

Anatomie jednoho obchodu

Se V Dopise akcionářům publikovaném na začátku dubna 2020, tedy uprostřed velkého propadu trhů, jsme psali o nákupu čtyř nových akcií. Jednu z nich jsme popsali takto:

„...čtvrtá je speciální příležitost s kratší očekávanou dobou držení. Delší čas jsme upozorňovali na to, že skutečnost, že většina peněz je spravována pasivními nebo skrytě pasivními fondy, bude znamenat, že jakmile z nich začnou investoři ve větší míře vybírat peníze, tyto fondy budou mít problém najít dostatek kupců. To se také během března stalo a zejména ETF, jejichž slibovaná likvidita je mnohem vyšší než likvidita aktiv, které drží, s tím měly velký problém. Nezbylo jim než vyprodávat své pozice téměř za jakékoliv ceny. To přinášelo zajímavé příležitosti a jednu z nich jsme využili. Krásná ukázka toho, jak se může bohatství snadno přesunout z pasivních na aktivní investory. Pokud bude podíl pasivně investovaných peněz dále narůstat, tyto příležitosti se budou objevovat stále častěji.“

Tenkrát jsme nezmínili, o kterou akcii šlo, protože atraktivní příležitost k jejímu nákupu stále ještě přetrvávala a nechtěli jsme naše know-how, za které nás naši akcionáři platí, vytrubovat do světa. Teď už můžeme říct, že šlo o sérii B preferenčních akcií TGP. Jde o kumulativní preferenční akcie s nominální hodnotou 25 dolarů a dividendou 2,125 dolarů, což dává při ceně 25 dividendový výnos 8,5 %.

Známa poučka říká, že jedny z nejlepších investic pocházejí z transakcí, kdy na jedné

straně stojí někdo, kdo prodává nebo nakupuje z donucení, proti své vůli a bez ohledu na cenu a likviditu. Není to jen akademická říkanka, k těmto příležitostem opravdu dochází a naše nákupy TGP-B akcií mezi ně spadají.

Za normálních okolností se akcie TGP-B obchodují na úrovni své nominální hodnoty nebo dokonce i nad ní. Dividendový výnos je při těchto cenách velmi atraktivní a při silných fundamentech TGP i relativně bezpečný. Akcie nejsou moc likvidní a mají denní likviditu průměrně kolem 25 000 akcií. Celkový počet akcií v oběhu je 6 800 000. Malá likvidita je dána částečně tím, že nezanedbatelný podíl z nich drží různé indexové fondy a ETF. S tím také souvisí investiční příležitost, která se v nich otevřela loni v březnu.

Když byl na většinu velkých ekonomik uvalen lockdown a trhy začaly prudce klesat, řada ETF čelila výběrům peněz. ETF fondy z principu svého fungování nedrží téměř žádnou hotovost, a když z nich investoři vybírají peníze, musí prodávat svá aktiva, aby získaly hotovost na odkup svých akcií a vyplacení odcházejících investorů. Na tom není nic neobvyklého. Tento mechanismus se týká v podstatě všech otevřených fondů, mezi něž ETF také patří.

Problém nastane v okamžiku, kdy výběrů je příliš ve srovnání s likviditou aktiv, které ETF drží. ETF samy totiž umožňují denní a prakticky neomezenou likviditu pro své investory. Jejich portfolia však jsou často mnohem méně likvidní. ETF, která se zaměřují na preferenční

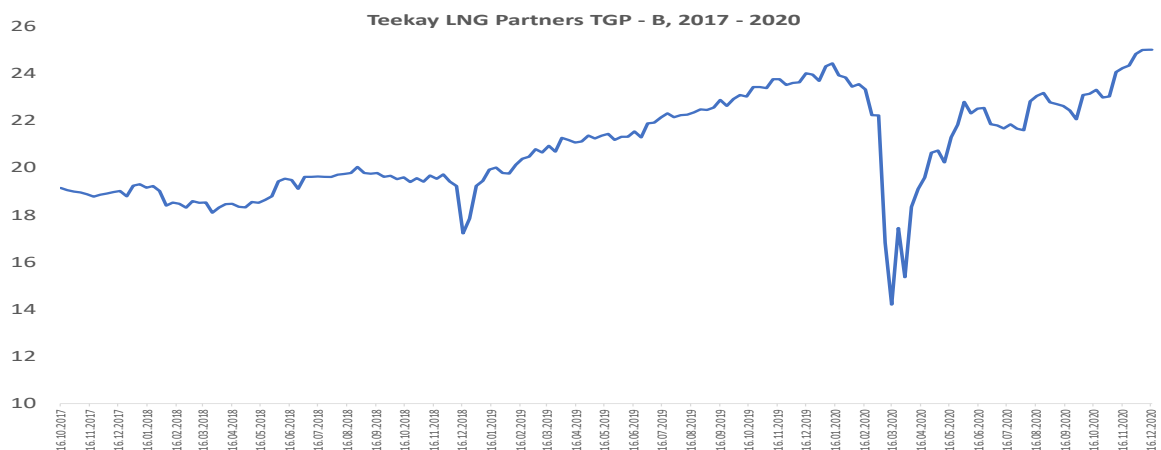
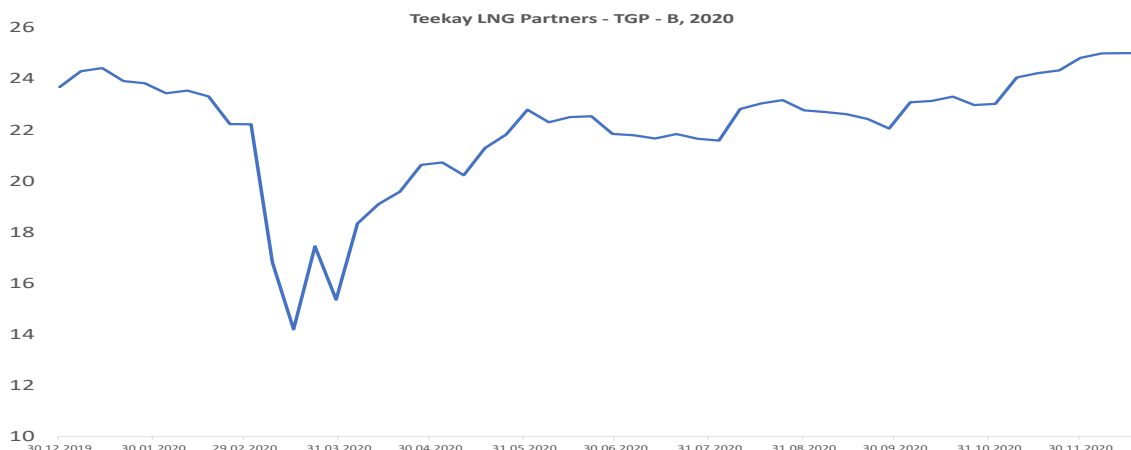
akcie, měly loni na jaře velký likviditní problém. Pokud nějaký fond drží třeba jen 500 000 akcií TGP-B a musí je rychle prodat, potom průměrná denní likvidita 25 000 akcií představuje problém.

ETF nemohou s prodeji čekat, protože na konci dne musí mít hotovost na vyplacení odcházejících investorů. Musí prodávat prakticky za jakékoliv ceny, ať už se jim to líbí nebo ne. Prodávají tedy z donucení, proti své vůli a bez ohledu na cenu. Když se podíváte na průběh obchodů s akciemi TGP-B v průběhu jara 2020, dostanete pěkný obrázek o naléhavosti situace. Akcie se ještě v půlce února obchodovaly nad svou nominální hodnotou 25 dolarů. Potom na ně dolehly

nucené výprodeje ze strany ETF, cena začala prudce klesat a objemy obchodů prudce stoupat. Celý proces vyvrcholil 18. března, kdy se cena během dne dostala pod 12 dolarů, a objem obchodů činil 309 000 akcií.

Při ceně 12 dolarů byl dividendový výnos akcie 17,7 %. TGP známe poměrně dobře a při dlouhodobosti a typu jejich kontraktů jsme si byli téměř jistí, že nebudou recesí roku 2020 výrazněji dotčeni. (To se nakonec ukázalo jako správný předpoklad, protože rok 2020 byl pro TGP ve všech ohledech rekordní.)

Propad ceny jsme sledovali v přímém přenosu. Skoro se nám nechtělo věřit, že by nám byl někdo ochotný za tak nízké ceny tyto akcie prodávat. Ve skutečnosti však asi bohužel



většina konečných akcionářů fondů, které akcie TGP-B házely do trhu, vůbec netušila, co se s jejich penězi děje. Jako jediná možná reakce se nám jevil jejich nákup. Předpokládali jsme, že vynucené prodeje dříve nebo později odezní, trh se začne vracet do normálu a dříve nebo později se i preferenční akcie TGP vrátí na svou obvyklou úroveň kolem 25 dolarů. To vše navíc ještě při velké čtvrtletní dividendě a ceně peněz, která klesla skoro na nulu. To se taky přesně stalo. Viz první graf.

V druhém grafu je vidět, že podobná, ale menší epizodka, proběhla v těchto akciích i v závěru roku 2018. Očekáváme, že podobné situace se budou objevovat i nadále a to v čím dál více se rozšiřujícím spektru cenných papírů. Drtivá dominance pasivního investování způsobuje, že rozpor mezi likviditou samotných ETF a jejich podkladovými aktivy stále narůstá a postupně zasahuje větší část trhu. Když do těchto pasivních fondů tečou peníze, musí automaticky a bez ohledu na ceny kupovat, co

jim předepisuje jejich benchmark. Když jim peníze odtékají, musí automaticky a bez ohledu na ceny prodávat.

Už delší dobu se snažíme varovat před situací, že v případech, kdy investoři začnou z pasivních fondů vybírat peníze, což je vždy jen otázkou času, může se lehce stát, že pasivní fondy nebudou mít komu svá aktiva prodat a pro vyrovnání mezi nabídkou a poptávkou bude muset dojít k výraznému poklesu ceny. Není to snaha o nějaké strašení. Jen se snažíme upozorňovat na to, že současný charakter trhu a umístění aktiv výrazně změnilo jeho dynamiku. Malá případová studie našeho obchodu s preferenčními akciemi TGP ukazuje, že k těmto věcem už i dávno dochází a je možné je využít ve svůj prospěch.

Investujte opatrně!

Daniel Gladiš, leden 2021

Navštivte www.vltavafund.com

Napište nám investor@vltavafund.com

Sledujte nás na www.facebook.com/vltavafund nebo <https://twitter.com/danielgladis>

Disclaimer :

Fond je licencován Malta Financial Services Authority (MFSA) jako Alternative investment fund . Fond je zapsán na seznamu České národní banky v kategorii Zahraniční fondy srovnatelné s fondy kvalifikovaných investorů (bez EuSEF a EuVECA) obhospodařované obhospodařovatelem oprávněným přesáhnout rozhodný limit.

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. Nespoléhejte 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

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 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 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.