

## KRÁTKÉ POZICE

Přibližně před osmi lety, v roce 2011, jsme si sedli s kolegy ve Vltava Fund a vedli jsme debatu na následující téma - pokud bychom řídili fond ještě dalších třicet let, čím bychom mohli pro akcionáře fondu v budoucnosti přinést dodatečnou hodnotu nad rámec investiční strategie, kterou praktikujeme? Z různých zvažovaných možností nakonec zůstala jedna - krátké pozice. Rozhodli jsme se, že se do nich ve velmi omezené míře pustíme a přibližně po sedmi letech zhodnotíme, jestli zde dokážeme opravdu přinést hodnotu a zda v nich budeme pokračovat nebo ne.

Naše investiční činnost není statická, ale s postupem času se vyvíjí. Snažíme se průběžně vyhodnocovat naše výsledky a analyzovat úspěšné i neúspěšné transakce nebo přístupy. Dalo by se říci, že se neustále nutíme k tomu, abychom pochybovali o tom, zda to, co děláme, je správné. Jakmile investor přestane mít pochyby o svém přístupu, může to být velmi nebezpečné. Současně se snažíme učit se nové věci.

Sem patří i náš plán týkající se krátkých pozic v jednotlivých akciích. Praxe je totiž nejen nejlepší školou, ale také poskytuje okamžitou a bohatou zpětnou vazbu. Naše krátké pozice v jednotlivých akciích byly tedy skutečné, i když v rámci celého portfolia malinké.

Několikrát jsme s vámi o krátkých pozicích diskutovali na našich Setkáních akcionářů a dnes, sedm let po výše uvedené prvotní úvaze, přichází čas zhodnotit úspěšnost této doplňkové strategie.

### Krátké pozice

Celá naše investiční filozofie je založena na jednoduché myšlence. To, co platíme (cena), musí být mnohem nižší než to, co za to dostáváme (hodnota). Tvrdíme (a historie trhů to potvrzuje), že cena a hodnota jsou dvě odlišné kategorie. Po přechodnou dobu se od sebe mohou výrazně lišit, ale z dlouhodobého hlediska má cena silnou tendenci následovat vývoj hodnoty. Když tvrdíme, že na trzích lze nalézt řadu akcií, jejichž cena je výrazně pod jejich hodnotou, pak lze analogicky najít řadu akcií, jejichž cena je výrazně nad jejich hodnotou.

Krátké pozice se snaží těžit právě ze situací, kdy cena bude následovat hodnotu směrem dolů. Mechanika těchto transakcí je poměrně jednoduchá. Investor si půjčí od svého brokera akcie, na trhu je prodá a podrží si získanou hotovost. Když v budoucnosti akcie koupí zpět, použije na to dříve získanou hotovost a akcie vrátí zpět brokerovi. Zisk nebo ztráta z této transakce (když odhlédneme od transakčních nákladů) závisí na rozdílu cen mezi prodejem a zpětným nákupem. Je to vlastně zrcadlový obraz postupu při nakupování běžných dlouhých pozic.

Z výše uvedeného odstavce vyplývá, že pro krátké pozice není potřeba dodatečný kapitál. Pokud je tedy kapitál fondu investován celý do dlouhých pozic a dlouhodobě vydělává a pokud lze k tomu přibrat pár krátkých pozic, může zisk na nich přinést dodatečný výnos, a to dokonce při snížené čisté expozici vůči trhu (ta se stanoví jako rozdíl mezi velikostí dlouhých a krátkých pozic).

Teoreticky ano. Praktická realizace však úplně snadná není. Když se ohlédneme za posledními deseti lety, což je doba od přechodu na současnou investiční strategii, tak zjistíme, že úspěšnost našich dlouhých pozic je přibližně 9:1. To znamená, že vyděláváme skoro na devíti akciích z deseti, které koupíme. Úspěšnost našich krátkých pozic tak vysoká není. Krátké pozice navíc vyžadují disproporční množství času a energie. Naše průměrná dlouhá pozice je asi 5 % portfolia. Když se jí podaří dobře vybrat, může zisk činit klidně 100-200 %, což je 5-10 % procent celého portfolia.

Velikost jednotlivých krátkých pozic však musí být mnohem menší. V našem případě šlo zpravidla přibližně o 1 % portfolia a těchto pozic bylo vždy jen pár. 50% výnos na krátké pozici, což je možné považovat za velmi slušný výsledek, tak znamená jen půl procenta výnosu na celém portfoliu. Péče o krátké pozice je přitom náročnější než péče o dlouhé pozice. Vše začíná už samotnou analýzou společnosti. Zatím co na dlouhé straně se soustředíme na společnosti, které nemají žádný zásadní účetní, finanční nebo manažerský problém, na krátké straně právě takové společnosti vyhledáváme. Jejich analýzy zaberou mnohem více času. Sledování aktivní pozice a dynamické řízení rizika je u krátkých pozic také mnohem náročnější.

To všechno nás vedlo k závěru, že je lepší soustředit se plně na dlouhou stranu našeho portfolia a krátké pozice v jednotlivých akciích nadále neotvírat. Podle vývoje na trzích uzavřeme poslední krátkou pozici, kterou ještě držíme, a náš čas a úsilí raději plně napřeme do dlouhé strany portfolia. Na krátkých pozicích lze vydělávat a jejich pomocí spoluřídít rizikový profil portfolia. Jejich přínos

nám ale připadá neadekvátní úsilí a času, které by jim bylo nutné věnovat, pokud by zaujímaly větší část portfolia.

Tento závěr se může zdát jako samozřejmý, rozhodování však bylo o něco komplikovanější. V úvahu jsme brali i následující argumenty:

1. Jednotlivé krátké pozice nelze brát samostatně. Jsou součástí celého portfolia a mění jeho charakteristiku a rizikový profil. Především v obdobích výraznějších tržních poklesů působily naše krátké pozice velmi příznivě. Padaly zpravidla výrazně více než trh a brzdily pokles celého portfolia.
2. Sedm let hledání a analýz potenciálních krátkých pozic bylo pro nás výbornou školou, která naše vlastní analýzy posunula možná o třídu výš. Věřím, že bychom to mohli zúročit při výběru dlouhých pozic. Když člověk hledá něco, co nechce, lépe si uvědomí, jak má vypadat to, co chce. Zjistili jsme, že existuje něco, čemu říkáme paradox krátkých pozic - většina investorů by udělala lépe, kdyby se o krátké pozice nepokoušela, ale současně by většině investorů prospělo, kdyby se je pokoušela hledat.
3. Krátké pozice pomáhají zvyšovat efektivitu trhu a zlepšují funkci jeho cenotvorby. Řada investorů považuje krátké pozice za nějaké sázky na neúspěch nebo za příliš negativistický přístup k investování. My to tak vůbec nevnímáme. Krátkou pozicí investor nevyjadřuje to, co by si přál, aby se stalo, ale to, co si myslí, že se stane. Mimochodem, o mnohem více peněz

přišli investoři kvůli vychvalování nadhodnocených akcií než kvůli upozorňování na akcie předražené. Trh potřebuje investory, kteří dělají krátké pozice, a mělo by jich být daleko více.

### Změny v portfoliu

Během loňského roku jsme postupně zužovali portfolio Vltava Fund. Cílem bylo ještě více zkoncentrovat naše investice do těch nejatraktivnějších titulů i za cenu, že se tím o něco sníží diverzifikace portfolia fondu. Loni jsme tedy koupili jednu a prodali celkem pět akcií. Tou poslední bylo ITV.

Naše původní investiční teze se dala shrnout následovně. ITV je společnost s velmi silným postavením na trhu, zcela dominantní na britském trhu komerčních TV a významný a osvědčený tvůrce obsahu. Hlavním příjmem společnosti jsou příjmy za reklamu. Ty byly v cyklickém útlumu kvůli blížícímu se Brexitu a také kvůli celkové reklamní recesi v Evropě. Akcie ITV se nám jevily jako velmi levné, podpořené vysokou dividendou a volným cash flow.

Bohužel se ukázalo, že jsme úplně nedocenili vliv sekulárního přesunu od tradičních forem reklamy (TV) k reklamě digitální. Hodnota společnosti tak stagnuje a stagnace ji pravděpodobně čeká i v nejbližších letech. Díky tomu, že jsme akcie původně kupovali opravdu levně, neprodělali jsme na nich ani v případě, že jsme měli chybný odhad vývoje společnosti. Peníze jsme ale mohli samozřejmě investovat i lépe.

### Loňský rok

Když se ohlédneme zpět za loňským rokem, máme z něho smíšené pocity. Na jedné straně, pokud vezmeme celé naše portfolio jako celek, zisky společností, které vlastníme, výrazně vzrostly (letos čekáme, že dále porostou) a pokud bychom byli private equity fond a oceňovali akcie oceňovacím modelem na základě jejich fundamentální hodnoty, měli bychom loni slušný dvouciferný kladný výsledek. Protože však oceňujeme akcie jejich aktuálními cenami, jejich fundamenty se mísí s psychologií trhu. Ta dokáže být nevyzpytatelná a v krátkém období může hrát hlavní roli. Poté, co akciové trhy v lednu dosáhly lokálního maxima, po zbytek roku spíše klesaly. V závěru roku se tento pokles urychlil a rok 2018 tak byl nakonec náš nejhorší za celých deset let, po které praktikujeme současnou investiční strategii.

Náš celkový výnos za těchto deset let činil 273,6 %, což je průměrný roční růst o 14,1 %. Pro srovnání, světové akcie reprezentované indexem MSCI World zaznamenaly za stejné období nárůst o 112,7 %. Fundamentální hodnotu portfolia Vltava Fund se nám podařilo loni zvýšit na nové maximum a je aktuálně o 64 % vyšší, než ceny našich akcií. U několika našich akcií se rozdíl mezi hodnotou a cenou blíží 100 %.

V prostředí klesajících trhů si člověk pořád dokola klade otázku, co mohl udělat jinak. Největší nebezpečí potom spočívá v tom, když investor pod tlakem emocí a vlastní psychologie opustí svůj investiční přístup, jehož logice rozumí, snaží se aktivně časovat trh a těmito transakcemi napáchá nenapravitelné škody v portfoliu. Toho jsme si dobře vědomi a snažíme se proto být co

nejméně aktivní. Může to znít jako paradox, ale právě umět nedělat nic tváří v tvář rozkolísaným trhům a okolnímu tlaku je možná to nejtěžší. Historie ukazuje, že je to z dlouhodobého hlediska dobrý přístup.

Na jaře roku 1991 jsem byl poprvé v New Yorku. Bydlel jsem u příbuzných, kteří oba pracovali na Wall Street. Zřejmě i díky tomu jsem tenkrát zaregistroval, že index Dow Jones poprvé v historii překonal hranici 3 000 bodů. Byla to velká událost a v novinách tomu byly věnovány palcové titulky. Dnes je tento index 8x výše. Během té doby jsme přitom zažili dva opravdu hluboké propady trhů (2000-2003 a 2008-2009) a velký počet drobnějších 10-20% korekcí, jaké jsme loni měli dvě.

Osminásobek je hodně vysoký výnos. Dosáhl ho však pouze ten investor, který byl trpělivý a zůstal po celou dobu zainvestovaný. Historická data naznačují, že investoři, kteří se pokoušeli o časování trhů, to znamená o vylepšení svých výnosů tím, že se snažili předvídat krátkodobější pohyby trhů a nakupovat a prodávat své investice v jejich anticipaci, dosáhli nakonec v průměru nikoliv osminásobek, ale jen asi trojnásobek.

My se snažíme o něco podobného. Nehodláme se pokoušet časovat trh a podle toho měnit portfolio fondu. Pokud se nám nějaká akcie zdá dostatečně atraktivní, tak ji koupíme, pokud ne, tak ji nekoupíme. Je pravda, že přihlížíme k tomu, v jaké fázi ekonomického cyklu se společnost nachází, to je ale úvaha, která se týká fundamentu společnosti a nikoliv časování trhů. Vždycky říkám, že investování je otázkou pravděpodobnosti. Pravděpodobnost toho, že dokážeme nalézat fundamentálně podhodnocené akcie, je mnohem větší, než

pravděpodobnost toho, že dokážeme časovat trh. Tento přístup funguje, ale vyžaduje velkou dávku trpělivosti. Slovy Warrena Buffetta: akciový trh je mechanismus, který přesouvá peníze od netrpělivých k trpělivým. Právě během větších tržních poklesů je největší nebezpečí toho, že některým investorům dojde trpělivost, hodí ručník do ringu, prodají akcie za nízké ceny a část jimi vlastněné hodnoty se přesune na ty, kteří trpělivost mají.

Jak si v těchto dobách počíná na trzích právě Warren Buffett? Během třetího čtvrtletí loňského roku, což jsou poslední data, která zatím jsou k dispozici, nakoupila Buffettem řízená společnost Berkshire Hathaway na trhu akcie za 14 miliard dolarů. Jde o největší čtvrtletní nákup za hodně dlouhou dobu. Převážná většina peněz šla na nákupy akcií bank, což jsou společnosti citlivé na ekonomický vývoj a ceny byly ve třetím čtvrtletí o poznání vyšší, než jsou teď. Čas ukáže, jak dobré tyto investice jsou, rozhodně to však nevypadá, že by Buffett byl nějakým pesimistou ohledně budoucího vývoje americké ekonomiky.

Investiční portfolio Berkshire Hathaway má velikost 333 miliard dolarů. Z toho 18 miliard je v dluhopisech, 218 miliard v akciích a zbytek v hotovosti. Kromě toho má Berkshire investováno dalších přibližně 250 miliard v akciích neveřejně obchodovaných společnostech. Buffett sám má navíc prakticky všechn svůj majetek v akciích Berkshire. Investiční strategie využívající především akcie fungovala Buffettovi výborně posledních 60 let a není důvod se domnívat, že budoucnost bude diametrálně jiná. Věříme, že akcie i nadále zůstanou dlouhodobě nejvýnosnější třídou aktiv, i když to tak někdy nevypadá.

Já mám všechny své investice ve Vltava Fund a fond samotný je plně zainvestován. Nemám nejmenší ponětí ohledně toho, kterým směrem se budou v nejbližší době pohybovat trhy, a je docela dobře možné, že ceny akcií půjdou ještě níže před tím, než zamíří vzhůru. Když se ale podívám na posledních deset let Vltava Fund, dnešní portfolio bych neměnil se žádným portfoliem z té doby.

P. S. Když jsem během vánočních svátků dopisoval poslední řádky tohoto dopisu akcionářům, náš fond zaznamenal velký úspěch. Během podzimu jsme obdrželi nečekaný email z jedné z největších francouzských pojišťoven. Byl krátký a sděloval přibližně toto: již několik let vás sledujeme a teď bychom vám rádi dali nějaké peníze.

Daniel Gladiš, leden 2019

Pro více informací

Navštivte [www.vltavafund.com](http://www.vltavafund.com)

Napište [investor@vltavafund.com](mailto:investor@vltavafund.com)

Sledujte [www.facebook.com/vltavafund](https://www.facebook.com/vltavafund)

---

Tento dokument vyjadřuje názory autora v době, kdy byl napsán a je určen výhradně pro edukativní účely.

Naše odhady a projekce týkající se budoucnosti jsou založeny na důkladné analýze. Přesto mohou být a pravděpodobně i občas budou chybné. Nespolehejte na ně a při svých investičních rozhodnutích vezměte v úvahu i vlastní názor. Odhad vnitřní hodnoty akcie nutně obsahuje prvky subjektivity a může se ukázat jako příliš optimistický nebo naopak příliš pesimistický. Dlouhodobá konvergence ceny akcie a její vnitřní hodnoty je pravděpodobná, nikoliv však garantovaná.

Informace obsažené v tomto komentáři mohou obsahovat prohlášení, která, pokud nejsou citacemi historických skutečností, tvoří „výhledová prohlášení“ ve smyslu platných

Těsně před koncem roku se tato investice realizovala a věříme, že je to začátek velmi dlouhodobého vztahu. Pro nás je to navíc velká čest a vyznamenání. Pojišťovny jsou velkými a dlouhodobými investory a v hierarchii prestiže nad nimi už stojí jen nadační fondy velkých amerických univerzit. S některými z nich taky hovoříme a věřím, že i ony jednou budou mezi našimi akcionáři.

Když jsme zakládali Vltava Fund, chtěli jsme tím umožnit vnějším investorům nechat si své peníze spravovat společně s našimi vlastními. Postupně se do fondu přidávaly fyzické osoby, korporace, finanční holdingy, investiční fondy, církve a nově i první pojišťovna. Je to další z našich splněných snů a netrvalo to ani 15 let.

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 skutečné 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 odrážela 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 nabývání, 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 nesmějí být nabízeny investorům v České republice v rámci veřejné nabídky, jak se uvádí v § 34 odst. 1 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu („Zákon o podnikání na kapitálovém trhu“).

Fond je zapsaný na seznamu České národní banky v kategorii Zahraniční fondy srovnatelné s fondy kvalifikovaných investorů (bez EuSEF a EuVECA) obhospodařované obhospodařovatelem oprávněným přesáhnout rozhodný limit.

Výnosnost v jakémkoli období v minulosti nemusí nutně znamenat, že podobné výsledky lze očekávat i v budoucnosti. Výnosy u jednotlivých investic jsou neauditované, jsou uváděny v přibližné výši a mohou zahrnovat dividendy i opce.

---

© Copyright 2019 Vltava Fund SICAV, plc a [www.vltavafund.com](http://www.vltavafund.com) – Všechna práva vyhrazena.

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