



INDEXY A INDEXOVÉ INVESTOVÁNÍ

Vážení akcionáři,

v současné době jsme svědky trendu, kdy investoři houfně přesouvají své peníze z aktivně spravovaných fondů do fondů pasivních čili indexových. Debata na téma aktivní versus pasivní investování není nová, opakovaně se vrací už několik desetiletí s tím, že střídavě mají navrch obě strany. Tentokrát se zdá, že vítězí pasivní investování, a trend přesunu peněz do pasivních fondů opravdu v posledních letech akceleroval. Co to pro nás znamená? Máme naskočit do stejného vlaku nebo raději ne a spíše využít příležitosti, které nám tento trend přináší? O tom je tento dopis. Začněme tím, že se podíváme na některá čísla. Většinou se budeme věnovat americkému trhu, protože zde zašel tento trend nejdále.

Toky peněz do indexových fondů

Indexové fondy jsou fondy, které se snaží kopírovat výnos určitého koše akcií neboli indexu. Není to vůbec nový produkt, ale k jeho skutečnému rozmachu došlo až v posledních letech. Podle Credit Suisse vzrostla suma peněz investovaných v amerických investičních fondech z 287 miliard dolarů v roce 1989 na 8,7 biliónů dolarů na konci roku 2016. Za stejnou dobu vzrostl objem peněz indexových fondů z 3 miliard dolarů na 2 bilióny dolarů, přičemž jen za poslední 4 roky se zdvojnásobil. V roce 1989 tedy indexové fondy tvořily přibližně 1 % trhu, dnes tvoří 23 % aktiv ve správě fondů. Za posledních deset let odteklo z aktivně řízených

fondů 1,2 biliónů dolarů a 1,4 biliónů dolarů přiteklo do fondů indexových.

Tento bezprecedentní pohyb peněz deformuje trh, mění jeho dynamiku, přináší obrovská rizika na straně jedné a příležitosti na straně druhé. Než se k nim dostaneme, podívejme se nejdříve na to, jak jsou vlastně indexy tvořeny.

Jak jsou utvářeny indexy

Jako příklad použijeme nejrozšířenější index S&P 500. Ten zahrnuje 500 předních amerických společností, které dohromady představují asi 80 % celého amerického trhu. Jednotlivé společnosti jsou zastoupeny v indexu úměrně své tržní kapitalizaci. Největší podíl má Apple, jehož tržní kapitalizace je přibližně 800 miliard dolarů, nejmenší společnost v indexu má kapitalizaci 2,7 miliard dolarů. Deset největších společností dává dohromady 19,1 % celého indexu.

Důležité však je, že složení indexu není stálé, ale téměř nepřetržitě se mění. Váhy jednotlivých společností v indexu jsou průběžně upravovány podle toho, jak se mění jejich tržní kapitalizace. Čím více nějaká akcie stoupá, tím větší váhu v indexu má. Větší váha v indexu potom znamená, že do této akcie proudí více z peněz přitékajících do relevantního indexového fondu. Tím jsme se dostali k prvnímu důležitému poznatku. Čím je nějaká akcie dražší, tím více peněz do ní proudí. Říkám tomu perverzní cyklus indexového investování. Když nějaká akcie stoupá, její váha v indexu roste, to znamená,



že je do ní alokováno větší množství peněz pasivně investovaných do indexu, což znamená, že akcie roste ještě více, její váha v indexu se dále zvětšuje a to přitahuje ještě více peněz. Cyklus se uzavírá a sám sebe živí jako nějaké perpetuum mobile. Současně to ale znamená, že peníze z akcií, které se stávají čím dál levnější, spíše odtékají.

GM vs. Tesla

Určitě si pamatujete, když jsme na našem minulém výročním setkání akcionářů debatovali o ocenění dvou automobilek – GM a Tesly. Zrovna v té době totiž obě měly přibližně stejnou tržní kapitalizaci ve výši 50 miliard dolarů. Udělali jsme si tenkrát takovou malou anketu. Investor má k dispozici 50 miliard dolarů a musí si vybrat mezi tím, zda si za ně koupí celé GM nebo celou Teslu. Investor, který si vybere GM, si může na konci roku odnést domů 9 miliard dolarů zisku, zatímco investor, který si vybere Teslu, bude do ní muset na konci roku další dvě miliardy vložit, aby vůbec přežila. Když jsme nechali hlasovat, nenašel se nikdo, kdo by si vybral Teslu, a všichni hlasující se přiklonili k GM.

„Moudrost“ fungování indexových fondů však stále tlačí akcie GM dolů a akcie Tesly nahoru. GM dosahuje velký zisk, vyplácí velkou dividendu a masivně kupuje vlastní akcie za šestinásobek ročního zisku. Tím počet akcií v oběhu klesá, tržní kapitalizace neroste a váha akcií GM v indexu klesá. Na druhé straně Tesla potřebuje každý rok nové a nové peníze na zalepení svých ztrát a musí opakovaně vydávat nové akcie. Protože trh zatím stále ignoruje neschopnost Tesly vytvořit jediný dolar zisku, cena nejenže stále roste, díky emisím nových akcií roste ještě rychleji její tržní kapitalizace a s ní i váha v indexu.

Paradoxně tak peníze díky pasivnímu investování minimálně na relativní bázi odtékají z akcií levné a ziskové společnosti a přitékají do akcií drahé a permanentně ztrátové společnosti. Kolik pasivních investorů si něco takového uvědomuje?

Problém číslo jedna – drahost indexu

Podle Wall Street Journal je 41 % letošního růstu indexu S&P 500 tvořeno růstem cen těchto pěti akcií – Facebook, Amazon, Apple, Google a Microsoft. Je to jednoduše výsledek toho, jak indexy fungují. Do největších společností teče nejvíce peněz bez ohledu na to, jak jsou drahé. A drahé opravdu jsou. Jan Dvořák položil nedávno v jednom debatním fóru zajímavou otázku: tipněte PE, kdyby Facebook, Amazon, Apple, Google a Microsoft byly jedna firma. Hned jsem si to běžel spočítat a vyšlo mi 30,6. To není zrovna málo, že?

Někdo může namítnout, že tito lídři trhu si toto vysoké ocenění zaslouží, protože mají před sebou skvělou budoucnost. Možné to je, ale na tomto místě bych rád připomenul článek z časopisu Fortune ze srpna 2000, nazvaný „Deset akcií pro příští dekádu“ (Ten Stocks To Last The Decade). Šlo o tehdejší lídry trhu – Nokia, Nortel, Enron, Oracle, Broadcom, Viacom, Univision, Charles Schwab, Morgan Stanley a Genentech. Také to tenkrát vypadalo, že jim patří budoucnost a také se nehledělo na to, že jejich akcie jsou podle všech rozumných měřítek drahé. Během následujících dvanácti let ztratily tyto akcie 74,3 % své ceny.

Neexistuje investiční myšlenka, která by byla za všech okolností dobrá nebo špatná. Vždy o tom spolurozhoduje cena investice. A v tom je



hlavní problém dnešního indexového investování. Podle údajů ze stránek Standard and Poor's je PE indexu S&P 500 aktuálně 24,1. Je to měřeno podle reportovaných zisků (nikoliv různě společnostmi a makléři upravovaných a vylepšovaných čísel) ke konci března 2017 (nejčerstvější známé údaje). Zisky indexu byly 100,29 a hodnota indexu na konci června 2423,41. To dává PE 24,1. Při této drahosti trhu lze podle nás očekávat v příštích deseti letech výnos indexu na úrovni kolem 2 % ročně. Moje představy o atraktivní investici jsou jiné. Investicí do indexu S&P 500 se dnes investoři nevědomky zavazují k velmi nízkému výnosu. Myslím, že není náhoda, že americký trh je z velkých trhů nejdražší a že na něm zašlo indexové investování nejdále. Určitě to spolu souvisí. Jiné větší trhy jsou o poznání levnější a i proto máme na americkém trhu investováno jen zhruba třetinu portfolia.

Tlačénice

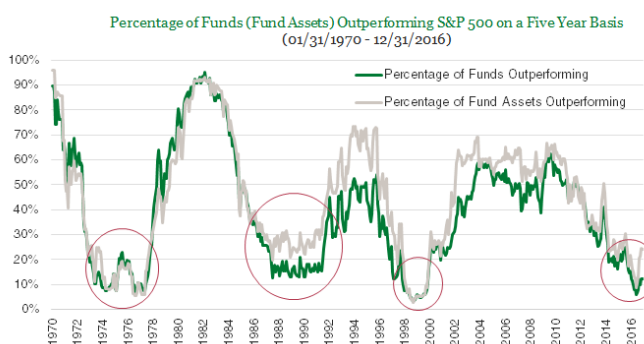
Masivní nával peněz do indexových fondů přináší ještě další rizika. Těmi dvěma hlavními jsou tlačénice (v angličtině se používá slovo crowding) a nebezpečí nízké likvidity. Když se původně jednoduché a dobré myšlenky pasivního investování chopí masy a dotáhnou ji do extrému, vznikne tlačénice. Například index Nasdaq a některé sektorové indexy jsou místa, kde je momentálně tlačénice největší.

Ke každému obchodu jsou potřeba dvě strany. Kupující a prodávající. Na straně kupujících stojí indexové fondy, do nichž peníze momentálně přitékají a na straně prodávajících stojí aktivně řízené fondy, z nichž peníze momentálně odtékají. Jak víme, tak z povahy věci kupují indexové fondy především ty nejdražší akcie. Aktivně řízené fondy jim je ochotně prodávají. Teď to ještě

vypadá, že indexové fondy jsou tím skutečným svatým grálem. Ve skutečnosti jsou v mnoha případech indexové fondy v podstatě jediným kupujícím. Obzvláště u akcií těch nejdražších a nejztrátovějších společností. Až se tento trend otočí, komu budou indexové fondy tyto akcie prodávat? Aktivním fondům? To těžko. Možná o 30 % nebo o 50 % níže. Možná to vůbec nepůjde. V situaci, kdy se indexové fondy dostanou z pozice jediného kupujícího do pozice jediného prodávajícího a dav investorů se z nich začne tlačít ven, narazí na obrovský problém nelikvidity a nemožnosti akcie prodat. Ti samí komentátoři, kteří dnes volají „indexové fondy navždy!“ začnou hlásat „už nikdy více indexové fondy!“.

Cykličnost

Dojde vůbec k takovému obratu? Myslím, že o tom není pochyb. Nebude to koneckonců poprvé. Viz následující graf. Relativní výkonnost aktivních a pasivních fondů je cyklická a často se otáčí spolu s otáčením celých trhů.



Zdroj: Nomura Instinet; Joseph Mezrich

Otázkou tedy není zda, ale kdy. Čím déle to bude trvat, tím dramatičtější ten obrat bude. Představte si absurdní situaci, kdy 100 % všech

peněz je investováno v pasivních fondech. To znamená, že vůbec nikoho na trhu nezajímá, kolik co stojí. Trh se zhroutí a nastane chaos. Je jasné, že k takovému extrému nikdy nedojde, trh by se totiž začal hroutit už mnohem dříve. I těch 23 % podílu pasivních fondů dnes s sebou nese vysoké riziko. Pasivně investovaných peněz je ve skutečnosti mnohem více, protože řada aktivních fondů v praxi svá portfolia do větší či menší míry indexuje, aniž by se k tomu navenek hlásila. Myslím, že už jsme daleko za hranicí toho, co by byl trh schopen v případě otočení trendu absorbovat.

Řada věcí na trhu je cyklické povahy. Od začátku 90. let, kdy jsem na trzích začínal, proběhlo několik změn v trendu chování investorů vůči aktivním a pasivním fondům. Aktivní investování bylo vychvalováno v polovině 90. let, kolem roku 2004 a těsně po Velké finanční krizi. Naopak pasivní investování dominovalo na začátku 90. let, na jejich konci, těsně před Velkou finanční krizí a dnes. Všimněte si, že k aktivnímu investování se lidé přiklánějí po velkých propadech trhu a naopak před nimi se upínají k pasivnímu investování.

Je to celkem snadno vysvětlitelné. Pasivní investování si vede lépe při dlouhodobém růstu trhu a především v jeho závěru, kdy do indexů naskakuje více a více investorů zlákaných zdánlivou snadností vydělávání peněz na býčím trhu a aktivnímu investování je dávana přednost po propadech trhu. Investoři tak vlastně reagují zpětně na minulý vývoj, přičemž dělat by měli přesný opak. V závěru býčího trhu se přiklonit k aktivním fondům. Úplně nejlepší znak blížícího se obratu je, když je aktivní investování

prohlašováno za mrtvé, jako je tomu často dnes.

Investoři však velmi často nevidí tuto cykličnost, extrapolují aktuální trend a v zásadě kupují to, co by měli koupit mnohem dříve. Současný trend přesunu peněz do indexových fondů musí dříve nebo později skončit. Je to nevyhnutelné, protože množství peněz v aktivních fondech má konečnou povahu. Paradoxní je, že pro investory, kteří se teď houfně přesouvají do indexových fondů, by bylo nejlepší, kdyby se trend otočil co nejdříve. Čím dříve, tím menší totiž budou jejich ztráty. Až se všichni indexoví investoři rozhodnou, že je čas z indexových fondů odejít, nechtěl bych být v jejich kůži.

Nejí pasivní investování ve skutečnosti jen mýtus?

Známý investor Jeff Gundlach tvrdí, že pasivní investování je ve skutečnosti jen mýtus. Jak víme, tak index není nějaké na trhu nezávislé a objektivní měřítko výkonnosti trhů. Jeho složení se mění v závislosti na vývoji trhu samotného, tedy v závislosti na tom, co má sám měřit a je navíc ovlivňováno rozhodnutími výboru společnosti, která index sestavuje a řídí.

Ve skutečnosti se pasivně nechovají ani pasivní investoři. Podle názvu pasivní investování by si člověk udělal představu, že pasivní investor si pořídí nějakou investici a potom s ní dlouho nic nedělá. Je pasivní. Naopak u aktivního investora se čeká, že bude aktivněji zasahovat do složení svého portfolia. Fakta však ukazují na přesně opačné chování těchto dvou skupin investorů. Sám Jack Bogle, zakladatel The Vanguard Group a hlavní propagátor pasivního investování, uvádí, že průměrný obrat akcií



v ETFs (Exchange traded funds – fondy pasivního investování) je 880 % ročně. To znamená, že pasivní investoři drží své investice v průměru asi 7 týdnů. Pro srovnání průměrná doba držení akcií v USA je asi 10 měsíců (ve Vltava Fund je to daleko déle).

Je tedy pasivní investování běžné nebo je to opravdu jen mýtus? Nevím, ale znáte někoho, kdo před dvaceti lety koupil index a dodnes ho drží? Nebo ještě lépe někoho, kdo před dvaceti lety začal kupovat index a kupoval každý měsíc až dodnes, ať se dělo na trzích cokoliv? Já ne. V teoretické rovině zní indexové investování rozumně, v praxi ale neznám nikoho, kdo by ho byl schopen dlouhodobě aplikovat. Spíše se mi zdá, že indexové fondy jsou magnetem pro spekulanty, kterým se líbí snadnost obchodování s nimi. O tom, že indexové fondy jsou mnohem častěji využívány spekulanty než dlouhodobými investory, svědčí i analýza Credit Suisse. Ta uvádí, že zatímco desetiletý výnos indexu S&P 500 (reprezentovaný ETF s tickerem SPY) za období končící rokem 2016 byl 6,9 % p.a., dolarově vážený výnos investorů v tomto fondu byl jen 3,5 % p.a. Indexové fondy jsou evidentně využívány především jako předmět krátkodobé spekulace.

Rozdíl mezi drobnými a velkými investory

Někteří významní investoři občas veřejně doporučují individuální investorům, aby využívali přednostně indexové fondy. Někdy se však zapomíná, ke komu vlastně hovoří. Často mají totiž na mysli „průměrného drobného investora“. V českém měřítku by se tak dal označit investor, který má příjmy dejme tomu ve výši dvojnásobku průměrné mzdy a jeho roční investice se mohou měřit

řádově na desítky tisíc korun. Pro takového investora je asi opravdu lepší, když se bude snažit budovat pasivní portfolio. Pro větší, sofistikovanější investory je podle mého názoru lepší, využívat aktivní správce aktiv a diverzifikovat napříč několika základními druhy aktiv.

I Buffett často hovoří o výhodách indexového investování pro běžné drobnější a méně zkušené investory, nenarazil jsem však na jediný případ, že by Berkshire Hathaway někdy investovala do nějakého indexu.

Pasivní investování je ve skutečnosti mnohem těžší, než se zdá. Aby bylo úspěšné, vyžaduje železnou vůli, odolnost, trpělivost a nezdolné přesvědčení o jeho správnosti. To je kombinace vlastností, která je hodně vzácná. Spolupráce s aktivním správcem peněz dokáže část těchto obtíží přenést z investora na jeho manažera a to může být pro řadu i sofistikovanějších investorů přece jen schůdnější cesta.

Existují situace, kdy je indexové investování vhodné i pro profesionální investory. Například pokud považují nějaký trh za podhodnocený a současně nemají dost vlastních kapacit nebo know-how na to, aby na něm vybírali jednotlivé investice. Ke splnění té první podmínky však má v současnosti americký trh hodně daleko.

Co to všechno znamená pro naše investování?

Otázka, kterou si možná teď kladete, zní: Přináší nám momentální příklon investorů k pasivním fondům příležitost nebo nás nějak ohrožuje?



Odpověď je zcela jednoznačná. Pro nás je tento trend úplně skvělý a skoro až škodolibě ho vítáme. Credit Suisse ve své studii týkající se aktivního a pasivního investování uvádí následující větu:

Nadvýnos = dovednosti x příležitost.

Je zcela evidentní, že rozmach pasivních fondů přináší příležitosti. Co může být lepšího, než když stále větší a větší část trhu kupuje bezmyšlenkovitě to, co je zrovna zastoupeno v indexech a vůbec je nezajímá, kolik to stojí. Drtivá většina pasivně investovaných peněz je „spravována“ třemi společnostmi – BlackRock, Vanguard a State Street. Slovo spravována asi není na místě, protože u pasivního investování moc o správu nejde. Spíš bych použil slovo administrována. Tyto tři společnosti jsou spíše zaměřeny na hromadění aktiv, než na jejich správu. V podstatě se dá i těžko hovořit o tom, že by jim na výsledcích investic nějak záleželo, vždyť přece investovat musí tak, jak to diktuje složení indexu a od toho se pak odvíjí i výnos.

Paradoxní je, že bez ohledu na to, jak moc bezmyšlenkovitě, automaticky a draze pasivní fondy investují, jejich výsledky budou vždycky rovny výnosu indexu. To vyplývá z definice indexového investování. Jaké ale srovnání index ve skutečnosti poskytuje, když indexové fondy ho svou činností spoluvytváří, mění a deformují?

Je to asi stejné, jako když budu svůj dnešní výkon v běhu na 10 km poměřovat právě tím dnešním výkonem. Vždycky se budu moci tvářit spokojeně, protože můj výsledek bude vždy roven indexu a to bez ohledu na to, jestli jsem běžel 35 nebo 45 minut.

Nějaká cenotvorba, úvahy o hodnotách jednotlivých firem nebo dokonce o řízení rizika

se pasivních investorů vůbec netýkají. Index je index a hotovo. V takovém prostředí a s takovými soupeři se nám dobře investuje. Čím více peněz bude v pasivních fondech, tím méně bude trh efektivní v oceňování jednotlivých akcií a tím aktivnější budeme my. Naší největší konkurenční výhodou je trpělivost a dlouhodobost. O tom, že pasivní investování deformuje trh a přináší pro aktivní investory nové příležitosti, není vůbec pochyb. Přesvědčujeme se o tom každý den. Současně si ale uvědomujeme, že současný trend ještě může nějakou dobu trvat a může se navenek zdát, že naše přesvědčení o správnosti našich investic se nepromítá do ceny našeho portfolia. To se může stát a nebylo by to nic neobvyklého. V každém případě by šlo jen o přechodný jev. K tomu se mi vybavuje historka stará 20 let.

Historka stará 20 let

V 90. letech jsem spoluvlastnil Atlantik FT a pracoval jsem jako makléř pro zahraniční fondy investující na českém trhu. Mezi mé klienty patřila i společnost GMO. Téměř přesně před dvaceti lety jsem seděl v jejich kanceláři v San Franciscu a s jedním z jejich portfolio manažerů jsme si povídali o trhu. Stěžoval si mi na to, že americký trh se jim zdá už hodně drahý a že se raději budou držet zpátky. Současně mi říkal, jak jsou pod velkým tlakem svých klientů, kteří jim vyčítají, že jsou málo agresivní a že by měli kupovat akcie, které kupují všichni ostatní, protože ony přece pořád porostou, a neměli by hledět na takové zbytečné detaily, jako že ty firmy nemají žádný zisk a obchodují se za ocenění, které nejde v podstatě nijak ospravedlnit.

O řadu let později jsem se v nějakém textu Jeremyho Granthama (zastupuje písmeno G



v názvu společnosti) dočetl, jak to celé pokračovalo. GMO si stála na svém. Ještě skoro tři roky to vypadalo, že jsou naprosto neschopní, protože vydělávat na akciích bylo přece tak snadné! Pak přišel rok 2000 a s ním i dramatický propad trhů. GMO si vedlo díky svému konzervativnímu přístupu velmi dobře a co se týče výkonnosti portfolia, dostalo se mu velkého zadostiučinění. Jenže mezi tím přišlo o polovinu klientů. Jak tito klienti dopadli, nevím, ale pravděpodobně přišli o většinu svých peněz.

K GMO chovám velký obdiv. Dokázali ustát velký tlak a dali přednost tomu, že budou kritizováni za špatné výsledky před tím, aby byli kritizováni za to, že příliš riskují. O tento příklad chceme opřít i vlastní investování. Bylo by velmi snadné vydělávat přechodně více peněz. Stačí agresivně nakoupit největší akcie v hlavních indexech, zavřít oči před tím, že jsou velmi předražené a doufat, že je od nás koupí v budoucnosti někdo ještě hloupější a chamtivější. Myslím ale, že dobře víte, že nic takového neuděláme a že si v tomto navzájem dobře rozumíme.

Srovnání s indexem

Otázka, která souvisí s tématem indexů, je, zda má smysl srovnávat výkonnost fondů s indexem. Samozřejmě, že to smysl má, má to ale řadu úskalí. Za prvé, který index je vhodný pro srovnání. Jsme globální akciový fond, proto používáme MSCI World index. Nejsme evropský fond, americký fond ani třeba fond vznikajících trhů, proto by tyto indexy byly jako srovnání nesmyslné. Druhou otázkou je, ve které měně by se měla výkonnost srovnávat. Náš fond počítá výnos v korunách a měnové riziko zajišťuje. To znamená, že nenese jedno velké riziko, které s globálním

investováním souvisí – riziko měnových pohybů. Jeho odstranění samozřejmě něco stojí a tyto náklady by měly být také promítnuty do srovnávání s indexem.

Další věc, se kterou je potřeba počítat, je, že v kratších obdobích se budou výnosy našeho fondu od výnosů indexu výrazně lišit. Index je poměrně široký a náš fond naopak koncentrovaný do řádově 20 akcií a tak pokud výnos fondu v nějakém kratším období bude zhruba shodný s výnosem indexu, bude to spíš výjimka. Většinou se budou výrazně lišit. V našem nejhorším roce jsme za indexem zaostali o 45 % a v našem nejlepší roce jsme ho překonali o 179 %. Řekl bych, že ani jedno číslo už nepřekonáme, ale lišit se určitě oba výnosy v jednotlivých obdobích budou.

Srovnávání je jedna věc, ale druhá věc je snaha překonávat index. Pokud se manažer fondu snaží za každou cenu průběžně překonávat index, pak to nutně občas vede k tomu, že investuje příliš agresivně a podstupuje nepřiměřené riziko. Proto se o něco takového nesnažíme a ani se snažit nehodláme. Jsou období, kdy je mnohem lepší držet se zpátky a dávat přednost kontrole rizika. Jak jsme již napsali dříve, na začátku roku 2009 jsme změnili strategii fondu na takovou, kterou uplatňujeme dodnes. V rámci této strategie se dá očekávat, že fond bude zaostávat za indexem v období dlouhodobého výrazného býčího trhu a naopak povede si lépe v obdobích tržních propadů. Tak nám to připadá správné.

Změny v portfoliu

Prodali jsme Deere a IBM.

Deere je cyklická společnost a kupovali jsme ji v době, kdy trh přeceňoval dopady cyklického



poklesu v odvětví a teď jsme ji prodali, protože se nám zdá, že trh začíná naopak přeceňovat dopady cyklického zotavování. Náš výnos činil 42 %.

IBM jsme začali prodávat hned po amerických prezidentských volbách a na jaře jsme prodali poslední zbytek akcií. Díky Trumpově vítězství se najednou na stole překvapivě objevila možnost daňové reformy, jejíž hlavní součástí je snížení sazby daně ze zisku firem. Tuto možnost jsme začali promítat do ocenění amerických společností. IBM má efektivní daňovou sazbu kolem 15 % a v podstatě tedy nebude mít ze snížení daní téměř nic na rozdíl od společností, které mají efektivní sazbu 35 %. Proto se IBM stalo najednou mnohem méně atraktivní investiční příležitostí než před volbami.

Po dlouhé době nemáme žádnou investici v technologickém sektoru. Zde je malá rekapitulace našich investičních výpadů mezi technologické akcie od roku 2009: Koupili a prodali jsme za tu dobu Oracle (2x), Seagate (2x), Microsoft, Hewlett Packard a IBM.

Zde je přehled výnosů:

Oracle + 16 %

Seagate + 56 %

Seagate + 32 %

Microsoft + 70 %

Oracle + 33 %

Hewlett Packard + 123 %

IBM - 6 %

Do technologických akcií jsme se pouštěli spíše opatrně. Je to přece jen odvětví, které se

dynamicky mění a člověk může snadno narazit. Nakonec ty výsledky nejsou špatné, i když vlastně mohly být z větší části dosaženy tím, že za celou tu dobu jsme žili na silném býčím trhu a jen z malé části naším výběrem akcií. To přesně nikdy nezjistíme.

Dobře je to vidět na příkladu Microsoftu. Když jsme ho kupovali, stál 22 a na trhu panoval všeobecný názor, že je to společnost, která spěje ke svému zániku. Možná si vzpomínáte, jak jsme o tom tenkrát debatovali na setkání akcionářů. My jsme tento názor nesdíleli, a proto jsme akcie koupili. Chvíli to trvalo, ale nakonec se začal měnit i názor trhu. Akcie šla o 100 % nahoru a potom ještě jednou tolik a ještě kousek. Zajímavé je, že dnes je zisk Microsoftu nižší, než když jsme ho kupovali a zisk na akcii je díky odkupům akcií zhruba stejný. Celý velký nárůst ceny byl způsoben jen přeceněním společnosti ze strany trhu.

Koupili jsme akcie jedné private equity společnosti. Private equity může být dobrý business, ale velmi záleží na lidech, kteří ho dělají. Společnost, kterou jsme koupili, patří podle nás ke špičce ve svém oboru a to už více než 30 let. Základem jejího podnikání jsou investice vlastního kapitálu do neveřejně obchodovaných firem. K tomu se lze snadno připojit koupením jejích akcií. Tím se současně vyhneme dvěma hlavním nevýhodám private equity investic, což jsou často vysoké poplatky a nutnost zavázat se k investici na řadu let. Zde žádné poplatky neplatíme a akcie můžeme kdykoliv přikoupit nebo prodat. Navíc společnost spravuje externě poměrně velké private equity fondy a poplatky za jejich správu více než dostatečně pokrývají všechny náklady na její chod. Tato kombinace se nám opravdu zamlouvá. Hrozně mě baví hledat



dobré investice, ale největší radost mám z toho, že je můžeme sdílet společně s vámi.

Dvě poznámky na konec:

1. Před několika lety jsem natáčel rozhovor s jedním známým publicistou. Během rozhovoru použil s mým jménem spojení „český Buffett“. Kdo jste ten rozhovor viděli, tak víte, že to bylo přátelské pošťouchnutí s velkou mírou nadsázky a v podstatě vtip. K mému zděšení to spojení začali postupně přebírat další lidé včetně novinářů a běžně ho používají. Přitom je úplně nesmyslné. Ano, Buffett je pro mne velkou inspirací a zdrojem, ze kterého se snažím učit a nijak se s tím netajím. V životě by mně ale nenapadlo dělat mezi námi nějaká srovnání. To bych musel být na hlavu padlý. Dobře vím, že v investování mám k němu tak daleko jako k Federerovi, když vezmu

do ruky raketu a jestli jste mně někdy viděli hrát, tak víte, že je to hodně daleko. Buffett je jen jeden, nikdo jiný jim být nemůže a já bych jím hlavně ani být nechtěl. Takže až zase někdo použije tuto dětinskou formulaci, tak to ignorujte. Nemáme s tím nic společného.

2. Před časem za mnou přišel můj kamarád Robert Vlach s návrhem, abychom natočili videa, která by lidem přiblížila investování samotné a jeho krásu. Vznikl pětidílný seriál, který najdete zde:

<http://bit.ly/5dgia>

Nevím, jestli ještě někdy nějaká videa natočíme. Moje žena si totiž všimla, že ho na Facebooku lajkují skoro samé holky. Zřejmě mám s dalším natáčením utrum. Znáte to, chlapi, že? 😊

Daniel Gladiš, červenec 2017

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. Nespolehejte 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.

Akcíe 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.

Akcíe 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 zapsán na seznamu České národní banky v kategorii Zahraniční fondy srovnatelné s fondy kvalifikovaných investorů (bez EuSEF a EuVECA) obhospořované obhospořovatelem 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 2017 Vltava Fund SICAV, plc a 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.