

BEZRIZIKOVÉ AKCIE

Vážení akcionáři,
v třetím čtvrtletí roku 2015 kleslo NAV fondu o 8,1%.

Náš minulý dopis akcionářům vyvolal velký čtenářský ohlas. O příčinách se trochu přeme. Já se domnívám, že to bylo samozřejmě tím, že šlo o výborně napsanou investiční klasiku. Můj kolega Honza Žák však tvrdí, že to bylo jen díky tomu, že se v názvu dopisu objevilo slovo sex. Abychom to rozsoudili, rozhodl jsem se tento dopis nazvat zcela bezpohlavně „Bezrizikové akcie“.

Správná definice rizika

Spojení slov bezrizikové akcie působí na první pohled jako oxymoron. Většina lidí možná dokonce považuje slovo akcie téměř za synonymum ke slovu riziko. Akcie obecně jsou však mnohem méně riskantní nejen ve srovnání s představami v hlavách investorů, ale také ve srovnání s jinými třídami aktiv. **Akcie některých společností lze dokonce považovat definičně za bezrizikové.**

Teď se pokusím krok za krokem vysvětlit, jak jsme k tomuto závěru dospěli. Začneme citátem Warrena Buffetta:

„Investici definujeme jako převod nynější kupní síly někomu jinému s rozumným očekáváním získání větší kupní síly v budoucnu (po zaplacení daní z nominálních zisků). **Zkrátka, investování znamená, že si odřekneme spotřebu nyní, abychom později získali možnost spotřebovat více.**“

Z této definice plyne několik podstatných věcí. Za prvé, **největším nepřítelem a současně motivací** investora je inflace. Kdyby byla inflace dlouhodobě nulová nebo dokonce záporná, nemuseli bychom investovat, protože peníze by neztrácely svou hodnotu. Inflace je však dlouhodobě kladná a i současná nízká inflace umaže během dvou generací z hodnoty peněz polovinu. Jen o málo vyšší inflace ve výši 2,5 % ročně pak dokonce tři čtvrtiny.

Za druhé, z Buffettovy definice je jasně vidět, že investování je dlouhodobá záležitost. Dlouhodobé také musí být investovací cíle. **Při investování nejde o týdny a měsíce, ale o příští dekádu či dvě.**

Za třetí, co je hlavním rizikem pro investora? Že se mu nepodaří dosáhnout jeho cíle, tedy dlouhodobě reálně zhodnocovat své peníze.

Snahu o dosažení tohoto cíle mohou zhatit v zásadě dvě věci. Výběr typu investičního aktiva, který dává malou pravděpodobnost dosažení cíle, a trvalá ztráta kapitálu, ke které by mohlo dojít v rámci vybraného typu aktiva. Pokud tedy přijmeme Buffettovu definici investice a cíl, který formuluje, potom **největší investiční riziko plyne ze špatné volby investičního aktiva a ze špatného výběru jednotlivých investic v rámci zvoleného aktiva.**

Toto naše pojetí rizika je neobvyklé a výrazně menšinové, považujeme ho však za správné. Hlavní teoretický proud definuje riziko jinak a to jako volatilitu. Zjednodušeně řečeno, investice je potom tím méně riskantní, čím méně kolísá její cena. Mezi rizikem a výnosem opravdu existuje určitý vztah. Čím větší riziko investor podstupuje, tím větší kompenzaci ve formě výnosu bude požadovat. To je zcela logické. Opačný vztah by nedával žádný smysl. Pokud však položíme rovnítko mezi riziko a volatilitu, pak by to znamenalo, že investoři vyhledávají vyšší volatilitu s cílem dosáhnout vyššího zisku. Potkali jste někdy někdo takového investora? Já ne.

Při definici rizika jako volatility cen budou za nejméně riziková považována aktiva, jejichž cena kolísá minimálně – hotovost, bankovní vklad, pokladniční poukázky, krátkodobé státní dluhopisy. Problém však je, že tato aktiva prakticky vylučují dosažení investora cíle – dlouhodobého reálného zhodnocování peněz. **K čemu je investorovi nízká volatilita jeho investic, když mu neumožňují dosáhnout jeho cíle? Nejsou takové investice naopak příliš riskantní?**

Definice rizika jako volatility je špatná. Deformuje investiční úvahy a vede investory ke špatnému výběru aktiv. **Z dlouhodobého pohledu je navíc volatilita prakticky irrelevantní.** Za posledních 30 let

zaznamenala akcie Buffettovy Berkshire Hathaway čtyřikrát velký propad mezi 37 % - 51 %. To je pro mnoho investorů nepřekonatelná volatilita, která jim brání investovat do akcií. Pro dlouhodobého investora však jde jen o zcela běžný jev, který se týká i těch nejvyšších akcií. Ten, kdo v roce 1985 koupil akcie Berkshire za 1 300 a drží je dodnes při ceně 200 000, si určitě nestěžuje na občasnou volatilitu, kterou musel přečkat.

Jsem si vědom toho, že dlouhodobý výnos akcií Berkshire je mimořádně vysoký a není typický pro běžné akcie. Tím příkladem však chci poukázat na něco jiného. Buffett je jedním z nejlepších CEO historie. Dělá minimum chyb, příkladně alokuje kapitál a jedná stoprocentně ve prospěch akcionářů. Ani tím vším však nedokáže zabránit tomu, aby akcie společnosti, kterou vede, čas od času výrazně nekolísaly. Tak to prostě chodí. Důležité je opravdu si uvědomit, že to však není zdroj rizika.

Výnosy jednotlivých tříd aktiv

Při pohledu na následující graf je zcela zřejmé, že akcie jsou nejen dlouhodobě daleko nejvýnosnějším aktivem, ale také že mají nejmenší odchylku od svého dlouhodobého trendu.



Zdroj: Jeremy Siegel, *Stocks for the Long Run*
Pozn.: Stocks (akcie), Bonds (obligace),
Bills (pokladniční poukázky), Gold (zlato),
Dollar (hotovost v USD)

Pokud přijmeme následující výchozí předpoklady:

1. cílem investora je reálné zhodnocení jeho peněz;
2. investiční horizont je dlouhý;
3. volatilita nejen že není považována za zdroj rizika, ale je v podstatě ignorována (v ideálním případě dokonce může být využita v investorův prospěch);
4. největší naději na kladný reálný výnos a tedy i nejnižší riziko nedosažení investora cíle přinášejí akcie; pak je zcela evidentní, že akcie musí tvořit základ každého investičního portfolia.

Bezrizikové akcie

Akcie s sebou samozřejmě nesou riziko, tím ale není kolísání jejich cen, ale riziko související s podnikáním jednotlivých společností. Tato rizika lze rozdělit do několika kategorií:

- Technologická
- Cyklická
- Regulatorní
- Měnová
- Finanční
- Provozní
- Manažerská

Mezi spoustou společností, které se na trzích obchodují, lze najít takové, které mají tato rizika minimální. Jejich akcie pokládáme tedy za bezrizikové. Za prvé, patří do třídy aktiv, která svými vysokými výnosy dlouhodobě minimalizuje riziko, že investor nedosáhne svého cíle. Za druhé, minimalizují i druhé největší riziko, kterým je trvalá ztráta kapitálu. **Portfolio sestavené z akcií těchto společností lze považovat za bezrizikové. Jeho výnos bude velmi pravděpodobně dlouhodobě reálně kladný a s minimálním rizikem trvalé ztráty kapitálu.** Jako investoři se samozřejmě nemusíme při sestavování portfolia omezovat jen na bezrizikové akcie. Ty slouží jen jako výchozí bod. Naším úkolem je studovat jednotlivé společnosti, udělat si představu o výši jejich podnikatelského rizika a možných investičních výnosech a pak vybírat nejlepší kombinace rizika a výnosu. O ideální kombinaci rizika a výnosu se snaží většina investorů, alfa a omegou však je správná definice rizika.

Představte si dvě identické společnosti. Jsou naprosto stejné a liší se jen tím, že akcie jedné se obchodují na burze a akcie druhé ne. Asi těžko někoho napadne posuzovat riziko té, jejíž akcie se na burze neobchodují, podle volatility jejich cen, když žádné ceny k dispozici nejsou. Riziko se bude zřejmě posuzovat podle výše jmenovaných kategorií souvisejících s podnikáním společnosti. A úplně stejně by se mělo posuzovat riziko u té, jejíž akcie se na burze obchodují. **Definice rizika se přece nemůže zcela měnit jen na základě toho, zda se akcie obchodují na burze nebo ne.** Obchodování na burze je jen jakousi dodatečnou výhodou, která nám umožňuje reagovat na extrémní nálady trhu a případně tím dosáhnout vyššího výnosu.

Změny v portfoliu

Z portfolia pryč mají namířeno akcie **Precision Castparts** (PCP). PCP vyrábí speciální kovové výrobky a komponenty především pro letecký a energetický průmysl. Společnost jsme sledovali několik let, ale pořád se nám zdála drahá. Nakonec jsme se dočkali na jaře, kdy její cena klesla vůči přechozímu maximu přibližně o čtvrtinu. Začali jsme tedy budovat pozici. Příjemně nás potěšilo, když asi o měsíc později vyšlo najevo, že v prvním čtvrtletí začal PCP kupovat i Buffett. Protože akciové trhy celkově ani akcie PCP nerostly, postupně jsme kupovali další a další akcie PCP za čím dál lepší ceny. Připadalo nám, že není kam spěchat. Jednoho srpnového nedělního rána jsme však zjistili, že Buffettova Berkshire Hathaway kupuje PCP celé. V té době jsme měli v PCP asi 5 % portfolia a byli jsme zhruba ve dvou třetinách naší zamýšlené pozice. Naše pocity jsou tedy smíšené. Na jedné straně nás těší, že Buffett vidí hodnotu tam, kde ji vidíme i my, a taky nás samozřejmě těší rychlý zisk ve výši asi 17 %. Na druhé straně se nám PCP velmi líbí a předpokládali

jsme, že půjde dlouhodobě o jednu z našich hlavních pozic a že časem vyděláme mnohem více. Malou útěchou nám může být fakt, že PCP budeme dál vlastnit prostřednictvím našeho podílu v Berkshire.

Koupili jsme dvě pozice. Jednu v Kanadě a jednu v USA. Kanadská společnost je naše stará známá. Vlastnili jsme ji už v letech 2004 – 2006. Tenkrát jsme ji prodali proto, že jsme měli výhrady ke krokům tehdejšího hlavního akcionáře, zakladatele a ředitele v jedné osobě. Ten už tam ale několik let není a současný management se nám naopak velmi zamlouvá. Jde o velkou, globální, finančně silnou společnost, aktuálně k mání za méně než 9 násobek zisku.

Naše druhá novinka je z finančního sektoru. Systematicky jsme se snažili najít společnost, která je relativně mladá a má zavedený a především expandovatelný podnikatelský model. Nakonec se nám jednu takovou podařilo najít a domníváme se, že jednou doroste do mnohonásobku své současné velikosti. Čekáme tedy mnohaletý vysoký růst a přitom za něho nebylo potřeba při dnešní ceně akcií platit dopředu.

V tomto čtvrtletí jsme byli poměrně aktivní a navýšili jsme i několik dalších už existujících pozic. Ceny klesají a po delší době máme více dobrých investičních příležitostí, než kolik dokážeme využít. To je velmi příjemný problém. Díky přílivu nových peněz do fondu a také díky prodeji PCP máme stále dost hotovosti na další nákupy a nezbyvá než si přát, aby ceny byly ještě příznivější, než jsou teď.

Daniel Gladiš, říjen 2015

P. S. 2. Česká investiční konference

Po loňské velmi úspěšné premiéře pořádáme letos druhý ročník České investiční konference. Všichni jste srdečně zváni!

Těšíme se na vás 5. – 6. 11. v hotelu Pyramida v Praze!
Program a registrace zde:
www.ceskainvesticnikonference.cz

Naše odhady a projekce týkající se budoucnosti mohou být a pravděpodobně také budou chybné. Nespoléhejte na ně a při svých investičních rozhodnutích používejte i vlastní selský rozum. Tento dokument vyjadřuje názory autora v době, kdy byl napsán a je určen výhradně pro edukativní účely.

Informace obsažené v tomto komentáři mohou obsahovat prohlášení, která, pokud nejsou citacemi historických skutečností, tvoří „výhledová prohlášení“ ve smyslu platných zahraničních právních předpisů o cenných papírech. Tato prohlášení mohou obsahovat finanční a jiné předpoklady, stejně jako prohlášení o našich budoucích plánech, cílech nebo hospodářských výsledcích anebo odhady na tom založené. Jakákoli taková výhledová prohlášení vycházejí z předpokladů a rozborů provedených fondem na základě jeho zkušeností a vnímání historických trendů, současného stavu a očekávaného budoucího vývoje i dalších skutečností, které považujeme za daných okolností za vhodné. To, zda budou skutečné výsledky a vývoj odpovídat našemu očekávání a předpovědím, však závisí na množství rizik, předpokladů a nejistých skutečností. Při hodnocení výhledových prohlášení by měli čtenáři zvláště zvažovat různé faktory, které by mohly způsobit, že se skutečně události anebo výsledky zásadně liší od těch, jež jsou uvedeny v takových výhledových prohlášeních.

Pokud platné právní předpisy o cenných papírech nevyžadují jinak, nemáme v úmyslu, ani se nezavazujeme aktualizovat či upravovat výhledová prohlášení tak, aby odražela následně informace, události, výsledky, okolnosti či jiné skutečnosti.

Tento komentář nepředstavuje, není součástí, ani by neměl být vykládán jako jakákoli nabídka k prodeji nebo úpisu nebo výzva k nabídce koupě či úpisu cenných papírů fondu.

Před úpisem by měli potenciální investoři vyhledat nezávislé odborné poradce, pokud jde o maltské či jakékoli jiné zahraniční právní předpisy týkající se nabytí, držení či zpětný prodej akcií Fondu nebo výplaty akcionářům.

Akcie fondu nebyly a nebudou registrovány podle amerického zákona o cenných papírech z roku 1933, v platném znění („Zákon z roku 1933“) nebo podle předpisů o cenných papírech kteréhokoli jiného státu. Podle amerického zákona o investičních společnostech z roku 1940 („Zákon z roku 1940“) není fond registrovanou investiční společností.

Akcie fondu smějí být nabízeny kvalifikovaným investorům v České republice v souladu s odstavcem 272 Zákona č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech.

Výnosnost v jakémkoli období v minulosti nemusí nutně znamenat, že podobné výsledky lze očekávat i v budoucnosti.

© Copyright 2015 Vltava Fund SICAV, plc a www.vltavafund.com – Všechna práva vyhrazena.

Tento dokument nelze použít v jakékoliv publikaci, není možné jej dále šířit, distribuovat, ani kopírovat bez předchozího písemného souhlasu Vltava Fund SICAV, plc.