

Masarykova univerzita
Ekonomicko-správní fakulta
Studijní obor: Finanční podnikání



Aktivní a pasivní investování

Seminární práce

Irena Křížkovská
UČO: 174998

Brno, listopad 2007

OBSAH

| | | |
|----------|--|----|
| <u>1</u> | <u>Úvodní slovo</u> | 3 |
| <u>2</u> | <u>Obecné definice</u> | 4 |
| <u>3</u> | <u>Aktivní a pasivní investování</u> | 6 |
| 3.1 | Aktivní investování | 6 |
| 3.2 | Pasivní investování | 7 |
| <u>4</u> | <u>Srovnání aktivního a pasivního přístupu ke správě portfolia</u> | 10 |
| 4.1 | Časový aspekt | 10 |
| 4.2 | Výnosnost | 10 |
| 4.3 | Diverzifikace..... | 11 |
| 4.4 | Negativa pasivního přístupu..... | 12 |
| <u>5</u> | <u>Praxe</u> | 13 |
| <u>6</u> | <u>Aktuální stav a doporučení investorům</u> | 15 |
| <u>7</u> | <u>Použitá literatura</u> | 16 |

1 Úvodní slovo

Cílem mé seminární práce je objasnit pojmy aktivní a pasivní investování. Nejprve bych chtěla obecně vymezit důležité pojmy, které se budou v následujícím textu vyskytovat; dále se pak v souladu se zadáním seminární práce zaměřit na samotné investování aktivní a pasivní. Podrobně definovat tyto dva pojmy, analyzovat výhody i nevýhody obou výše zmíněných druhů investování; případně zjistit, jak těmto nevýhodám předejít nebo je alespoň dostatečným způsobem minimalizovat.

Po prostudování této seminární práce by tedy mělo být čtenáři jasné, jaký je rozdíl mezi investováním aktivním a pasivním a i jak se tyto přístupy k řízení vlastního portfolia dají uplatnit v praxi. Na základě uvedených poznatků bude čtenář také umět zhodnotit, jaký přístup k investování by byl vhodnější pro jeho individuální situaci.

2 Obecné definice

Pro úplné porozumění mé seminární práce je podle mého názoru nezbytné, si alespoň stručně vymežit následující pojmy:

➤ **portfolio**

- tento pojem představuje souhrn určitých aktiv (zejména cenných papírů či úvěrů), které vlastní určitý subjekt¹
- jedná se tedy o soubor finančních a reálných investic

➤ **fundamentální analýza**

- podstata fundamentální analýzy, zjednodušeně řečeno, spočívá v odpovědi na otázky typu: „Má budoucnost firma, do jejíž akcií chci investovat?“ nebo „Není tato akcie příliš drahá?“²

➤ **technická analýza**

- s používáním vhodných metod odhaduje vývoj kursu nebo indexů akcií a tím se snaží dosahovat nadprůměrných výnosů na trhu³
- existují 3 metody technické analýzy

➤ **makroekonomická analýza**

- analýza zabývající se stavem a vývojem národního hospodářství
- hledá hlavní rysy a trendy vývoje, které se zároveň snaží vysvětlit⁴

➤ **index**

- řady čísel, která odpovídají hodnotám portfolií a která jsou sestavována tak, aby co nejlépe odpovídala složení akciového nebo jiného (komoditního, obligačního) trhu
- slouží jako indikátory celkové tržní situace, jako měřítko výkonnosti investorů nebo jako samostatné investiční nástroje⁵

➤ **tržní kapitalizace**

- vyjadřuje hodnotu firmy podle tržního ohodnocení cen jejich akcií⁶
- součin všech vydaných akcií firmy a aktuální ceny akcií na trhu

➤ **kupónová privatizace**⁷

¹ ŽÁK, Milan et al. Velká ekonomická encyklopedie. 2. rozšířené vydání. LINDE Praha, a.s, 2002. 888 s. ISBN 80-7201-381-5

² KOHOUT, Pavel. Peníze, výnosy a rizika. 1. vydání. EKOPRESS s.r.o, 1998. 192 s. ISBN 80-86119-06-8

³ Viz pozn. 2

⁴ Viz pozn. 1

⁵ Viz pozn. 2

⁶ Čerpáno z http://fincentrum.idnes.cz/_slovník.asp?keyword=kapitalizace

⁷ Viz pozn. 1

- slouží k překonání domácího kapitálu a rozděluje majetek pomocí simulace chování kapitálového trhu občanům za jednotný správní poplatek nebo zdarma
- technickým základem simulace je vyrovnání nabídky a poptávky
- neovlivní měnovou stabilitu, jelikož používá umělou měnu

3 Aktivní a pasivní investování

K řízení portfolia cenných papírů můžeme přistupovat dvěma způsoby. Jedná se o přístup aktivní (= aktivní investování) a jeho protipól, tedy přístup pasivní (= pasivní investování). Pasivní investování bývá v literatuře také označováno pod pojmem indexování nebo indexing. Základní rozdíl mezi těmito dvěma přístupy spočívá, zjednodušeně řečeno, ve stupni výkonnosti, kterého má dané investiční portfolio dosáhnout. Na aktivní a pasivní lze pak rozdělit i investory, investice, fondy nebo výnosy, kde se tedy toto třídění odvozuje od způsobu, jaký je používán pro správu konkrétního portfolia.

3.1 Aktivní investování

Tento přístup k řízení portfolia je charakteristický tím, že se jeho manažer snaží o to, aby výnos co nejvíce překonal výnosnost trhu, na kterém se manažer právě pohybuje (výnosnost trhu je přitom dána zvoleným indexem). Aby si portfolio manažer zajistil co nejvyšší výnos, často mění skladbu spravovaného portfolia, čímž dochází k vyššímu portfoliovému obratu než při pasivním investování. Smyslem tohoto častého obratu je přizpůsobit se aktuální situaci na trhu. S tím souvisí i vyšší náklady, které se od vysokého obratu portfolia odvíjejí. Mezi ně řadíme například náklady transakční nebo náklady daňové.

Větší požadavky časté nákupy a prodeje kladou i na samotného správce portfolia, který jako podklady pro svá rozhodnutí využívá řadu analýz a ukazatelů. V neposlední řadě zkušení investoři částečně opírají svá rozhodnutí i o poznatky psychologické. Lze tedy tvrdit, že pro jejich rozhodnutí jsou podstatné kombinace výstupů následujících faktorů:

- Fundamentální analýza
- Technická analýza
- Makroekonomická analýza
- Psychologická analýza

Zajímavostí z psychologického hlediska je fakt, že se portfolio manažer spoléhá také na své vlastní zkušenosti s trhem a s chováním dalších subjektů trhu. Pohybuje-li se manager na trhu již delší dobu, není zbrklé tvrdit, že zná chování nezkušených investorů vstupujících na trh den co den. Využívá tedy poznatku, že tento nezkušený investor bude své prostředky vkládat do těch akcií či fondů, kam velí aktuální trend. Netřeba dodávat, že tento trend je většinou odrazem hysterie masy lidí, krátkodobých výkyvů či špatnými investičními

doporučeními. Tento fakt je podle mého názoru jednou z potenciálních výhod před investováním pasivním, jelikož pasivní investování tohoto faktu nemůže už ze své podstaty využít. Problém ale nastane, ukáže-li se rozhodnutí manažera s aktivním přístupem k investování jako chybné, tehdy totiž může investor začít více prodělavat než by tomu bylo při pasivní správě. Zajímavostí je, že tuto skutečnost odráží i fakt, že méně zaplatí podílník v indexovém fondu oproti větším poplatkům při účasti ve fondu s aktivní správou.

Další úskalí při aktivním investování přináší samotná podstata této formy investování, která je založena (v ideálním případě) na soustavném překonávání výkonnosti trhu.

Některé další charakteristiky budou uvedeny v oddíle 4.



3.2 Pasivní investování

Z výše uvedeného textu by už měla být základní podstata pasivního investování zřejmá. Tento způsob investování si neklade za cíl překonat trh, a tím dosáhnout co nejvyšší výnos, ale výnos trhu vzít za svůj. Jinak řečeno, portfolio manager tvoří portfolio s cílem získat výkonnost reprezentativního indexu trhu. Jeho portfolio se pak skládá přesně z těch titulů, které zvolený index obsahuje. Tento fakt je tedy důvodem, proč je pasivní investování označováno někdy jako indexování.

Pasivní investoři bezmezně věří v efektivitu trhu. Spoléhají na teorii, že akcie okamžitě reagují na každou dostupnou informaci a tím tedy samy minimalizují veškeré výnosy plynoucí z jejich mylného ocenění. Dále se opírají o další vlastnosti typické pro efektivní trh.

Jedná se především o absenci monopolu, dostupnost aktuálních i historických informací a samozřejmě správné vyložení všech získaných informací. Veškeré změny a výkyvy odůvodňují náhlými a neočekávanými informacemi, tudíž také ceny akcií odráží tuto nevyzpytatelnost, která může přijít prakticky kdykoliv. Efektivitou trhu tedy podpirají svůj přístup ke správě portfolia. Z pohledu pasivního investora jasně plyne, že překonávat trh dlouhodobě, není absolutně reálné.

Nutno ještě říci, že cena akcií se neodvíjí pouze od vztahů charakteristických pro efektivní trh. Jedny z takovýchto anomálií, které vstupuje do procesu tvorby ceny akcií, se nazývají lednové nebo zářijové efekty. V těchto obdobích se v lednu cena akcií povětšinou menších společností zvyšuje a v září naopak trhy vykazují historicky nejslabší výsledky.

Daní (dle přístupu aktivního investora) za určité snížení rizika se stává pak skutečnost, že se zde manager portfolia vzdává možnosti reagovat na situaci na trhu okamžitým nákupem cenných papírů, zřídka se tedy aktivního výběrů titulů.

Podstata pasivního investování se dá shrnout do následujících bodů:

- ❖ co nejnižší možné riziko použitých finančních nástrojů
- ❖ co nejnižší volatilita použitých finančních nástrojů
- ❖ co nejvyšší výnosy z dlouhodobého hlediska
- ❖ co nejnižší náklady na správu portfolia

Ve srovnání s aktivní správou je zajímavé, že indexování jasně vede v oblasti výnosů nad aktivním přístupem. Například v roce 1997 překonával indexový fond Vanguard Index 500 91% konkurenčních fondů ve tříletém horizontu a 87% konkurence v horizontu uplynulých deseti let.⁸

| <u>Období</u> | <u>Průměrný roční výnos (%)</u> | <u>Procento fondů s nižším výnosem (%)</u> |
|---------------|---------------------------------|--|
| 12 měsíců | 34,37 | 80 |
| 3 roků | 29,56 | 91 |
| 10 roků | 16,96 | 87 |

Zdroj: Morningstar

Jedním z objasnění příčiny vyššího dosaženého zisku je zejména fakt, že pasivní správa ušetří obrovskou sumu na nákladech. Ve srovnání s aktivní správou jde asi o 1,5% vlastní uspořené hodnoty ročně. Dalším důvodem je už výše uvedený fakt, že aktivní správci podkládají svá rozhodnutí tvrzením, že jsou schopni stabilně dosahovat lepších výsledků než trh. Pasivní investoři svá rozhodnutí opírají o agregované znalosti, zkušenosti a inteligenci všech účastníků trhu. Obecně se dá tvrdit, že nad trhem lze krátkodobě vyzrát, ale z dlouhodobého hlediska už nelze nad trhem permanentně vyhrávat. Mezi další odůvodnění se řadí i fakt, že kapitálové trhy dosahují stále větší efektivnosti, která jen a jen podporuje přístup pasivních investorů. V neposlední řadě je dobré zde zařadit i diverzifikaci, se kterou je spjato i nižší riziko indexových produktů a personální náklady.

⁸ KOUHOUT, Pavel. Peníze, výnosy a rizika. 1. vydání. EKOPRESS s.r.o, 1998. 192 s. ISBN 80-86119-06-8

4 Srovnání aktivního a pasivního přístupu ke správě portfolia

4.1 Časový aspekt

V tomto ohledu je srovnání z výše uvedeného zřejmé. Aktivní investor se snaží odhadnout na základě analýz budoucí trendy a tím i budoucnost jednotlivých finančních nástrojů. Pohybuje se spíše v krátkodobém časovém horizontu, jelikož každodenně reaguje na podněty trhu. Pasivní investor dbá jen na to, aby měl ve svém portfoliu reprezentovány všechny tituly jak tomu je ve zvoleném indexu. Jeho investice představuje v dlouhodobějším horizontu do určité míry bezpečnou ochranu proti inflaci, i když nezaručuje závratné výnosy.

Z pohledu časové náročnosti jednoznačně převládá pasivní přístup ke správě portfolia. Investor nemusí každodenně kontrolovat situaci na trhu a tím měnit skladbu portfolia.

4.2 Výnosnost a náklady

Jak už zde také bylo zmíněno, mezi hlavní příčiny nižší výnosnosti aktivních investic patří vyšší transakční náklady z důvodu časté změny portfolia (až 85%). Ty mají u aktivní správy následující skladbu:

- » Provize makléřům a burzovní náklady
- » Platy manažerům a ostatním zaměstnancům
- » Rezerva v hotovosti
- » Fixní náklady (pronájem kanceláří, vybavení, informační technologie...)
- » Náklady spojené se správou

| | Aktivně spravované fondy | Indexové fondy (akciové) | Indexové certifikáty | Aktivně spravované důchodové fondy | Důchodové indexové fondy |
|---------|--------------------------|--------------------------|----------------------|------------------------------------|--------------------------|
| USA | 2,2 | 0,8 | 0,1 | 1,8 | 0,6 |
| Německo | 3,0 | 1,1 | 0,1 | 2,1 | 0,8 |

Pozn.: V Německu jsou indexové fondy poněkud dražší (ve srovnání s USA). Je to proto, že v Evropě nejsou indexové fondy tak rozšířené jako v USA.
Zdroj: Martin Svoboda, Indexové investice

Stojí za zmínku zaměřit se více na hotovostní rezervu. U pasivní správy se tato rezerva blíží 3% majetku, u aktivní jde až o 10%.⁹ Z toho vyplývá skutečnost, že pasivní strategie umožní, při totožné hodnotě, majetku vyšší zhodnocení než by tomu bylo u strategii aktivní.

Samotná výnosnost aktivního fondu nezávisí na osobě manažera, ale i na hospodářské situaci. Nastane-li situace poklesu výnosů, příčiny mohou být dvojí:

- a) manager nezareagoval dobře a jeho výběr finančních nástrojů se tedy ukázal jako chybný (jejich cena snižovala)
- b) nastala recese či stagnace (manager nemůže tuto situaci nijak ovlivnit)

V praxi jsou výsledky jednotlivých managerů sledovány ostatními subjekty trhu. Znamená to, že dosahuje-li nějaký portfolio manager nadprůměrných výsledků, okamžitě se jeho jednání stává předmětem analýz ostatních konkurentů nebo on sám změni své pracoviště. V důsledku toho dochází ke zprůměrnování jednotlivých výnosů. Výnosnost by tedy neměla být poměřována jen u jednotlivých portfolií či fondů, ale především u konkrétní osoby nebo skupiny osob, která za jejich řízení zodpovídala.

Další dílčí fakt ovlivňující výnosnost bezesporu představuje efektivita trhů. Zatímco na efektivním trhu se bude dařit pasivním investorům, u méně efektivních trhů budou jasně dominovat aktivní strategie řízení, kteří neefektivitu dokáží využít.

Jistou anomálií v pasivním přístupu představuje podstata této strategie. Jejím mottem je dosáhnout přesně toho, čeho dosahuje index a odchylky eliminovat. V případě, kdy se nacházíme pod hranicí indexu, je tato teorie správná. Ovšem už neřeší stav, kdy se investor nachází nad hranicí indexu.

4.3 Diverzifikace

Diverzifikace aktiv představuje jeden ze způsobů, jak eliminovat riziko. Aktivní řízení charakterizuje většinou špatná diverzifikace, která se odvíjí od nákupu určitých titulů, u kterých se předpokládá vyšší výnos. V případě úspěšného nákupu, se tyto fondy zaznamenají raketový vzestup (malé procento z celkového počtu). Oproti tomu pasivně řízené portfolio obsahuje omezený počet všech titulů na trhu.

⁹Zdroj: <http://zertifikatejournal.cz/content/medialni/ekonom2.pdf>



4.4 *Negativa pasivního přístupu*

Doposud se mohlo zdát, že kromě nižšího zisku (který je vyvážen nižším rizikem) nemůže být pasivnímu přístupu nic vytknuto. Tato strategie má však i další úskalí.

Z porovnání obou přístupů se ukazuje, že pasivní přístup prakticky zesměšňuje možnost překonání trhu a tím i existenci aktivních strategií. Ovšem bez velkého množství aktivních investorů by trh nebyl efektivním. A efektivita trhu je vlastně jedním ze základních kamenů pasivních strategií.

Další problém se objevuje v důsledku rostoucího počtu indexovaných fondů. Kdyby se tento přístup prosadil u všech subjektů trhu, logicky by došlo k nedostatku titulů k nákupu. To se může stát varováním pro další růst indexových fondů.

5 Praxe

Nejznámějším představitelem indexování se v České republice stal Viktor Kožený.¹⁰ Jeho indexovací strategie je poněkud modifikovaná pro praxi českého kapitálového trhu. Kožený postupoval ve 3 krocích:

- 1) Výběr investiční strategie
 - bude k dispozici velký počet investičních bodů
 - struktura společnosti, která půjde do první vlny, bude odpovídat budoucí struktuře kapitálového trhu
 - dostupné finanční informace jsou zkresleného, nespolehlivého a těžko porovnatelného charakteru
 - burzovní informace chybějí úplně

Na základě těchto informací a svého vzdělání zvolil za nejvhodnější strategii indexování, protože nevyžaduje žádné informace (mimo velikosti kapitalizace všech společností) a nabízí adekvátní poměr mezi rizikem a výnosností portfolia. Problém stanovení kapitalizace vyřešil odhadem – použil počet akcií privatizovaných podniků, kdy však měl na paměti i jak celkový počet akcií, tak i počet akcií, které šly do kupónové privatizace.

2) Upřesnění strategie

Indexování nabízí širokou škálu možností, jelikož lze vytvořit mnoho rozličných akciových indexů. Není příliš vhodné v praxi vytvářet přesné tržní portfolio, proto se spíše zaměřil na užší portfolio, které se tvoří na základě různých kritérií. Vyloučil kritérium regionální a odvětvové, tudíž mu zbyly dvě možnosti:

- a) zvolit si index založený na kritériu velikosti
- b) vytvořit si průřezový index, který by zahrnoval podniky různých velikostí

Vybral si kombinaci obou možností, kdy základem portfolia se stal index vážený podle velikostí podniků, který doplnil průřezem podniků různých velikostí a odvětví.

3) Uskutečnění strategie

Kožení vytvořil portfolio s průřezovým indexem, ale těžištěm zůstaly velké podniky (vývoj hodnoty jeho portfolia se proto velmi blížil vývoji tržního indexu).

¹⁰ Čerpáno z: KOHOUT, Pavel. Peníze, výnosy a rizika. 1. vydání. EKOPRESS s.r.o, 1998. 192 s. ISBN 80-86119-06-8

Kožený se mohl pyšnit portfoliem, které se ukázalo jako mnohem výkonnější než portfolia renomovaných bank. Jejich základní chybou bylo požití fundamentální analýzy. Investovaly do malých a středních podniků, ale po otevření burzy se ukázalo, že tyto akcie nejsou dostatečně likvidní, což se odrazilo na jejich ceně. V dnešní době už můžeme tvrdit, že pokud Viktor Kožený disponoval nějakými tajnými informacemi, rozhodně je nepoužil. Je dokázáno, že kdyby se například Kožený držel čistě indexování podle velikosti podniku, dosáhl by lepších výsledků. V jeho portfoliu se například vyhnulo strojírenství nebo naopak rozsáhle investoval do slovenských podniků. Tyto fakta dokazují, že i dostupné informace byly použity špatně. A pokud přece jenom disponoval nějakými tajnými informacemi, nebyly asi příliš kvalitní. Přestože trh za kupónové privatizace nebyl efektivní, přesto se indexování osvědčilo i za těchto podmínek lépe než fundamentální analýza.

V České republice byl prvním indexovým fondem Akro Svět. Jeho zakladatelem byla investiční společnost Akro. Díky krachu Private Investors ale prakticky jeho činnost skončila, protože se jednalo o společnost, přes kterou Akro Svět cenné papíry nakupovala.

Dnes můžeme tedy využít u IKS Fondu světových indexů. Další alternativu nabízí indexové instrumenty . indexové certifikáty nebo Exchange Traded Funds (ETF)

6 Aktuální stav a doporučení potenciálním investorům

V dnešní situaci je výhodnější aktivní přístup ke správě portfolia. Na všech trzích se objevuje tendence k rotaci sektorů a také k rozdílnému vývoji cen akcií. Na příklad v Japonsku je situace jednoznačná pro použití aktivního investování. Je to dáno hlavně tím, že se zde výrazněji začínají objevovat rozdíly mezi úspěšnými firmami a outsidersy. Proto nákup indexu zahrnuje jak kvalitní, tak podřadné tituly.

V 90. letech se naopak vyplatil indexový přístup. Důvodem byl masivní vzestup velkých podniků, které předčily podniky malé a střední. Také se minimalizovaly daňové náklady, díky prakticky žádným prodejům.

Agentura Lipper udává, že pasivní fond vztahující se na index S&P 500 vzrostl loni o 20,2%; aktivní strategie fondu mu pomohla k růstu o 27,7%.¹¹

¹¹ http://www.fondshop.cz/index.asp?id=27&action=p_kh_ifn

7 Použitá literatura

1. KOHOUT, Pavel. Peníze, výnosy a rizika. 1. vydání. EKOPRESS s.r.o, 1998. 192 s. ISBN 80-86119-06-8
2. ŽÁK, Milan et al. Velká ekonomická encyklopedie. 2. rozšířené vydání. LINDE Praha a.s, 2002. 888 s. ISBN 80-7201-381-5
3. GRAHAM, Benjamin. Inteligentní investor. 1. vydání. GRADA Publishing a.s, 2007. 504 s. ISBN 978-80247-1792-0
4. http://fincentrum.idnes.cz/chcete-li-byt-aktivni-investor-potrebujete-dostatek-casu-pmj-/fi_osobni.asp?c=A070530_105626_fi_osobni_dku
5. http://www.fondshop.cz/index.asp?id=27&action=p_kh_ifn
6. <http://zertifikatejournal.cz/content/medialni/ekonom2.pdf>
7. http://fincentrum.idnes.cz/_slovník.asp?keyword=kapitalizace