

Předplacené poplatky u investičních produktů: holistická analýza

Jiří Šindelář¹ – Petr Šimčák²

Abstrakt:

Článek se zabývá analýzou nákladovosti retailových investičních produktů, se zaměřením na předplacené vstupní poplatky. Ty tvoří základ počáteční odměny za službu investičního poradenství a zároveň také výraznou nákladovou položku, snižující hodnotu investice v prvních letech. Článek jejich efekt modeluje v širším kontextu, nejen jako prostý matematický rozdíl dvou jinak obdobných investičních programů. Zejména je zohledněn behaviorální rozměr, a to jak v podobě tzv. behaviorální mezery, poradenské alfy a také nadměrné konzervativnosti českých investorů. Tyto faktory jsou na základě literárních vstupů kvantifikovány a s jejich využitím sestaven kvantitativní model. Jeho výsledkem je zjištění, že i přes vyšší poplatkovou zátěž je pro investora, zatíženého behaviorální mezerou a nadměrně konzervativní alokací, výhodné tržní náklady investičního poradenství akceptovat. Za předpokladu, že tato služba doručí nadvynos (alfu), je v konečném důsledku investiční výsledek pro běžného spotřebitele výrazně pozitivní.

Klíčová slova: investice, předplacené vstupní poplatky, investiční poradenství, budoucí hodnota

JEL klasifikace: D14, D16, I22

¹ Ing. Jiří Šindelář, Ph.D. MBA, Vysoká škola finanční a správní (VŠFS), Estonská 500, Praha 10, <sinelar@mail.vsfs.cz>.

² Ing. Petr Šimčák, CFA, Ekonomicko-správní fakulta, Masarykova univerzita, Lipová 41a, 602 00 Brno-střed, <petr.simcak@gmail.com>.

1. Úvod

Nákladovost investičních produktů je podstatným faktorem jejich úspěšnosti a klientova užítku ze samotné investiční činnosti (Dellva & Olson, 1998; Gil-Bazo & Ruiz-Verdú, 2009). Jak však dokládá množství zejména zahraničních studií, není faktorem jediným a často ani tím dominantním, jde-li o standardní tržní úroveň. Stěžejním faktorem zůstává zejména kvalita investiční alokace (Drobetz & Köhler, 2002; Xiong et al., 2010; Malkiel, 2013). V českém prostředí není až na výjimky (Pecina, 2025) v akademickém prostředí (počáteční) nákladovost investičních produktů příliš zkoumána. O to větším tématem je však v prostředí mediálním, případně profesním – ať už jde o komunitu investorů anebo investičních poradců. Specifickým tématem jsou pak tzv. předplacené (upfront) vstupní poplatky, které znamenají kumulaci nákladů na počátku investičních programů a slouží jako odměna jejich distributorů. K těm komunikovala své varující stanovisko také Česká národní banka (ČNB, 2024), což ještě více rozjítlo zmíněnou mediální a profesní diskuzi.

Cílem tohoto článku je provést vyhodnocení efektu předplacených poplatků na výsledek investování u dlouhodobého programu pravidelného odkládání finančních prostředků. Za tímto účelem je článek rozdělen do tří částí. V první z nich je konstituován model simulace investičního cyklu dvou fiktivních investorů, který představuje jádro práce. V druhé části jsou na jeho bázi odvozeny a komentovány výsledky obou scénářů. Konečně ve třetí, závěrečné části článku jsou sumarizovány závěry a provedena jejich diskuze s relevantní literaturou.

2. Model a metodika

Jádrem našeho modelu je srovnání finančního výsledku dvou virtuálních investorů, kteří reprezentují dva základní, často diskutované archetypy. První investor (I_1) nevyužívá služby investičního poradenství a investuje svépomocí. Druhý naopak požívá služeb investičního poradce (I_2), se všemi dále diskutovanými důsledky.

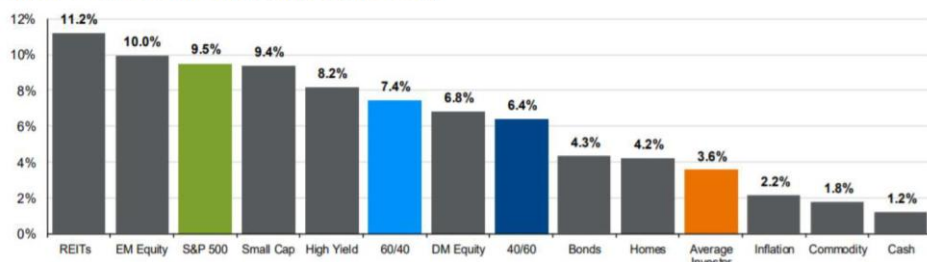
Začněme od nákladových aspektů. Využití služeb investičního poradce je logicky spojeno s náklady na jeho služby, které jsou – uvažujeme-li nejčastější variantu provizního odměňování – zakomponovány v nákladech investičního programu (Pecina, 2025). Uvažujeme dvě nejčastější roviny dopadu: účtování předplaceného vstupního poplatku (*upfront entry fee*) a zvýšení průběžných nákladů (*ongoing charges*). Předplacený vstupní poplatek konzumuje podstatnou

část prvních vkladů, zatímco zvýšení průběžných nákladů snižuje čisté zhodnocení aktiv po celou dobu investování.

Využití služeb investičního poradce má svoje benefity. Kromě striktního regulatorního rámce jde zejména o omezení tzv. behaviorální mezery (*behavioural gap*). Ten představuje zdokumentovaný fenomén, kdy drobní investoři dosahují v důsledku behaviorálních zkreslení (stádní efekt, ukotvení, mentální účetnictví, přehnaná sebedůvěra či iluze kontroly) až o jednotky procentních bodů nižší zhodnocení, než srovnatelné tržní indexy – jak ukazuje graf č. 1 (průměrný výnos koncového investora je označen jako „average investor“):

Graf 1: Kvantifikace behaviorální mezery (dvacetiletý anualizovaný výnos, různé třídy aktiv)

20-year annualized returns by asset class (2002 – 2021)



Zdroj: DALBAR, 2021

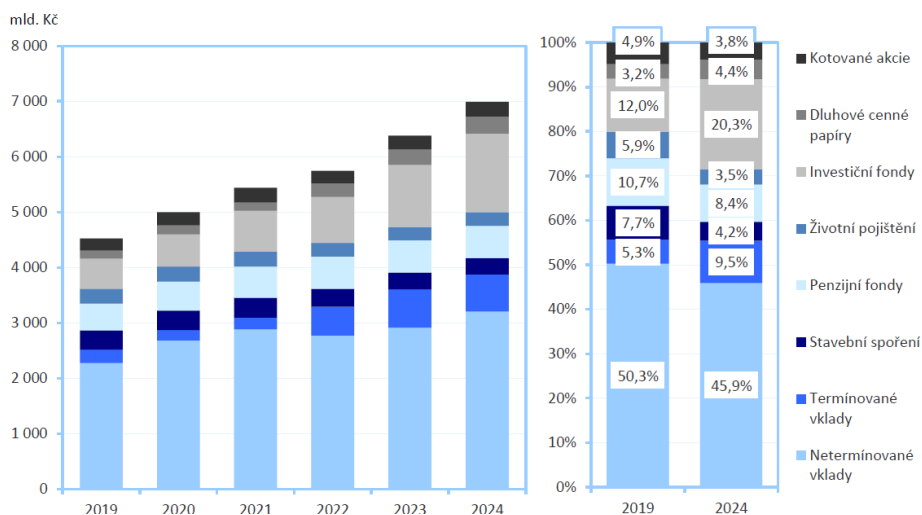
Také akademická literatura se věnuje tomuto fenoménu. Friesen a Sapp (2007) vypočítali, že skrze načasování nákupů a prodejů si individuální investoři u akciových podílových fondů snižují výkonnost v průměru o 1,56% p.a. Pro tento rozdíl se vžil zmíněný název „behaviorální mezera“. Autoři ji metodicky vymezili jako rozdíl mezi výkonností fondu měřenou pomocí time-weighted return (TWR), která odráží práci portfolio manažera, a výkonností průměrného investora ve stejném fondu měřenou prostřednictvím dollar-weighted return (DWR), jež zohledňuje načasování vkladů a výběrů investora. Studie přitom ukázala nepříznivé výsledky investorů jak u aktivně řízených, tak u pasivních indexových fondů.“ K podobným výsledkům došlo mnoho dalších autorů a akademických studií. Za zmínku stojí ještě Barber & Odean (2000), kteří došli k podobným výsledkům při obchodování s jednotlivými akciemi, nikoliv s fondy.

A navíc, autoři zjistili, že behaviorální mezera je řádově vyšší u často obchodujících investorů proti těm, kteří s akciemi obchodovali málo.

Je opět empiricky zdokumentováno, že v rámci investičního poradenství dochází k podstatnému omezení behaviorální mezery, s kladným dopadem na průměrné zhodnocení majetku. Opakované studie nadnárodní správcovské společnosti Vanguard (Kinniry et al., 2020; Bennyhoff & Kinniry, 2016) rozdělily tento efekt tzv. poradenské alfy do tří kategorií: tvorba portfolia v rámci plánu, wealth management a behaviorální koučing. Dominantní je přitom efekt posledního faktoru (až 1,5 % p.a.), následovaný přidanou hodnotou v rámci finančního plánování (až 1,45 % p.a.) a samotnou tvorbou portfolia (až 1,15 % p.a.). Celkový kladný dopad v podobě nárůstu průměrného ročního zhodnocení pak dosahoval ve zkoumaném souboru až jednotky procentních bodů (maximálně byl identifikován na hladině 4,1 % p.a.). I tento efekt je třeba vzít v potaz.

Konečně, zásadním faktorem je samotná ochota a vůle investovat a podstoupit tak související rizika. Ta jsou nutná pro dosažení vyššího zhodnocení nad bezrizikovou (depozitní) výnosovou míru. Čeští investoři bohužel značně konzervativního naturelu, což není jen planá konstatace. Jak ukazuje pravidelná zpráva o vývoji finančního trhu (MF, 2025), dominantní část aktiv českých domácností je alokována v depozitních či značně konzervativních produktech, typu transformovaného penzijního připojištění (graf č. 2).

Graf 2: Alokace finančních aktiv českých domácností (2024)



Zdroj: MF, 2025.

Jistě, v této statistice jsou v kolonce bankovních depozit (termínované, netermínované vklady) sumírovány také krátkodobé rezervy či běžný pracovní kapitál, pro které jde o logické umístění. Stejně tak zde nejde pouze o spontánní alokaci domácností, ale u investičních programů o produkty minimálně zčásti doporučené investičními poradci. I přesto však lze presumovat, že bez investičního poradenství bude rizikový apetit běžného spotřebitele značně omezen, jak bylo zdokumentováno již v souvislosti s někdejší penzijní reformou (Šindelář & Erben, 2018). Jakkoliv dochází k posunu v průběhu let. Průměrné zhodnocení celého investovaného majetku tak bude sníženo o tu část „dlouhých peněz“, které byly alokovány do příliš konzervativních produktů.

V návaznosti na výše uvedené můžeme definovat obecné funkce investičního výsledku (budoucí hodnota anuity – FVA , předlůhnutí varianta) v obou scénářích. Předpokládejme, že oba investoři alokují své pravidelné, měsíční investice mezi depozitní (spořicí účet – $SÚ$) a investiční produkt (akciový fond – INV). Výsledek prvního z investorů je oproti modelovému výnosu akciového trhu ovlivněn následujícími faktory:

$$FVA_{I1} = SÚ \left(\frac{(1+i_{SÚ})^n - 1}{i_{SÚ}} \right) (1 + i_{SÚ}) + INV \left(\frac{(1+i_{INV})^n - 1}{i_{INV}} \right) (1 + i_{INV}) \quad (1)$$

V případě druhého investora pak jde o složitější strukturu, kde již hraje roli předplacený poplatek:

$$FVA_{I2} = SÚ \left(\frac{(1+i_{SÚ})^n - 1}{i_{SÚ}} \right) (1 + i_{SÚ}) + (INV - VP) \left(\frac{(1+i_{INV})^m - 1}{i_{INV}} \right) (1 + i_{INV}) + INV \left(\frac{(1+i_{INV})^{n-m} - 1}{i_{INV}} \right) (1 + i_{INV}) \quad (2)$$

Vzorec (2) ilustruje prvotní odplácení vstupního poplatku po dobu m měsíců (do splacení cílové částky), po němž teprve směřuje celá alokovaná suma do investičního produktu. Pro vlastní modelaci pak předpokládáme nastavení jednotlivých veličin tak, jak je uvedeno v tabulce č. 1:

Tabulka 1: Parametry modelu

	Investor 1: Bez investičního poradce	Investor 2: S investičním poradcem
Investiční horizont (n)	360 měsíců (30 let)	360 měsíců (30 let)

Míra alokace do investičního produktu (i_{INV}):	66,66%	90,00%
Míra alokace do depozitního produktu ($i_{SÚ}$):	33,33%	10,00%
Depozitní produkt		
Základní modelové zhodnocení ($i_{SÚ}$)	3,00%	3,00%
Investiční produkt		
Vstupní poplatek (VP)	0,00%	5,00%
		(z cílové částky, varianta běžná: 75% vkladu spotřebováno na poplatek & 25% na investici, předplacen na 30 let)
Cílová částka	-	32 400 Kč (splacena za $m = 23$ měsíců)
Základní modelové zhodnocení (i_{INV})	7,00%	7,00%
Průběžné náklady (na správu inv. produktu, tzv. <i>ongoing charges</i>)	1,00%	2,00%
Poradenské alfa	-	2,00 %
Výsledné zhodnocení	6,00%	7,00%
<i>Míry zhodnocení jsou uvedeny v p.a., v rámci výpočtu byly převedeny na p.m. (metodou 1/12)</i>		

Zdroj: vlastní výpočty s využitím (Amundi, 2025; Conseq, 2025)

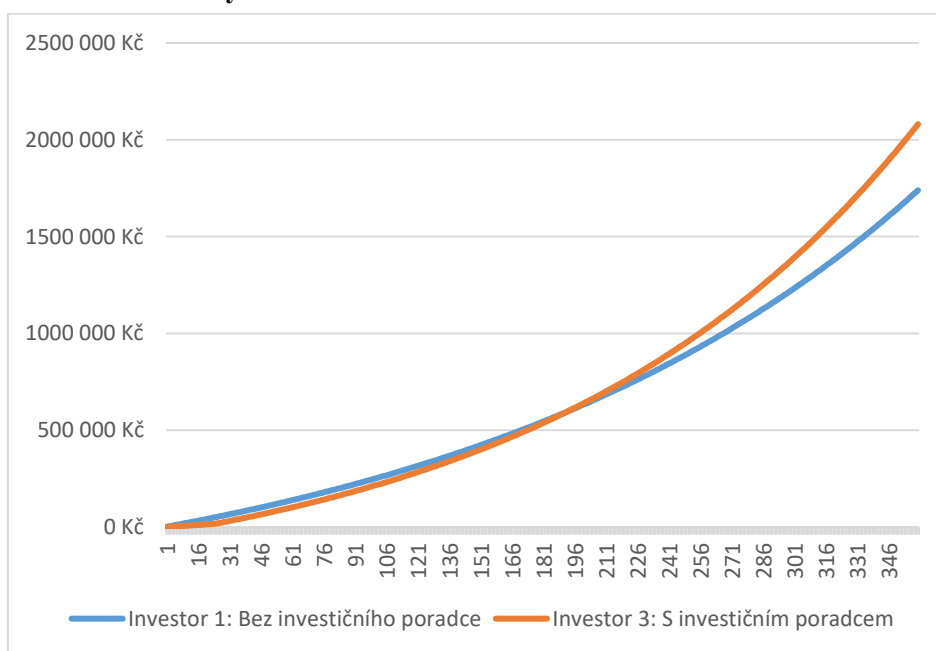
Co se týče nastavení modelových hodnot, vycházíme z tržně obvyklých standardů, jak byly naznačeny v odborných studiích (Pecina, 2025; Šindelář & Erben, 2018; Kinniry et al., 2020) a i verifikovány v metodických podkladech významných investičních správců (Amundi, 2025; Conseq, 2025). Modelace je navíc na straně opatrnosti ve vztahu k autonomnímu investorovi číslo jedna. Předpokládáme jen třetinu pravidelné investice deponované mimo akciovou investici do depozita, u SÚ poměrně atraktivní úrok, o procentní bod nižší hodnotu poradenské alfy oproti literatuře a rovněž v podstatě sniženou sazbu předplaceného vstupního poplatku. Průběh obou scénářů simulujeme na měsíční úrovni. Konečně, rozdíly mezi oběma časovými řadami posuzujeme nejen

vizuálně, ale i z pohledu statistické významnosti, prostřednictvím testu stacionarity. Pokud je $p\text{-value} < 0.05$, znamená to, že rozdílová řada je stacionární a tedy že mezi řadami není rozdíl.

3. Výsledky

Jak tedy oba naši virtuální investoři v rámci simulace dopadli? Výsledky shrnuje následující graf, přičemž efekt jednotlivých faktorů je zřejmý (graf č. 3, horizontální osa značí počet měsíců simulace).

Graf 3: Shrnutí výsledku simulace



Zdroj: vlastní výpočty.

Průběh jednotlivých křivek vcelku jednoznačně ilustruje závěrečný investiční výsledek. Efekt poradenské alfy a důsledné alokace dlouhodobých prostředků do investičního (akciového) produktu nejen, že kompenzuje, ale významně přesahuje počáteční a průběžné poplatkové srážky spojené s investičním poradenstvím. Rozdíl v průběhu obou časových řad není signifikantní jen co do závěrečné hodnoty výsledku, kde jde o cca patnáctiprocentní rozdíl v hodnotě majetku ve 30. roce simulace, ale také statisticky ($p=0.8990$).

Z citlivostního pohledu není pro existenci difference podstatná výše měsíční úločky ani délka investičního horizontu, oboje jen prohloubí závěrečný rozdíl. Stejně tak výsledek nezvrátí ani drobné výchylky nákladových položek, v řádu desetin procenta nahoru či dolů. Podstatný efekt by mělo až významné navýšení (průběžných) nákladů investice o jednotky procentních bodů, což se však nejeví v současné ostré tržní konkurenci jako reálné. Zásadním faktorem je alokace, a to jak ta investiční (poradenská alfa), tak ta meziproduktová (depozitní vs. investiční produkty). Pro úplnost je nutno dodat, že náš model pomíjí efekty daňové a inflační, které by však byly u obou scénářů obdobné. Úplné shrnutí provedených výpočtů za jednotlivé roky je pak sumarizováno v příloze č. 1.

4. Závěr a diskuze

Naše simulace vcelku jednoznačně potvrzuje, že dominantním faktorem úspěšnosti investice v definované situaci nemusí být náklady, jde-li o ty standardní tržní, ale investiční alokace – shodně se studiemi Drobetze & Köhlera, (2002) či Xionga et al. (2010). U té je klíčový kladný efekt investičního poradenství (Kinniry et al., 2020). Samozřejmě, nejde o závěr použitelný univerzálně na všechny spotřebitele bez rozdílu. Pokud jde o zkušené a/nebo disciplinované investory, ti jsou schopni maximálně využít nízkonákladová investiční řešení, které nabízejí čistou expozici na trh bez dodatečných služeb. Jak však ukazují data z českého kapitálového trhu (MF, 2025), rozhodující masa investorů má do tohoto ideálu stále daleko. Extendovat předpoklad o vysoce racionálním investorovi na všechny tím, že jen propočítávám stejný investiční scénář s a bez poplatků neberoucí v potaz širší souvislosti, je tak hrubou analytickou chybou.

Cílem článku samozřejmě není glorifikace jakéhokoliv poplatku či investičního modelu. Je však třeba poukázat na to, že penetrace investičních produktů je bez poradenské aktivity stále nízká, jako už se dříve ukázalo u produktů penzijních (Šindelář & Erben, 2018). Tento fakt má, v situaci napjatého prvního důchodového pilíře, potenciálně dalekosáhlé důsledky. Omezení investiční inkluze zvyšuje riziko materiálních problémů ve stáří, a pokud omezíme dostupnost rady (například regulatorně), následný vývoj by mohl mít vážné sociální dopady. Na druhou stranu je třeba rovněž usilovat o maximální efektivitu investičního poradenství. Jak ukazují občasné mediální kauzy, ale i empirické studie, byť v menšinové části trhu existuje prostor pro zlepšení (Šindelář & Budinský, 2017; Šindelář & Budinský, 2019) a to i na rozvinutých trzích (Melkiel, 2013). V tomto ohledu je žádoucí i budoucí investigace varianty

průběžně placených vstupních poplatků. Specifickou kategorií je v této souvislosti eliminace neregulovaných alternativ v šedé či černé zóně. Ty vedly v uplynulých letech k značné expozici retailových spotřebitelů například vůči rizikovým korporátním dluhopisům, s potenciálně významným kreditním rizikem. Oboje je především úkolem finančního dohledu, namísto veřejné komunikace k různým poplatkovým modelům plně regulovaných produktů.

Literatura

Abouarab, R., Mishra, T., & Wolfe, S. (2025). Does the EU sustainable finance disclosure regulation mitigate greenwashing? *The European Journal of Finance*, 31(8), 957–989.

Brito-Ramos, S., Cortez, M. C., & Silva, F. (2024). Do sustainability signals diverge? An analysis of labeling schemes for socially responsible investments. *Business & Society*, 63(6), 1380–1425.

Cosma, S., Cucurachi, P., Gentile, V., & Rimo, G. (2024). Sustainable finance disclosure regulation insights: Unveiling socially responsible funds performance during COVID-19 pandemic and Russia–Ukraine war. *Business Strategy and the Environment*, 33(4), 3242–3257.

Cremasco, C., & Boni, L. (2024). Is the European Union (EU) Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) effective in shaping sustainability objectives? An analysis of investment funds' behaviour. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 14(4), 1018–1036.

EFAMA. (2025). *The SFDR fund market*. European Fund and Asset Management Association. <https://www.efama.org/sites/default/files/files/market-insights-21-the-sfdr-fund-market.pdf>

Ferriani, F. (2024). The importance of labels for sustainable investments: SFDR versus Morningstar globes. *Applied Economics Letters*, 31(18), 1813–1819.

Lambillon, A. P., & Chesney, M. (2023). *How green is 'dark green'? An analysis of SFDR Article 9 funds*.

Nishi, H., Peabody, S. D., Sherrill, E., & Upton, K. (2024). *Shades of green: The effect of SFDR downgrades on fund flows and sustainability risk*. SSRN. <https://ssrn.com/abstract=4814593>

Scheitza, L., Busch, T., & Metzler, J. (2023). The impact of impact funds—A global analysis of funds with impact-claim. *Journal of Financial Transformation*.

Scheitza, L., & Busch, T. (2024). SFDR Article 9: Is it all about impact? *Finance Research Letters*, 62, 105179.

Spaans, L., Derwall, J., Huij, J., & Koedijk, K. (2024). *Sustainable Finance Disclosure Regulation: Voluntary signaling or mandatory disclosure?* SSRN. <https://ssrn.com/abstract=4722820>

Prepaid Fees for Investment Products: A Holistic Analysis

Jiří Šindelář – Petr Šimčák

Abstract:

The article deals with the analysis of the cost of retail investment products, with a focus on prepaid entry fees. These form the basis of the initial remuneration for the investment advisory service and at the same time also a significant cost item, reducing the value of the investment in the first years. The article models their effect in a broader context, not only as a simple mathematical difference between two otherwise similar investment programs. In particular, the behavioral dimension is taken into account, both in the form of the so-called behavioral gap, advisory alpha and also excessive conservatism of Czech investors. These factors are quantified on the basis of literature inputs and a quantitative model is compiled using them. The result is the finding that despite the higher fee burden, it is advantageous for an investor burdened with a behavioral gap and excessively conservative allocation to accept the advantageous market costs of investment advice. Assuming that this service delivers a surplus yield (alpha), the investment result is ultimately significantly positive for the average consumer.

Keywords: Investments, prepaid entry fees, investment advice, future value

JEL classification: D14, D16, I22

Příloha č. 1: Shrnutí průběhu modelové simulace (agregace na roční data)

		Rok1	Rok2	Rok3	Rok4	Rok5	Rok6	Rok7	Rok8	Rok9	Rok10	Rok11	Rok12	Rok13	Rok14	Rok15
I1: Bez poradce_A	Hodnota - SÚ	8 131 Kč	16 510 Kč	25 143 Kč	34 039 Kč	43 206 Kč	52 651 Kč	62 384 Kč	72 412 Kč	82 746 Kč	93 394 Kč	104 366 Kč	115 671 Kč	127 321 Kč	139 325 Kč	151 693 Kč
	Hodnota - INV	16 530 Kč	34 079 Kč	52 710 Kč	72 491 Kč	93 492 Kč	115 788 Kč	139 459 Kč	164 590 Kč	191 271 Kč	219 598 Kč	249 672 Kč	281 601 Kč	315 499 Kč	351 488 Kč	389 697 Kč
	Hodnota - celkem	24 661 Kč	50 589 Kč	77 853 Kč	106 530 Kč	136 697 Kč	168 439 Kč	201 843 Kč	237 002 Kč	274 017 Kč	312 992 Kč	354 038 Kč	397 273 Kč	442 820 Kč	490 813 Kč	541 390 Kč
I2: S investičním poradcem	Hodnota - SÚ	2 439 Kč	4 953 Kč	7 543 Kč	10 212 Kč	12 962 Kč	15 795 Kč	18 715 Kč	21 724 Kč	24 824 Kč	28 018 Kč	31 310 Kč	34 701 Kč	38 196 Kč	41 797 Kč	45 508 Kč
	Hodnota - INV	5 609 Kč	11 806 Kč	35 096 Kč	60 070 Kč	86 849 Kč	115 565 Kč	146 356 Kč	179 372 Kč	214 776 Kč	252 739 Kč	293 446 Kč	337 096 Kč	383 902 Kč	434 091 Kč	487 908 Kč
	Hodnota - celkem	8 049 Kč	16 759 Kč	42 639 Kč	70 282 Kč	99 811 Kč	131 360 Kč	165 071 Kč	201 096 Kč	239 600 Kč	280 757 Kč	324 756 Kč	371 798 Kč	422 098 Kč	475 888 Kč	533 416 Kč
	Nesplacený zůstatek předplaceného vstupního poplatku	32 400 Kč	16 106 Kč													

		Rok16	Rok17	Rok18	Rok19	Rok20	Rok21	Rok22	Rok23	Rok24	Rok25	Rok26	Rok27	Rok28	Rok29	Rok30
I1: Bez poradce	Hodnota - SÚ	164 439 Kč	177 571 Kč	191 103 Kč	205 047 Kč	219 415 Kč	234 220 Kč	249 475 Kč	265 195 Kč	280 455 Kč	291 425 Kč	302 728 Kč	314 375 Kč	326 377 Kč	338 743 Kč	351 486 Kč
	Hodnota - INV	430 262 Kč	473 330 Kč	519 053 Kč	567 597 Kč	619 135 Kč	673 851 Kč	731 943 Kč	793 617 Kč	860 035 Kč	935 396 Kč	1 015 404 Kč	1 100 347 Kč	1 190 529 Kč	1 286 273 Kč	1 387 387 Kč

ŠINDELÁŘ, J., ŠIMČÁK P.: Předplacené poplatky u investičních produktů: holistická analýza

																923 Kč
	Hodnota - celkem	594 701 Kč	650 901 Kč	710 157 Kč	772 644 Kč	838 550 Kč	908 071 Kč	981 418 Kč	1 058 811 Kč	1 140 491 Kč	1 226 820 Kč	1 318 132 Kč	1 414 722 Kč	1 516 905 Kč	1 625 016 Kč	1 739 408 Kč
I2: S investič ním poradc em	Hodnota - SÚ	49 332 Kč	53 271 Kč	57 331 Kč	61 514 Kč	65 825 Kč	70 266 Kč	74 843 Kč	79 558 Kč	84 418 Kč	89 425 Kč	94 584 Kč	99 900 Kč	105 378 Kč	111 023 Kč	116 839 Kč
	Hodnota - INV	545 616 Kč	607 495 Kč	673 848 Kč	744 997 Kč	821 290 Kč	903 098 Kč	990 819 Kč	1 084 882 Kč	1 185 746 Kč	1 293 900 Kč	1 409 873 Kč	1 534 229 Kč	1 667 576 Kč	1 810 562 Kč	1 963 884 Kč
	Hodnota - celkem	594 947 Kč	660 766 Kč	731 179 Kč	806 511 Kč	887 114 Kč	973 364 Kč	1 065 662 Kč	1 164 441 Kč	1 270 163 Kč	1 383 324 Kč	1 504 457 Kč	1 634 130 Kč	1 772 954 Kč	1 921 584 Kč	2 080 723 Kč