

Za pasivní investování zaplatíme společně vysokou cenu

Dnes ráno jsem při čtení výroční zprávy kanadské společnosti Constellation Software narazil na velmi zajímavou větu. V úvodním Dopise akcionářům ji napsal zakladatel a šéf společnosti Mark Leonard: „(indexoví investoři) kupují naše akcie, protože jsou součástí nějakého indexu, který kopírují. Jejich činnost je dána vzorcem. I přesto, že mohou být dlouhodobými investory, je velmi obtížné najít někoho, s kým bychom v těchto indexujících institucích mohli mluvit a pokud se nám to podaří, málokdy vůbec o nás něco vědí.“

Tato věta dobře vystihuje to, co mi v souvislosti s indexovým investováním dělá starosti. Indexové investování dělá trh ještě více neefektivním tím, že potlačuje jeho cenotvornou funkci a v konečném důsledku snižuje i výkon celé ekonomiky.

Akciový trh je místo, kam společnosti přicházejí pro kapitál, který potřebují ke svému podnikání. Ten získávají od investorů prostřednictvím emisí akcií. Na oplátku za to investorům v průběhu své existence vyplácejí výnosy ze svého zisku. Sekundární trh je potom určen k tomu, aby investoři podle svých potřeb mohli se svými podíly obchodovat.

Aby trh dobře fungoval, musí v něm být zabudovány mechanismy, které budou jednotlivé ceny tlačit k jejich rovnovážným hodnotám. Kapitál vždy bude mít tendenci směřovat tam, kde bude kombinace výnosu a

rizika nejatraktivnější. Pokud bude na trhu působit velké množství investorů, kteří se budou snažit identifikovat atraktivní investiční příležitosti, potom budou právě do nich směřovat své peníze. Tím jejich ceny podhodnocených akcií porostou a jejich původně nadprůměrná atraktivita se bude blížit průměru. Naopak původně neatraktivní investiční příležitosti budou čelit odlivu kapitálu a poklesu cen. Jejich původně podprůměrná atraktivita se bude také přibližovat průměru.

Tento proces probíhá neustále a je jednou z hlavních příčin pohybů cen akcií. Neustálá aktivita těchto aktivních investorů zajistí, že proces cenotvorby, tedy proces, při kterém si ceny hledají svou rovnovážnou polohu, bude dostatečně robustní. Kapitál poteče tam, kde lze očekávat nejvyšší výnos pro investory a dlouhodobě i do těch společností, které ho dokáží nejlépe zhodnotit. Čím vyšší jsou výnosy kapitálu na úrovni firem, tím vyšší je i celková produktivita ekonomiky. Růst každé ekonomiky je závislý pouze na dvou faktorech. Na růstu počtu obyvatel a na růstu produktivity.

Posloupnost je zde jasná. Chceme-li mít rychle rostoucí ekonomiku, musíme mít rychle rostoucí produktivitu. Pokud chceme mít rychle rostoucí produktivitu, musíme mít vysoké výnosy kapitálu. Pokud chceme mít vysoké výnosy kapitálu, potřebujeme mít efektivní proces cenotvorby na kapitálových trzích. Pokud chceme mít efektivní proces

cenotvorby, musíme mít dostatečný počet aktivních investorů.

Otázka zní: máme dostatečný počet aktivních investorů? V práci autorů Ben-David, Franzoni a Moussawi nazvané „Exchange Traded Funds (ETFs)“ a publikované v Annual Review of Financial Economics se lze dozvědět, že na konci roku 2016 činil podíl pasivních investorů na americkém akciovém trhu 38 %. Téměř dvě pětiny akciových aktiv je tedy investováno bez jakéhokoliv přemýšlení o tom, co a za kolik se kupuje. Podíl pasivních investorů navíc rychle roste. V roce 2011 činil 30 % a v roce 2006 21 %. Pokud bude tento trend pokračovat, velmi brzy bude pasivním způsobem (bezmyšlenkovitě) investována většina peněz.

Ve skutečnosti však jsme už daleko za touto hranicí. Pokud k pasivním investorům připočteme i ty, kteří se sice tváří jako aktivní, ale ve skutečnosti úzce kopírují nějaký index a pokud vezmeme v úvahu, že tzv. free float, tedy počet akcií, který se obchoduje, je výrazně nižší, než celkový počet akcií v oběhu (pasivní investování ve skutečnosti free float snižuje), pak nutně dojdeme k závěru, že počet pasivně řízených peněz už dávno tvoří většinu a dále rychle narůstá.

Jak v takovém prostředí asi probíhá proces cenotvorby? Čím dál tím hůř. Neefektivita celého trhu je ještě znásobena tím, že pasivní investování pokřivuje údaje o volilitě a korelacích a tím vysílá investorům zavádějící informace ohledně rizik, která podstupují. To všechno má za následek nižší efektivitu trhu a nedostatečnou úroveň cenotvorby, nižší výnosy kapitálu, nižší růst produktivity a nižší růst ekonomiky. Pasivní investování nás

všechny dohromady stojí kus ekonomické prosperity.

Pasivní investování má ještě jeden další výrazně negativní dopad na firmy a ekonomiku. Zvyšuje váhu problému ve vedení firem, který ekonomická teorie nazývá „principal-agent problem“. Jde o to, že managementy firem jsou v pozici tzv. „agent“, tedy toho, kdo dělá rozhodnutí jménem jiné osoby, tzv. „principal“, což jsou v našem případě akcionáři. Problémem je tento vztah proto, že zájmy obou stran nemusí být a většinou ani nejsou stejné. Managementy firem mají svůj vlastní zájem, který v řadě případů upřednostňují nad zájmem akcionářů.

Mechanismem, který má držet managementy firem jakž takž pod kontrolou, je v rámci možností aktivní účast akcionářů při řízení firem. V případě veřejně obchodovaných společností, kdy je vlastnictví často velmi rozptýlené, je aktivní činnost už tak dosti obtížná. Pokud se ale většina akcionářů rekrutuje z řad pasivních investorů, kteří jednak nevědí o konkrétní společnosti téměř nic, a za druhé jejich schopnost a ambice do vedení firem nějak aktivně zasahovat se blíží nule, nemůže to být nic dobrého.

Pokud bychom měli možnost navrhnout ideální fungování kapitálového trhu, pasivní investoři by v nich hráli okrajovou roli a managementy firem by byly pod přísným dohledem aktivních investorů. Bohužel od tohoto ideálu se čím dál více vzdalujeme díky současnému rozmachu pasivního investování. I tento trend se sice jednou otočí, mezi tím ale za to zaplatíme všichni společně vysokou cenu. Investujte opatrně!

Daniel Gladiš, 9. 5. 2018

Pro více informací

Navštivte www.vltavafund.com

Napište investor@vltavafund.com

Sledujte 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 mohou být a pravděpodobně také budou chybné. Nespoléhejte na ně a při svých investičních rozhodnutích používejte i vlastní selský rozum.

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 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 2018 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.