

Aktivně řízené fondy mizí

Aktivně řízené fondy by měly investorům umožnit těžit ze schopností portfolio manažerů překonávat benchmark. Jak je tomu ale ve skutečnosti?

Investoři mají celou škálu možností, jak své volné finanční prostředky investovat a zhodnotit. Jednou z nich jsou podílové fondy. Ty se samozřejmě od sebe výrazně liší. Nejde přitom jen o rizikovost nebo typ aktiv. Jedním ze základních rozdílů je i to, zda je fond řízen aktivně či pasivně. Pasivně řízený fond v zásadě kopíruje svůj benchmark, co do složení i dle váhy jednotlivých aktiv. Jeho výkonnost by tak měla být pokud možno stejná jako u benchmarku. Tím, že je takový fond méně náročný na správu, má obvykle i nižší poplatky než aktivně řízený fond na stejnou třídu aktiv. Aktivně řízený fond by měl naopak přidat něco navíc. Investor platí manažerům fondu vyšší poplatky a lze tedy očekávat, že takový fond by měl díky vlivu strategie portfolio manažerů svůj benchmark překonat. Problém je ale ten, že v poslední době mnoho aktivně řízených fondů své benchmarky nepřekračává, a co hůře, mnohé fondy se vlastně jen jako aktivně řízené tváří a přitom jsou takřka totožné jako index, který kopírují.

Zajímavou studii na téma aktivně řízených fondů zpracoval v roce 2010 Antti

Petajisto, profesor na prestižní americké univerzitě Yale. Podívejme se tedy, jaká panuje, nejen podle Anttiho Petajista, v oblasti aktivně řízených fondů situace.

CO JE AKTIVNĚ ŘÍZENÝ FOND?

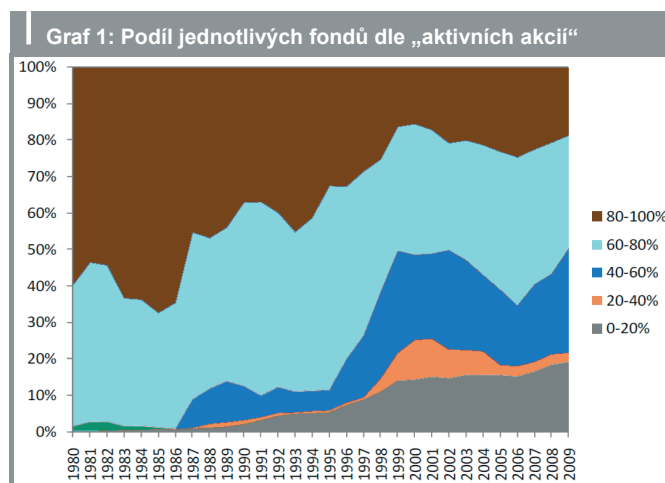
Problém je už v tom, jak aktivně řízené fondy dělit. U některých fondů lze narazit na ukazatel turnover ratio (obrat fondu). Ten říká, jak často jsou cenné papíry ve fondu přestaveny. To znamená, že čím nižší číslo, tím méně cenných papírů portfolio manažer v průběhu roku změnil. Nicméně tato hodnota nám v zásadě říká pouze to, jak moc aktivně portfolio manažer obchoduje, neříká nic o tom, jak se odlišuje od svého benchmarku. Pokud by manažer držel stejné akcie ve stejné váze jako benchmark a pouze je jednou za týden prodal a zase koupil (nebo jejich část), měl by tento ukazatel vyšší hodnotu svědčící o vysoké aktivitě fondu, ale výsledek pro investora by příznivý nebyl.

Vhodnější metodu měření použil ve své studii právě Antti Petajisto. Aktivní management dělil v první řadě dle počtu tzv.

„Active Share“, tedy něco jako aktivní akcie nebo chcete-li aktivní pozice. Výpočet souvisí s úrovní vah jednotlivých akcií v portfoliu fondu vůči vahám v benchmarku. Jednoduše lze říci, že tato hodnota udává procentní část portfolia fondu, která se liší od benchmarku. Pohybuje se tedy v rozmezí hodnot 0 % až 100 %, za předpokladu, že fond nepoužívá páku ani short sell (prodej na krátko). Hodnota 100 % znamená, že portfolio fondu je zcela odlišné od benchmarku a naopak hodnota 0 % říká, že fond má zcela stejné složení jako benchmark.

AKTIVNÍCH PORTFOLIO MANAŽERŮ JE STÁLE MÉNĚ

Aktivně řízený fond by měl logicky mít co nejvyšší hodnotu ukazatele „aktivní akcie“. Portfolio manažer by měl na základě své strategie vybírat nejhodnější akcie a určovat jejich váhu tak, aby překonal benchmark. Za to si účtuje vyšší poplatky. Pokud je však portfolio fondu prakticky totožné se složením sledovaného indexu, portfolio manažer vlastně dostává peníze za nic. A z tohoto pohledu to s fondy v poslední době zrovna dobře nevypadá. Situace se totiž rok od roku zhoršuje, jak dokládá graf 1. Zde je ovšem třeba upozornit, že graf vychází z analýzy pouze části podílových fondů dostupných v USA, které však lze považovat za reprezentativní vzorek (graf vychází z cca 1380 fondů k roku 2009, které měly dohromady pod správu asi 1,6 bilionu USD). Můžeme říci, že zatímco podíl fondů v kategorii 80 % až 100 %, tedy těch nejaktivnějších, vytrvale klesá. Naopak podíl fondů, které se od benchmarku prakticky neodlišují,



Zdroj: Active Share and Mutual Fund Performance

Kvantil „aktivních akcií“	Kvantil tracking error					Skupina	Název
	Nizký	2	3	4	Vysoký		
Vysoký	5	5	5	5	4	5	Stock pickers
4	2	2	2	2	3	4	Concentrated
3	2	2	2	2	3	3	Factor bets
2	2	2	2	2	3	2	Moderately active
Nizký	1	1	1	1	3	1	Closet indexers

Zdroj: Active Share and Mutual Fund Performance

vytrvale roste. Samozřejmě tím nechci říct, že kopírovat nějaký zvolený index je špatné, ostatně např. většina ETF takto velmi úspěšně funguje. Problém je, pokud si fond nechá platit poplatky jako by byl aktivně řízený a přitom vůbec není.

Další z metod, kterou Antti Patejisto měří aktivitu fondu, je hodnota tracking error, tedy odchylka od zvoleného benchmarku. Aktivně řízený fond by měl přirozeně vykazovat takovouto odchylku a ta by měl být samozřejmě kladná. Jinak totiž nemá příliš smysl do fondu investovat.

Využití oba modely rozlišení je vhodné pro další porovnání fondů. Může totiž nastat situace, že nějaký fond má například významnější rozdíl vah jen u jednoho sektoru. Tím pádem se z pohledu „aktivních akcií“ jeví jako méně aktivní, ale pokud je onen sektor např. velmi ziskový a fond jej výrazně převažuje, může zároveň vykazovat značnou hodnotu tracking error.

JAK SI AKTIVNĚ ŘÍZENÉ FONDY VEDOU?

Pokud oba způsoby rozlišení fondu spojíme, můžeme získat několik kategorií fondů, které přibližuje graf 2. Takové kategorie pak Antti Patejisto podrobil studii výkonnosti v rozmezí let 1990 až 2009, přičemž poměrně jednoznačné výsledky jsou zachyceny v tabulce 1. Rozdělení do skupin vychází z několika předpokladů. Např. u fondu s velkou tracking error a nižší aktivní pozicí lze předpokládat vyšší volatilitu a vyšší vystavení se systematickému riziku atd.

Je zcela zřejmé, že jsou to právě velmi aktivně řízené fondy, které jsou schopny svůj benchmark překonávat, a to i po očis-

tění od poplatků. Jsou dokonce jediné, které to dokážou. Mimochodem, tato studie tykající se více než 2500 amerických podílových fondů ukázala, že fondy v průměru po odečtení poplatků zaostávají za svým benchmarkem o 0,41 % ročně, což jistě není pozitivní zjištění.

I pokud ustoupíme od, pro někoho možná zbytečně komplikovaného, rozdělení fondů do skupin dle kombinace dvou faktorů a zaměříme se pouze na úroveň aktivní pozice fondů, dojdeme k vesměs stejným závěrům. Můžeme pro změnu vycházet z podobné, ale o něco starší studie stejného autora dělicí fondy opět dle jejich podílu „aktivních akcií“.

Zjednodušeně řečeno, pouze 23,5 % fondů, jejichž aktivní pozice je nižší než 60 %, je schopno překonat svůj benchmark. Jinak řečeno, tyto fondy v průměru zaostávají o 0,13 % za benchmarkem. Opět připomeňme, že právě takových fondů nejvíce přibývá. Fondy, jejichž aktivní pozice je v rozmezí 60 % až 90 %, jsou schopny benchmark překonat už ve 42,5 %, nebo chcete-li, v průměru dosahují nadvýkonnosti 1,63 %. Konečně fondy řízené nejaktivnějšími portfolio manažery s aktivní pozicí vyšší než 90 % jsou schopny překonat index, který sledují, v 60,2 % případů, a v průměru jej překonají o 3,64 % ročně.

Závěry této studie, která ovšem nezahrnuje data z období finanční krize, tak jasně říkají to, co již dříve zmíněná čísla. Zdá se totiž, že opravdu aktivně řízené fondy jsou skutečně schopny dosahovat zajímavého

Tabulka 1: Výnosy oproti benchmarku u jednotlivých fondů

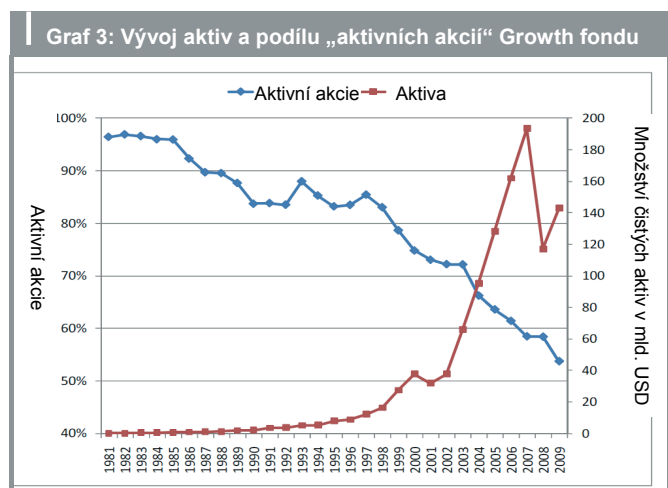
	Průměrná roční hrubá nadvýkonnost	Průměrný roční nadvýkon očištěný o poplatky
Stock Pickers	2,61 %	1,26 %
Concentrated	1,64 %	-0,25 %
Factor bets	0,06 %	-1,28 %
Moderately active	0,82 %	-0,52 %
Closet indexers	0,44 %	-0,91%

Zdroj: Active Share and Mutual Fund Performance

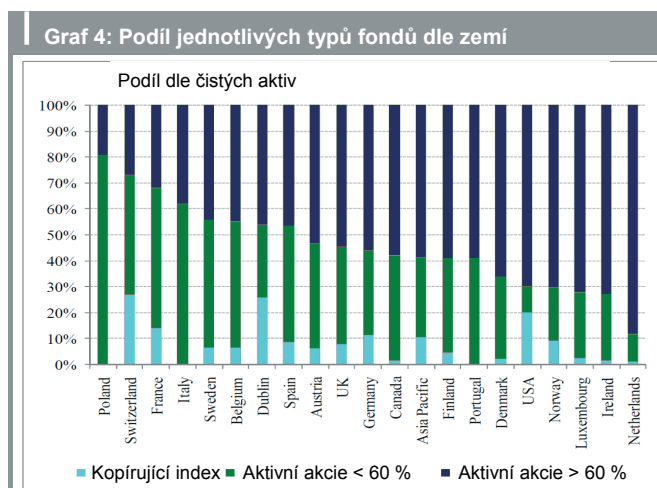
nadvýnosu a vyšší poplatky tak mají smysl. I po jejich odečtení totiž investor získá lepší výsledek, než jakého by dosáhal při investici přímo do zvoleného indexu. Problém je ale ten, že takových fondů vytrvale ubývá a naopak přibývá těch, které za svým benchmarkem zaostávají. To, jak se fondy v čase mění, ukazuje graf 3, který zachycuje vývoj podílu aktivních pozic u jednoho z největších amerických akciových podílových fondů (Growth fund of America).

Uvedené studie se týkají USA. Někoho by tak mohlo napadnout, že situace v Evropě bude lepší. Jenže není, spíše naopak, jak ostatně dokládá graf 4. Ten ukazuje podíl pasivních fondů, fondů s podílem „aktivních akcií“ do 60 % a nad 60 % na celkovém objemu dle hodnoty čistých aktiv. Je třeba upozornit, že vychází z trochu jiných výchozích dat, je v něm zahrnutý jiný počet fondů atd. Data se navíc vztahují k roku 2007. Proto je např. pro USA výsledek o něco příznivější, než jak jej ukazuje graf 1. Co je z něj ale jasně patrné, je skutečnost, že je to ve skutečnosti Evropa, která je na tom co do počtu opravdu aktivně řízených fondů podstatně hůře než USA. A situace pro evropské investory je tak ještě horší. ■

Jiří Mikeš



Zdroj: Active Share and Mutual Fund Performance



Zdroj: The Mutual Fund Industry Worldwide