

NEDOSTATEK SEXU

Vážení akcionáři,
v druhém čtvrtletí roku 2015 kleslo NAV fondu o 2,4%.

Alternativní scéna

V minulém dopise akcionářům jsem psal o bublině v cenách dluhopisů. Jejich ceny sice od té doby zamířily směrem dolů, místy dost výrazně, ale stále zůstávají nesmyslně vysoko. Dnes se chci zaměřit na některé jiné typy aktiv. Souhrnně se někdy společně označují slovem alternativní, což může vyvolat dojem, že jde o něco nadstandartního. Alternativní aktiva si taky podle jejich propagátorů vyžadují alternativní přístup k ocenění. **Ve skutečnosti však u všech investic, ať už je označíme jakýmkoliv přívlastkem, platí, že jejich hodnota se rovná současné hodnotě budoucích toků hotovosti a pro atraktivitu investice je rozhodující vztah mezi cenou a hodnotou.**

Trhy obecně mají cyklickou povahu, a když cyklus ve své horní fázi začíná vykazovat známky dospívání, zpravidla to s sebou přináší některé vedlejší příznaky. Obecně vyšší ceny a méně investičních příležitostí a levné a snadno dostupné peníze. Na straně investorů podceňování rizika a mnohdy pocit vlastní geniality, který je mylně zaměňován s několik let trvajícím býčím trhem. Na straně firem nabízejících finanční produkty potom nikdy neutuchající vynalézavost a schopnost této situace využít a prodat, co se prodat dá. Nic netušící investoři se potom pouštějí do věcí, kterým sice vůbec nerozumí, ale cítí se dobře, protože konečně jdou alternativní cestou.

Private equity

Skoro každý, kdo má dnes ruce a nohy, zakládá private equity fond. Slovo private zní v uších pěkně. Vše, co je privátní, je přece dobré. Význam tohoto slova je však jiný. Je použito jako opaku slova public a znamená, že jde o investice do podílů (akcií) společností, které nejsou veřejně obchodovány. Jakou to má výhodu? Jsou nelikvidní a cenově netransparentní. Základní myšlenka private equity je kupovat kontrolní podíly ve firmách, ty potom nějakou dobu řídit a za pomoci velkého dluhu je přivést buď na veřejný trh, nebo prodat někomu třetímu. **Private equity zní alternativně a atraktivně. Přesnější název by ale byl „Zadlužené investice do nelikvidních a cenově netransparentních akcií“.**

Jak je to vlastně s tou likviditou a transparentností? 90 % portfolia Vltava Fund můžeme prodat kdykoliv během jediného dne, aniž by to mělo vliv na ceny akcií, které držíme. I přesto, že jsme dlouhodobí investoři a náš investiční horizont je u jednotlivých investic 5 a více let, vysoká likvidita má svou opční hodnotu. Může nastat situace, kdy bude nedoceníitelná. Likvidita private equity investic je mimořádně nízká a v některých kritičtějších obdobích prakticky nulová. Není proto divu, že se private equity fondy konstruují jako uzavřené, což znamená, že investoři na řadu let nemohou z fondu vystoupit. Jak už to tak v životě chodí, nedostupnost peněz z private equity investic se ukáže být překážkou zrovna, když bychom je nejvíc potřebovali.

Pokud držíme ve Vltava Fund například akcie Walmart, pak není nejmenší pochyb o tom, jaká je jejich cena. Stačí se podívat na trh. Můžeme mít vlastní představu o tom, jaká je jejich vnitřní hodnota a jaká by měla cena být, ale pro ocenění se vždy použije cena z trhu. Na ni nemáme žádný vliv a je zcela transparentní. Této oceňovací metodě se říká „Mark to market“. Private equity fondy ji použít nemohou, protože jejich firmy se nikde neobchodují. Používají tedy metodu „Mark to model“. To znamená, že firmy ve svém portfoliu oceňují podle nějakého modelu. Vždy sice tvrdí, že jde o nezávislý, expertní a férový přístup, o tom však lze úspěšně pochybovat. Za prvé, modely se používají buď jejich interní, nebo najatých firem, kterým se za to platí. Žádná nezávislost zde není. Za druhé, neexistuje objektivně stanovitelná hodnota firmy. Vždy půjde pouze o subjektivní a nepřesný odhad. Kreativité se zde meze nekladou. Velmi často se používá pro ocenění například násobek EBITDA firmy. **Každý, kdo se v investování trochu vyzná, tak ví, že EBITDA je zcela nesmyslný ukazatel a že ho používají buď ti, kteří nevědí, co dělají, nebo ti, kteří naopak přesně vědí, co tím chtějí dosáhnout. „Mark to model“ se pak často mění v „Mark to fantasy“.**

Nelikviditu a netransparentnost nelze popřít. Jakými argumenty to prodejci private equity vyvažují? Mají v zásadě tři argumenty.

Za prvé tvrdí, že dokážou najít výborné firmy a ty potom výborně řídit. To tvrdí všichni, ale v praxi to moc snadné není. Nabízet finanční produkt a řídit firmu jsou dvě rozdílné věci, které vyžadují zcela rozdílné dovednosti. Ve své kariéře jsem dělal obojí a myslím, že to dovedu trochu posoudit. Nicméně, nechci nikomu krivdit a připouštím, že někdo tyto dovednosti má. Otázkou však je, zda to investoři private equity firem dokážou dopředu rozpoznat. Když si představím, kolik se na veřejných trzích obchoduje skvělých firem s prokazatelně skvělými manažery, pak mi připadá skoro zbytečné jít napůl naslepo do private equity. Proč se škrábat na druhou stranu přes vysokou betonovou zeď, když můžeme překračovat nízké proutěné plůtky?

Za druhé, private equity investice jsou prý méně volatilní a tím pádem méně riskantní. Opravdu? Pokud se oceňují investice vlastními modely, pak bude skutečně jejich ocenění méně volatilní, než třeba akciový trh. Pak ale srovnáváme hrušky s jablky a realitu se sny. Když spadly v letech 2008-2009 akciové trhy na polovinu, co asi udělaly ceny investic v držení private equity firem? Spadly minimálně stejně a v mnohých případech se navíc staly zcela neprodejné. **To, že se to neprojeví v oceňovacích modelech private equity firem, není důkazem toho, že jde o méně volatilní business, ale důkazem toho, že se oceňovací metody vzdálily realitě trhu.** Navíc se domnívám, že práce s významným dluhem dělá private equity business mnohem volatilnějším a riskantnějším, než je nám předkládáno.

Za třetí, private equity údajně nesou vyšší výnos. Pro manažery těchto fondů ano. Pro jejich investory ne. Poplatková struktura, dlouhodobá uzavřenost private equity fondů a oceňování aktiv vlastními modely vytváří velkou asymetrii výnosů. Když se fondu dobře daří, jeho manažeri shrábnou velkou část výnosů, když se fondu daří špatně, ztráty nesou investoři.

Podnikatelský model private equity fondu bývá založen na několika základních krocích. Naslibovat nereálně vysoké výnosy, nasbírat peníze a investory uzamknout na co nejdelší dobu a nastavit poplatkovou strukturu tak, aby manažeri měli zaručeny vysoké příjmy téměř bez ohledu na to, jak se jim bude dařit.

Taková je smutná realita. Prvních několik let, kdy se aktiva oceňují interními modely, je alespoň na papíře o dobré výnosy postaráno. Když potom dojde na lámání chleba a třeba se ukáže, že výnosy jsou mnohem nižší než slibované, vždycky je v rukávu nějaký trik, jak to zakrýt. Například neúspěch rozředit novými penězi od nic netušících investorů. Show must go on!

Půda

V posledních letech se u nás rozjela doslova mánie po zemědělské půdě. Hlavní argumenty jsou následující: Cena půdy pořád roste, její cena je nízká ve srovnání s Rakouskem a půdy nepřibývá. Takovým argumentům skoro nelze odolat. Že cena půdy stále roste, není pravda. Stačí se podívat do jiných zemí a do historie a velmi brzy zjistíme, že cena půdy nejenže stále neroste, ale čas od času i dlouhodobě a výrazně klesá. Ano, u nás je půda levnější než třeba v Rakousku, ale v historii není nijak výjimečné, že zdánlivě srovnatelná aktiva jsou dlouhá desetiletí oceněna rozdílně. Pravdou zůstává, že půdy nepřibývá, ale časem roste zemědělský výnos na ní dosahovaný a současně v Evropě ubývá lidí. Takže možná to ani s tím nepřibíváním nebude tak jednoznačné. V každém případě však hodnota aktiva nezávisí na tom, jestli ho přibývá nebo ne, ale na výnosech, které přináší.

Výnosy ze zemědělské půdy jsou u nás velmi nízké. Řádově 2,5 – 3 % ročně. Takže po zdanění se dostáváme někde na úroveň 2 %. To není mnoho. Platit za nějaké aktivum padesátinásobek ročního zisku je opravdu hodně. Jen tak pro srovnání. Akciové trhy, které jsou dnes považovány spíše za dražší, jsou asi třikrát levnější. Akciové indexy by musely náhle vyskočit na trojnásobek, aby byly akcie stejně drahé, jako je u nás drahá půda.

I přesto se 2% výnos může někomu ve světle nízkých úrokových sazeb zdát postačující. **Co se ale stane s cenou půdy, když se třeba úrokové sazby vrátí na normální nezdeformovanou úroveň? Investoři budou požadovat z půdy vyšší výnos. Dejme tomu 6 – 7 %. Toho lze dosáhnout dvěma cestami. Buď více než zdvojnásobením nájmu nebo výrazným poklesem cen půdy.**

O investicích do půdy platí podobné kritické poznámky jako o investicích do private equity – jsou nelikvidní, netransparentní a oceňované na základě modelů. I přesto jsou u nás velmi populární. Vzpomeňme si však na moudré pravidlo – pokud něco většina investorů pokládá za dobrou investici, pak to pravděpodobně dobrá investice není.

Dluhopisy s vysokým výnosem

Název dluhopis s vysokým výnosem je pouze eufemismus pro dluhopisy vydané riskantními dlužníky. Angličtina pro ně má krásný název *junk bonds*. Při nulových úrokových sazbách vypadá jakýkoliv dluhopis s výnosem nad 5 % lákavě a u nás se s nimi doslova roztrhl pytel. **Investoři si však neuvědomují největší riziko s nimi spojené – riziko nesplacení dluhopisu.** To je přítomno u každého dluhopisu a velikost tohoto rizika by měla být vyvážena výší jeho výnosu. Investoři většinou nedokáží toto riziko sami posoudit a po pravdě řečeno se o to ani příliš nesnaží. Jsou zaslepeni vidinou výnosu. Přitom výše výnosů dluhopisů této kategorie dnes obecně ani náhodou nekompensuje podstoupené riziko. Je to dáno rekordně nízkými sazbami státních dluhopisů a současně rekordně nízkými nadvýnosy (spreads) dluhopisů s vysokým výnosem. Když tato dvě čísla sečteme, dostaneme celkový výnos junk dluhopisů, který je menší, než kolik za normální situace bývá jejich samotný nadvýnos.

Všechno spolu souvisí

Ceny jednotlivých tříd aktiv se nevyvíjejí ve vakuu, ale navzájem spolu souvisí. Pokud považujeme akciové trhy za spíše dražší, potom je naivní se domnívat, že se to neprojeví v cenách private equity investic. Pokud jsou úrokové sazby nízké a peníze všeobecně snadno dostupné, potom by bylo naivní se domnívat, že se to neprojeví v cenách pozemků a pokud se státní dluhopisy nacházejí jednoznačně v cenové bublině, potom by bylo naivní se domnívat, že dluhopisů s vysokým výnosem se to netýká.

Nedostatek sexu

V roce 1974 řekl Warren Buffett, že si připadá jako člověk přesycený sexem, který se ocitl v harému. Ceny akcií byly nízké a on doslova nevěděl, kam dříve

investovat. **Dnes mi připadá, že se někteří investoři chovají, jako by trpěli chronickým nedostatkem sexu. Berou téměř cokoliv bez ohledu na ceny.**

Do tohoto stavu se nechceme nikdy dostat. Snažíme se držet toho, co patří do našeho kruhu kompetencí – veřejně obchodovaných akcií. Možnosti, které tento trh nabízí, jsou obrovské. Naše investice jsou navíc velmi likvidní a transparentní. Víte, které společnosti vlastníme a sami si i můžete sledovat, jak si vedou.

Nemám patent na rozum a jsem si vědom toho, že se mohu v mnoha věcech mýlit. Nicméně, už se na trzích pohybuji skoro čtvrt století a vidím, že některé věci se opakují znovu a znovu. Jako investoři si nás platíte za to, že se vám staráme o peníze a nepřímě i za to, že říkáme, co si myslíme. Snad vám i tento dopis pomůže při vlastních investičních úvahách. Když posuzuji jednotlivé investice, často se sám sebe ptám, co by asi v této situaci udělal Buffett. Až budete mít pokušení vyrazit jednou z alternativních cest, zkuste to taky. Pomáhá to.

Změny v portfoliu

Nic jsme neprodali a máme dvě nové pozice. Jedna je společnost z finančního sektoru a její podnikání je založeno na zprostředkování transakcí bez rizika obchodů na vlastní účet a bez velké potřeby vlastního kapitálu. Její volné cash flow se nachází v inflexním bodě a mělo by přinést pěkné výnosy mnoho let dopředu.

Druhá společnost produkuje speciální průmyslové zboží. Jde o společnost s velmi silným postavením a výraznou trvale udržitelnou konkurenční výhodou. Sledovali jsme ji řadu let a konečně jsme se dočkali vytouženého poklesu ceny a dobré nákupní příležitosti.

Kromě těchto dvou novinek jsme výrazně přikoupili jednu z našich evropských pozic. Místy až iracionální paranoia panující na trhu z vývoje v Řecku přinesla výbornou cenu a náležitě jsme jí využili. Skoro by se mi chtělo poděkovat řecké vládě, že pomáhá vytvářet tyto investiční příležitosti. Zřejmě to nebylo naposled...

Daniel Gladiš, červenec 2015

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.