanému fondu. Tudiž, nedochází ke srovnání takových fondů, které by k sobě tematicky a složením neseseděly, což by mohlo mít ve finále negativní vliv na celkové zkoumání.

V rámci pozorování pak studie měří průměrný volatilitu, roční výnos, Sharpeho míru, Alfu, Betu a Treynor ratio.

Volatilita: udává nám míru kolísání ceny aktiva v čase. Jedná se o statistické měřítko, které ukazuje, jak výrazně se cena aktiva odchyluje od své průměrné hodnoty, a je často používána jako indikátor rizika. Volatilita je v rámci zkoumání počítána na měsíčních hodnotách a následně anualizovaná.

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (R_i - \bar{R})^2}$$

Kde:

- σ = volatilita (směrodatná odchylka výnosů),
- N = počet období (např. počet dní, měsíců, let),
- R_i = výnos aktiva v období i ,
- $\bar{R}$ = průměrný výnos za celé období.

Průměrný roční výnos: Průměrný výnos je počítán na měsíční bázi, který je následně anualizován. Proto výchozí tabulka s výsledky ukazuje již anualizovaná data.

$$\text{Průměrný výnos} = \frac{\text{součet jednotlivých měsíčních výnosů}}{\text{počet období}}$$

Sharpeho míra: Sharpeho míra je počítána na měsíční bázi, která je následně anualizována, proto v tabulce jsou opět již anualizovaná data. Ukazatel nám pak říká, jaký je poměr nadvýnosu aktiva nad bezrizikovou investicí vůči jeho volatilitě. Čím vyšší je toto, tím je aktivum efektivnější. Sharpeho míra je potom klíčovým ukazatelem pro porovnání fondů a strategií, protože ukazuje, zda výnosy odpovídají podstoupenému riziku.

² Některé fondy byly na trhu teprve 5 let, jiné 10, proto pro každý fond bylo použito maximální období.

$$Sharpe = \frac{Rp - Rf}{Stp}$$

Kde:

Rp = průměrný výnos portfolia,

Rf = průměrný výnos bezrizikové investice,

Stp = volatilita (směrodatná odchylka) portfolia.

Beta: Beta udává závislost aktiva vůči vybranému benchmarku. V podstatě ukazuje, jak citlivě se aktivum pohybuje v reakci na změny trhu.

$$Bp = \frac{COV(Rm; Rb)}{\sigma^2}; \sigma^2 = \text{rozptyl výnosu trhu}$$

Jensen alfa: Model pro výpočet Jensen alfy vychází z výše zmiňované bety. A říká, do jaké míry dokáže portfolio manažer porážet trh, přičemž bere v potaz jak nadvýnos, tak právě i volatilitu. A právě pozitivní či negativní alfa svědčí o tom, zda portfolio manažer odvádí či neodvádí dobrou práci. Čím větší alfa, tím je manažer efektivnější.

$$Rp = \alpha + \beta * Rm + \varepsilon (\text{nesystematické riziko})$$

Treynor ratio: Treynor ratio udává poměr rozdílu nadvýnosu aktiva (vůči bezrizikové investici) a betě aktiva, kterou zde můžeme považovat jako systémové riziko neboli riziko spojené s celým trhem. Opět, čím vyšší míra ukazatele je, tím efektivnější je také portfolio manažer.

$$Treynor\ ratio = \frac{(Rp - Rf)}{\beta p}$$

5 Empirické pozorování

Výzkum porovnával celkem 20 aktivně spravovaných fondů s 20 adekvátními (stejně sektorově a regionálně zaměřenými) ETF, které jsou nabízeny českým investorům. Výzkum pak sledoval fondy celkem ve 2 obdobích:

1. **Období dle maximální životnosti fondů** – dlouhé období – v rámci tohoto pozorování byly fondy sledovány v různých časových horizontech od založení fondu, které trvaly minimálně 5 let.
2. **Období pandemie covid – krátké období** – v rámci tohoto období byly fondy pozorovány od začátku roku 2020 do konce roku 2022.

5.1 Dlouhé období

Z výzkumu je na první pohled patrné, že většina aktivně spravovaných fondů, nedokáže dlouhodobě překonávat ETF. Pouze v 8 případech z 20 (tedy jen ve 40 procentech), dokázali portfolio manažeři překonat v rámci poměru výkonnosti a volatility (Sharpe ratio) ETF. Zároveň, těchto 7 případů se zpravidla týká fondů,

které nejsou mainstreamového zaměření – myšleno USA či svět. Jedná se o fondy, které investují buď to do aktiv v méně atraktivních zemích, jako je Japonsko (Amundi funds Equity Japan Target, BGF Japan Flexible Equity), či Německo (Allianz German Equity) anebo jsou úzce zaměřeny jako třeba AI, ekologii či vodu (Generali fond živé planety, BNP Paribas Aqua RH Hedged, Allianz Global Artificial Intelligence). Výjimkou byl pouze BGF US Basic Value, který dokázal v daném období překonat ishares Core S&P 500 a Partners 7 Stars OPF.

Zároveň pouze v 5 případech (25 procentech) pozorování prokázalo lepší alfu (Allianz Global Artificial Intelligence, Generali fond živé planety, Generali Fond Farmacie Biotechnologie, BNP Paribas Aqua RH Hedged, Partners 7 Stars OPF). Co se ETF týče, ty měly také zpravidla téměř nulovou alfu, ale není se čemu divit, jelikož ty zpravidla kopírují vybraný index. Ostatní aktivně spravované fondy měly spíše negativní alfu, což poukazuje na skutečnost, že aktivní správa nejen že měla téměř nulový dopad na výkonnost, ale spíše ji v dlouhodobém horizontu snížila.

Výzkum zároveň prokázal u aktivně spravovaných fondů, že většina z nich – celkem 14 (70 procent) – má nižší Betu ve srovnání s ETF. Právě to ukazuje na skutečnost, že portfolio manažeři dokáží lépe řídit tržní riziko a zároveň aktivně spravované fondy jsou méně citlivé na pohyb trhu jako takového. Na druhou stranu jsou tyto fondy konzervativnější, na což ukazuje jak fakt, že pouze v 7 případech (35 procentech) dokázaly aktivně spravované fondy svojí výnosností překonat pasivně spravované fondy, tak i skutečnost, že celkem 12 aktivně spravovaných fondů (60 procent) vykazovalo v dlouhém období nižší volatilitu ve srovnání s ETF.

Výše zmíněné poznatky pak vedou k závěru, že pakliže seřadíme všech 20 fondů dle Sharpe ratio, pak v dlouhodobém horizontu si lépe vedou ETF, přičemž mezi prvními 8 fondy je pouze 1 aktivně spravovaný. Zároveň z pozorování vyplývá, že zpravidla se lépe daří fondům, které se zaměřují na Ameriku či svět – přičemž americké akcie tvoří přibližně 70 procent MSCI World indexu – než těm, které investují do jiných regionů.

V neposlední řadě je třeba brát v úvahu – zejména pak v dlouhodobém horizontu – vliv nákladovosti fondů a poplatků za správu. Ty jsou totiž u aktivně spravovaných fondů v průměru 7x vyšší³, než u pasivně spravovaných ETF, což se v dlouhodobém horizontu zásadně propíše právě do výkonnosti fondu jako takového, k čemuž došla i spousta dalších studií⁴, že právě díky vysokým poplatkům nejsou v dlouhodobém horizontu aktivně spravované fondy schopny překonat ETF.

5.2 Krátké období

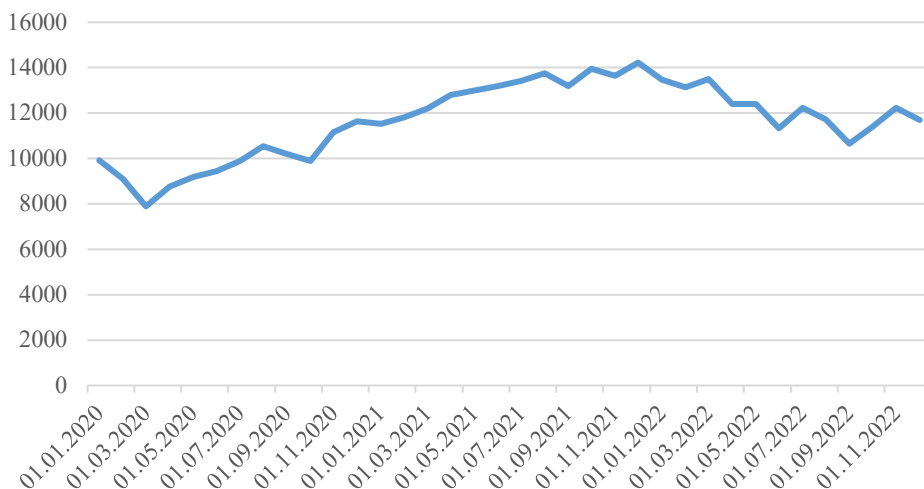
V krátkém období, tedy od začátku roku 2020, do konce roku 2022 ukazuje pozorování odlišný vývoj ve srovnání s obdobím dlouhým. Zároveň období roku

³ Medián poměrů nákladovosti aktivně spravovaných fondů vůči pasivně spravovaným.

⁴ Viz. kapitola Předchozí studie.

2020–2022 bylo specifické, jelikož na konci roku 2019 propukla pandemie COVID 19. V reakci na ni se trhy krátce na to propadly a poté pokračovaly v růstu, aby se na konci roku 2021 se opět otočily, jak ukazuje Obr. 2 (MSCI, 2025).

Obr. 2 MSCI World index 1/2020–12/2022



Zdroj: Vlastní zpracování, MSCI (2025).

Nicméně právě díky této specifčnosti, je období mezi roky 2020 a 2022 tím, kdy by aktivně spravované fondy měly překonávat pasivně spravované ETF. To pozorování skutečně potvrzuje. V krátkém období mělo vyšší Sharpe ratio hned 12 fondů (60 procent) a alfu 10 fondů (50 procent). Hůře si opět ve srovnání s ETF vedly především ty aktivně spravované fondy, které se zaměřovaly buď to na světové akcie, kde MSCI World nabízí lepší alternativu, anebo ty, které se soustřeďovaly na Ameriku, kde je naopak alternativou S&P 500. Z pozorování pak tedy můžeme konstatovat, že pakliže investoři chtějí investovat do lokálních akcií, či sektorových, můžou být aktivně spravované fondy lepší volbou, jelikož právě v těchto oblastech dokáží portfolio manažeři překonávat ETF.

Co se týče Bety, tedy vztahu k tržnímu riziku, ukazuje pozorování podobný vztah, jako v dlouhém období, avšak Treynor ratio, tedy poměr výnosu vůči Betě je v krátkém období vyšší u 13 fondů (65 procent), přičemž v dlouhém období to bylo pouze u 9 fondů (45 procent). Právě tento jev je možné připisovat schopnosti portfolio manažerů reagovat lépe na tržní propady a krize. Dokonce v případě některých aktivně spravovaných fondů pak můžeme pozorovat, že jejich anualizovaný výnos byl v krátkém krizovém období vyšší než v případě dlouhého období. Jednalo se o Amundi MSCI North America, BGF US Basic Value a BNP Paribas Aqua RH Hedged. U ETF si v krátkém období vedl lépe jen jeden fond – iShares MSCI Global Impact.

Dalším faktorem, který má vliv na lepší výkonnost aktivně spravovaných fondů v krátkém období, je ale také skutečnost, že vyšší poplatky a provize se propíší zejména v dlouhém období, přičemž v krátkém období může být rozdíl v jejich výši pouze marginální proměnnou, tudíž se tolik nepropíší do celkové výkonnosti fondu.

6 Závěr

Jak ukazují pozorování, diskuse nad tím, zda aktivně spravované fondy dokážou překonat index či ETF je zcela legitimní. Zejména pak proto, že v dlouhodobém horizontu dělá každé procento výnosu výrazný rozdíl. Empirické pozorování nám ukázalo, že mnoho podílových fondů nabízených v České republice není schopno v dlouhodobém horizontu překonávat pasivně spravované fondy. Vliv na to pak bude mít jak rozhodování portfolio manažerů, tak i poplatková politika fondů, která se projevuje právě zejména v dlouhém období. To koneckonců ukazuje i pozorování, že v krátkém, i když krizovém období, dokážou aktivně spravované fondy ETF překonat. Aktivně spravované fondy pak prokázaly lepší výkonnost také v případě zaměření se na specifické regiony či sektory.

Mimo to nám pozorování také ukázalo, že aktivně spravované fondy jsou zpravidla méně citlivé vůči trhu, jinak řečeno, reagují méně na pohyby trhu. Na druhou stranu tento benefit není vykoupen adekvátně vyšším výnosem, díky čemuž zejména v dlouhém období vykazuje méně než polovina aktivně spravovaných fondů lepší Treynor ratio ve srovnání s pasivními ETF

Pro investora, který ale investuje dlouhodobě, je dle pozorování vybrat kvalitní (tedy takový, který překoná ETF) aktivně spravovaný fond, poměrně náročná věc a ve finále pro nezkušeného (ale i zkušeného) investora se může jednat doslova o loterii. Dokazuje to fakt, že dlouhodobě lepší alfu mělo pouze 5 aktivně spravovaných fondů ve srovnání s ETF a to zejména v případě regionálních investic, které ale, jak ukázalo pozorování jsou samy o sobě méně efektivní než investice zaměřující se na světové, nebo americké akcie.

V neposlední řadě, je třeba brát v potaz fakt, že i když se takovému investorovi podaří vybrat správný fond, jeho celá výkonnost bude pevně spojena s jedním člověkem – portfolio manažerem, což je další rizikový faktor v rámci investičního procesu, jelikož s jakoukoliv změnou, která bude souviset s portfolio manažerem, přichází také změna s kvalitou správy investovaných prostředků, jinak řečeno investor se navíc, ve srovnání s pasivní správou, vystavuje operačnímu riziku v podobě portfolio manažera.

Nakonec je třeba položit si otázku, zda je dané pozorování a veškerá další podobná legitimní. A to z jednoho důvodu. V rámci pozorování byly vybírány ETF a aktivně spravované fondy tak, aby k sobě tematicky (sektorově, regionálně) seděly. Ale je otázkou, proč by investor měl vůbec do daného fondu investovat a nešel by rovnou

po alternativě, která z dlouhodobého hlediska je nejefektivnější (Portfoliovisualizer, 2023) a tou je investice do amerických indexů, popřípadě do MSCI World indexu, kde jasně dominují ETF, což koneckonců ukázalo také pozorování, ze kterého vyplývá, že nejlépe si, co se Sharpeho míry týče, dlouhodobě vedl SPDR S&P 500 ETF se Sharpeho poměrem 0,7621.

Literatura

AKAT ČR. (2022, březen 1). *Investice do fondů v České republice se blíží 1 bilionu korun*. <https://www.akatcr.cz/Dokumenty/Aktuality>

Chang, E. C., & Lewellen, W. G. (1984). Market timing and mutual fund performance. *Journal of Business*. <https://doi.org/10.1086/296146>

Čermák, P. (2019, duben 2). *Jak drahé jsou české akciové podílové fondy?* <http://investicedoakcii.cz/jak-drahe-jsou-ceske-akciov-podilove-fondy/>

Česká národní banka. (2010). *Pod jaký investiční nástroj lze podřadit cenné papíry vydané tzv. Exchange Traded Funds (ETF)?* <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2010-05>

Česká národní banka. (2023). *K používání zkratky ETF v označení investičního fondu*. <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2023-11>

Conseq. (2022, květen 19). *Přehled fondů*. <https://www.conseq.cz/investice/prehled-fondu>

Ennis, R. (2024). *Are institutional investors meeting their goals? Spotlight on earnings objectives*.

Greenhill, T. (2014). *Honor thesis: Active vs. passive portfolio management*. Bryant University.

Gruber, M. J. (1996). Another puzzle: The growth in actively managed mutual funds. *The Journal of Finance*, 51(3), 783–810. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1996.tb02716.x>

Harper, J. T., Madura, J., & Schnusenberg, O. (2006). Performance comparison between exchange-traded funds and closed-end country funds. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 16, 104–122. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2005.11.002>

Johnson, B. (2022a, únor 23). *Actively managed funds continue to underperform*. <https://www.morningstar.com/articles/1080782/actively-managed-funds-continue-to-underperform>

- Johnson, B. (2022b, srpen 24). *How low can fund fees go?* <https://www.morningstar.com/articles/1055229/how-low-can-fund-fees-go>
- Levy, M., & Roll, R. (2024). Active versus passive investment. In *Active versus passive investment* (pp. 79–95). <https://doi.org/10.1007/978-3-031-69759-3>
- Madura, J., & Rompotis, G. G. (2009). Active vs. passive management: New evidence from exchange traded funds. *National and Kapodistrian University of Athens*.
- MSCI. (2025). *MSCI World Index*. <https://www.msci.com/indexes/index/990100>
- Portfoliovisualizer. (2023). *Portfolio optimization*. <https://www.portfoliovisualizer.com/optimize-portfolio#analysisResults>
- Rodríguez, J. (2010). The performance of socially responsible mutual funds: A volatility-match approach. *Review of Accounting & Finance*, 9(2), 180–188. <https://doi.org/10.1108/14757701011051462>
- Shluka, R. (2004). The value of active portfolio management. *Journal of Economics and Business*, 56, 331–346. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2004.03.002>
- Simpson, S. D. (2022, leden 1). *A brief history of exchange-traded funds*. <https://www.investopedia.com/articles/exchangetradedfunds/12/brief-history-exchange-traded-funds.asp>
- Statista. (2022, březen 18). *Development of assets of global exchange traded funds (ETFs) from 2003 to 2021*. <https://www.statista.com/statistics/224579/worldwide-etf-assets-under-management-since-1997/>

Přílohy

Tab. 1 Výkonnost aktivně spravovaných fondů a ETF v dlouhém období

No.	Období	Aktivum		Volatilita	Průměrný roční výnos	Sharpeho míra	Alfa	Beta	Treynor ratio
1	V/2018 – VII/2023	Podílový fond	Allianz Best styles US Equity (USD)	14,05%	10,20%	0,5179	−0,0010	0,969	0,079
		ETF	SPD S&P 500 ETF	14,37%	11,52%	0,5900	0,0000	1,001	0,09
		Index	S&P 500						
2	VI/2018 – VII/2023	Podílový fond	Allianz Global Artificial Intelligence (USD)	24,98%	14,98%	0,4740	−0,0060	1,049	0,075
		ETF	iShares Robotics and Artificial Intelligence Multisector ETF	22,57%	10,14%	0,3316	−0,0080	1,174	0,109
		Index	MSCI World Technology						
3	X/2012 – VII/2023	Podílový fond	Allianz German Equity (EUR)	14,67%	7,61%	0,3773	−0,0010	0,945	0,061
		ETF	iShares MSCI Germany ETF	14,83%	4,83%	0,1960	−0,0030	0,992	0,03
		Index	Dax Performance Index						
4	VI/2014 – I/2023	Podílový fond	Amundi CR All Star Selection (CZK)	10,31%	3,52%	0,1800	−0,0020	0,815	0,023
		ETF	iShares MSCI World	12,30%	7,01%	0,4210	0,0000	1,008	0,053
		Index	MSCI World						

No.	Období	Aktivum		Volatilita	Průměrný roční výnos	Sharpeho míra	Alfa	Beta	Treynor ratio
5	II/2007 – I/2023	Podílový fond	Amundi Funds Equity Japan target (EUR)	15,23%	2,65%	0,0017	−0,0010	0,804	0,001
		ETF	iShares MSCI Japan	13,91%	2,01%	−0,0390	−0,0010	0,67	−0,008
		Index	Nikkei 225						
6	XII/2009 – I/2023	Podílový fond	Amundi Funds Pioneer US Equity Research Value (USD)	12,51%	8,84%	0,5140	0,0000	0,983	0,069
		ETF	iShares S&P 500 value ETF	11,83%	8,88%	0,5466	0,0000	0,98	0,069
		Index	Russel 1000 Value						
7	XII/2017 – I/2023	Podílový fond	CPR Global Disruptive Opportunities (CZK)	19,13%	7,42%	0,2600	−0,0030	0,808	0,064
		ETF	iShares US Technology ETF	20,73%	17,25%	0,6776	0,0020	1,027	0,149
		Index	Nasdaq 100						
8	X/2013 – I/2023	Podílový fond	KB Správa aktiv 5D - Dividendová (třída D CZK)	9,45%	2,54%	0,0950	−0,0010	0,627	0,015
		ETF	SPDR S&P Global Dividend Aristocrats UCITS ETF	13,86%	6,13%	0,3140	0,0020	0,449	0,1
		Index	MSCI World						

No.	Období	Aktivum		Volatilita	Průměrný roční výnos	Sharpeho míra	Alfa	Beta	Treynor ratio
9	IX/2014 – I/2023	Podílový fond	Amundi MSCI North America (CZK)	12,59%	8,20%	0,5019	0,0000	0,777	0,085
		ETF	SPDR S&P 500 ETF Trust	12,83%	10,17%	0,6328	0,0000	1	0,086
		Index	S&P 500						
10	I/2005 – VII/2023	Podílový fond	BGF World Gold (USD)	28,80%	6,26%	0,1255	−0,0070	1,644	0,021
		ETF	SPDR Gold Shares ETF	13,21%	9,08%	0,4541	0,0000	1,002	0,063
		Index	Gold - spot						
11	II/2007 – VII/2023	Podílový fond	BGF Japan Flexible Equity (EUR)	14,34%	2,93%	0,0241	−0,0010	0,675	0,005
		ETF	iShares MSCI Japan ETF	13,91%	2,01%	−0,0402	−0,0010	0,673	−0,008
		Index	Nikkei 225						
12	V/2000 – VII/2023	Podílový fond	BGF US Basic Value	14,07%	6,39%	0,2109	0,0000	0,991	0,031
		ETF	iShares core S&P 500 ETF	13,12%	6,13%	0,2070	0,0000	1,003	0,028
		Index	S&P 500						
13	I/2012 – VII/2023	Podílový fond	ČSOB Akciový (CZK)	11,29%	8,74%	0,5766	0,0000	0,84	0,08
		ETF	iShares MSCI World ETF	11,35%	9,68%	0,6502	0,0000	0,99	0,08
		Index	MSCI World						

No.	Období	Aktivum		Volatilita	Průměrný roční výnos	Sharpeho míra	Alfa	Beta	Treynor ratio
14	VI/2018 – VII/2023	Podílový fond	Generali Fond živé planety (CZK)	12,22%	8,66%	0,5137	0,0030	0,567	0,116
		ETF	iShares MSCI Global Impact ETF	15,08%	7,42%	0,3394	0,0000	0,902	0,059
		Index	MSCI World						
15	X/2010 – VII/2023	Podílový fond	Generali Fond Farmacie Biotechnologie (CZK)	9,88%	8,89%	0,6557	0,0030	0,55	0,124
		ETF	VanEck Biotech ETF	18,79%	16,91%	0,7267	0,0050	1,042	0,142
		Index	MSCI World						
16	II/2017 – VII/2023	Podílový fond	BNP Paribas Aqua RH Hedged (CZK)	14,72%	11,74%	0,6108	0,0040	1,088	0,087
		ETF	Invesco S&P Global Water Index ETF	13,25%	7,18%	0,3612	0,0010	0,993	0,05
		Index	MSCI World						
17	I/2012 – VII/2023	Podílový fond	KBC Equity World Fund (EUR)	11,83%	8,69%	0,5465	−0,0010	0,991	0,068
		ETF	iShares MSCI World ETF	11,68%	10,39%	0,6869	0,0000	0,993	0,085
		Index	MSCI World						
18	X/2028 – VII/2023	Podílový fond	Partners 7 Stars OPF (CZK)	8,42%	6,18%	0,4599	0,0010	0,629	0,064
		ETF	iShares MSCI World	11,85%	7,49%	0,4310	0,0000	1,006	0,056
		Index	MSCI World						

Sobková, M.: *Porovnání výkonnosti českých aktivně spravovaných fondů s ETF.*

No.	Období	Aktivum		Volatilita	Průměrný roční výnos	Sharpeho míra	Alfa	Beta	Treynor ratio
19	I/2015 – VII/2023	Podílový fond	UNIQA Small Cap Portfolio (CZK)	12,68%	3,27%	0,1120	-0,0010	0,863	0,017
		ETF	SPDR MSCI Small Cap ETF	14,37%	7,06%	0,3505	0,0010	0,995	0,053
		Index	MSCI World small cap						
20	I/2012 – VII/2023	Podílový fond	UNIQA Selection Global Equity (CZK)	10,28%	8,07%	0,5726	0,0000	0,899	0,068
		ETF	iShares MSCI World	11,35%	9,68%	0,6502	0,0000	0,995	0,078
		Index	MSCI World						

Tab. 2 Výkonnost aktivně spravovaných fondů a ETF v krátkém období (1/1/2020 – 31/12/2022)

No.	Aktivum		Volatilita	Průměrný roční výnos	Sharpeho míra	Alfa	Beta	Treynor ratio
1	Podílový fond	Allianz Best styles US Equity (USD)	16,57%	8,39%	0,3390	−0,0001	0,972	0,061
	ETF	SPD S&P 500 ETF	16,94%	8,73%	0,3510	0,0000	1,001	0,062
	Index	S&P 500						
2	Podílový fond	Allianz Global Artificial Intelligence (USD)	28,67%	11,94%	0,1000	−0,0060	−0,0033	0,084
	ETF	iShares Robotics and Artificial Intelligence Multisector ETF	25,47%	2,92%	0,0100	−0,0080	−0,0088	0,01
	Index	MSCI World Technology						
3	Podílový fond	Allianz German Equity (EUR)	20,61%	0,22%	−0,1310	−0,0035	0,9738	−0,028
	ETF	iShares MSCI Germany ETF	20,14%	−1,29%	−0,2100	−0,0048	0,9927	−0,043
	Index	Dax Performance Index						
4	Podílový fond	Amundi CR All Star Selection (CZK)	12,31%	2,47%	−0,0010	−0,0017	0,8209	0
	ETF	iShares MSCI World	14,78%	5,60%	0,2030	0,0000	1,0029	0,031
	Index	MSCI World						
5	Podílový fond	Amundi Funds Equity Japan target (EUR)	13,66%	0,68%	−0,0380	−0,0012	0,8220	−0,022
	ETF	iShares MSCI Japan	14,55%	−0,21%	−0,1830	−0,0016	0,6879	−0,039
	Index	Nikkei 225						

No.	Aktivum		Volatilita	Průměrný roční výnos	Sharpeho míra	Alfa	Beta	Treynor ratio
6	Podílový fond	Amundi Funds Pioneer US Equity Research Value (USD)	16,91%	7,53%	0,0820	0,0014	0,9579	0,053
	ETF	iShares S&P 500 value ETF	16,53%	6,02%	0,0600	0,0003	0,9471	0,037
	Index	Russel 1000 Value						
7	Podílový fond	CPR Global Disruptive Opportunities (CZK)	22,17%	4,35%	0,0810	-0,0040	0,8060	0,023
	ETF	iShares US Technology ETF	24,23%	15,68%	0,5040	0,0089	0,9195	0,144
	Index	Nasdaq 100						
8	Podílový fond	KB Správa aktiv 5D - Dividendová (třída D CZK)	11,85%	1,97%	-0,0430	-0,0012	0,5628	-0,009
	ETF	SPDR S&P Global Dividend Aristocrats UCITS ETF	15,91%	-0,41%	-0,1800	-0,0022	0,3832	-0,075
	Index	MSCI World						
9	Podílový fond	Amundi MSCI North America (CZK)	17,52%	9,29%	0,3740	0,0011	0,9339	0,074
	ETF	SPDR S&P 500 ETF Trust	15,39%	8,38%	0,3710	0,0000	0,9339	0,06
	Index	S&P 500						
10	Podílový fond	BGF World Gold (USD)	28,30%	4,43%	0,0670	-0,0085	2,0575	0,009
	ETF	SPDR Gold Shares ETF	11,37%	6,86%	0,3700	-0,0004	1,0053	0,044
	Index	Gold - spot						

No.	Aktivum		Volatilita	Průměrný roční výnos	Sharpeho míra	Alfa	Beta	Treynor ratio
11	Podílový fond	BGF Japan Flexible Equity (EUR)	14,71%	2,75%	0,0180	−0,0025	0,7383	0,004
	ETF	iShares MSCI Japan ETF	14,55%	−0,21%	−0,1830	−0,0051	0,7640	−0,035
	Index	Nikkei 225						
12	Podílový fond	BGF US Basic Value	10,95%	7,59%	0,3740	−0,0007	0,9725	0,044
	ETF	iShares core S&P 500 ETF	12,69%	3,72%	0,0340	0,0000	0,9991	0,004
	Index	S&P 500						
13	Podílový fond	ČSOB Akciový (CZK)	16,85%	5,68%	0,1800	0,0001	0,9892	0,03
	ETF	iShares MSCI World ETF	14,78%	5,60%	0,2030	0,0000	1,0091	0,03
	Index	MSCI World						
14	Podílový fond	Generali Fond živé planety (CZK)	17,28%	11,50%	0,4910	0,0045	0,6448	0,14
	ETF	iShares MSCI Global Impact ETF	19,02%	12,16%	0,4770	0,0033	0,8772	0,11
	Index	MSCI World						
15	Podílový fond	Generali Fond Farmacie Biotechnologie (CZK)	11,70%	7,59%	0,4170	0,0035	0,5835	0,087
	ETF	VanEck Biotech ETF	21,37%	7,60%	0,2290	0,0021	0,8910	0,057
	Index	MSCI World						

No.	Aktivum		Volatilita	Průměrný roční výnos	Sharpeho míra	Alfa	Beta	Treynor ratio
16	Podílový fond	BNP Paribas Aqua RH Hedged (CZK)	19,05%	12,38%	0,4870	0,0045	1,1634	0,085
	ETF	Invesco S&P Global Water Index ETF	17%	7,11%	0,2670	0,0010	1,0362	0,045
	Index	MSCI World						
17	Podílový fond	KBC Equity World Fund (EUR)	16,29%	5,64%	0,1870	-0,0015	0,9846	0,032
	ETF	iShares MSCI World ETF	16,42%	7,69%	0,3030	0,0000	1,0019	0,052
	Index	MSCI World						
18	Podílový fond	Partners 7 Stars OPF (CZK)	10,45%	6,17%	0,3400	0,0022	0,6169	0,06
	ETF	iShares MSCI World	14,78%	5,60%	0,2030	0,0000	1,0091	0,031
	Index	MSCI World						
19	Podílový fond	UNIQA Small Cap Portfolio (CZK)	16,88%	2,12%	-0,0210	-0,0014	0,9090	-0,004
	ETF	SPDR MSCI Small Cap ETF	18,36%	5,58%	0,1630	0,0011	0,9960	0,031
	Index	MSCI World small cap						
20	Podílový fond	UNIQA Selection Global Equity (CZK)	13,36%	4,01%	0,1110	-0,0008	0,9109	0,017
	ETF	iShares MSCI World	14,78%	5,60%	0,2030	0,0000	1,0091	0,031
	Index	MSCI World						

Comparison of the performance of Czech actively managed funds with ETFs

Martina Sobková

Abstract:

The article focuses on comparing the performance of domestic actively managed funds with ETFs, or Exchange Traded Funds, which are traded on stock exchanges and generally aim to track a selected index. It compares actively managed funds and ETFs from both a return and volatility perspective. Key indicators analyzed include average return, Sharpe ratio, Beta, Jensen's alpha, and Treynor ratio. The objective of this article is to conduct a detailed analysis and empirical evaluation of whether actively managed investment funds—managed by portfolio managers with the goal of achieving above-average returns—can outperform passively managed funds in the long run. These passive funds, such as index funds and ETFs, track the performance of a specific market or sector without active intervention from fund managers. The emphasis is placed on empirical observations, i.e., actual historical results, rather than theoretical considerations, to provide an objective assessment of whether active management delivers higher added value for investors compared to passive investing, which relies on long-term market growth.

Keywords: Active management; Passive management; ETF; Funds; Investments; Asset performance.

JEL Classification: G11, G23, C58.