

Vážení akcionáři,

Když jsem v minulosti usedal ke stolu, abych napsal výroční zprávu za rok 2004 až 2007, vždy jsem musel usilovně přemýšlet nad tím, co by mělo být hlavním tématem. Velmi dobře se nám dařilo a život ve finančním světě plynul celkem poklidně. Když jsem se chystal psát výroční zprávu za rok 2008, tento problém jsem neměl.

Rok 2008 byl plný dosud nevídaných událostí a divokých pohybů na trhu. O propadu trhů v roce 2008 bude jistě napsáno mnoho knih, a nebudu se tedy snažit o nějakou hlubší analýzu. Raději se zaměřím na dvě důležité a praktické otázky, které zajímají akcionáře:

1. Jak je možné, že náš fond, který díky své výkonnosti po téměř čtyři roky své existence patřil mezi 10 % nejlepších globální akciových fondů na světě, měl v druhé polovině roku tak špatné výsledky?
2. Co lze učinit a co bude učiněno, aby se tato situace neopakovala?

Pojďme rovnou k první otázce. Výsledky Fondu lze rozdělit do tří částí: výkonnost trhu, leverage fondu a výběr akcií.

Výkonnost trhu

Investujeme do akcií v různých částech světa, a přestože držíme jen několik akcií (na konci roku 2008 jich bylo 30), které představují pouze velmi malou část světových akciových trhů, pohyby jejich cen, zvláště v krátkodobém horizontu, jsou do velké míry ovlivněny pohybem světových trhů. Rok 2008 byl pro akciové trhy jedním z nejhorších. Globální trh měřený indexem MSCI World Equity Index poklesl zhruba o 40 %. V některých částech světa byla situace na trhu ještě horší. Například v Evropě došlo k poklesu o 44 % a na českém trhu dokonce o 52 %. Většinu poklesu přinesla druhá polovina roku s vyústěním v obrovský krach v říjnu.

Výkonnost celosvětového trhu přinesla velmi silný protivítr do plachet všech investorů investujících do akcií. Je jasné, že v takovém prostředí je velmi těžké na akciích vydělat. Tento fakt není třeba příliš rozvádět. Raději bychom se měli sami sebe ptát, zda bylo možné takový krach předvídat a vyhnout se jeho následkům. Řada investorů dnes tvrdí, že tušili, že krach nastane, ale ve skutečnosti jej předvídalo jen velmi málo z nich. Je logické, že někteří z těch doslova tisíců analytiků, tržních stratégů a investorů, jejichž predikce neustále slycháme, odhadnou budoucí vývoj správně. Nikdy ale předem nevíme, kdo z nich bude mít pravdu. Jelikož krachy na trhu jsou ojedinělou událostí, kterou analytik zažije možná jen jednou nebo dvakrát za svůj profesní život, téměř nikdo si není v podstatě schopen během svého života vybudovat prokazatelnou úspěšnost při předpovídání krachů na trhu.

Definujme tedy krach na trhu jako náhlý pokles (maximálně během jednoho měsíce) širokého trhu nejméně o 30 %. Jaká je pravděpodobnost, že se něco takového stane? Běžná finanční teorie se snaží odhadovat pravděpodobnost podobných událostí pomocí statistických modelů založených na historických údajích o trhu. Postup spočívá v tom, že se na základě volatility trhů v minulosti odhadují pravděpodobnosti tržních pohybů různých velikostí v budoucnosti. Například jednodenní pokles o 10 % se na americkém trhu objevoval jednou za čtyři roky, neboli jednou za 1 000 obchodovacích dnů. Pokud budeme 30% propad považovat za sérii tří jednodenních poklesů o 10 %, pak pravděpodobnost výskytu takového propadu je jednou za 4 miliony let. Mohli jsme systematicky a s úspěchem předvídat událost, ke které podle statistik mělo dojít jednou za několik milionů let? Na základě tohoto teoretického přístupu určitě ne.

Teď byste mohli namítnout, že jsme měli vzít v úvahu i tu nejméně pravděpodobnou možnost, že by se něco takového mohlo stát, a měli jsme podniknout preventivní kroky. Tuto cestu jsme popravdě řečeno

zvážili. O možných událostech a výsledcích přemýšlíme vlastně pořád a v roce 2008 i mnoho bezesných nocí. Preventivní opatření ale nejsou zadarmo. Očekáváte-li krach na trhu každý rok, přičemž máte jednu pravdu a devětkrát se spletete, je lepší nebo horší chovat se celou dobu, jako by se blížil krach?

Na jaře roku 2008 se nám zdálo dost pravděpodobné, že před koncem roku dojde k 20% poklesu trhů. Přesto jsme se rozhodli, že na to není potřeba nijak zásadně reagovat, protože jsme měli za to, že máme kvalitní a navíc fundamentálně levné portfolio, které bude mít podstatně lepší výkonnost než trh. Největším překvapením pro nás tedy nebyl propad trhu, ale relativně špatná výkonnost našeho portfolia. Ale o tom se zmíníme později.

Vraťme se ještě na chvíli k otázce tržních propadů. Jak jsme již uvedli, říjnový propad nebylo reálně možné předvídat. S takovým závěrem ale nejsme spokojeni, a proto jsme se od minulého října touto záležitostí usilovně zabývali.

Nejprve jsme se podívali zpět do historie. Historická data nám říkají, že za posledních 21 let došlo ke dvěma propadům, k nimž statisticky nemělo dojít během 4 milionů let. Šlo o propad v říjnu 2008 a v říjnu 1987. Ve druhém případě klesl americký trh během čtyř dnů o 30,7 %. V letech 1929–1933 pak proběhlo 10 tržních korekcí ve výši 12–23 % trvajících 1–8 dní. Lze říci, že pravděpodobnost jejich výskytu byla také výrazně malá. Zjistili jsme tedy, že za posledních 100 let nastalo několik událostí na trhu, které se podle statistik neměly stát za milion a v některých případech za stovky milionů let. Bylo tedy na té teorii něco špatně?

Ve světě moderní teorie portfolia a hypotézy efektivních trhů jsou tržní výnosy distribuovány na základě Gaussova rozdělení. Křivka známého tvaru, která připomíná zvon, znázorňuje, že extrémní

události jsou definovány násobky standardních odchylek od střední hodnoty. Dvě třetiny všech výsledků spadají do rozmezí jedné standardní odchylky od střední hodnoty a čím je výsledek od střední hodnoty vzdálenější, tím menší je pravděpodobnost, že nastane. Například pokles indexu Dow Jones o 22,6 % dne 19. října 1987 byl více než 6 standardních odchylek od střední hodnoty, a měl by tedy nastat jen jednou za více než 500 milionů let.

Říjen 2008 nám jasně ukázal, v čem byla teorie nesprávná. Celá teorie je založena na předpokladu, že události jsou navzájem nezávislé. Pokud si například několikrát hodíte mincí, je úplně jedno, jaké byly výsledky předešlých hodů, protože pravděpodobnost příštího výsledku je vždy 50:50. Výsledek hodu je na těch předchozích *nezávislý*. Avšak toto neatřesitelné pravidlo pravděpodobnosti naprosto neplatí pro akciový trh. Na akciovém trhu není výsledek následující (zítrější) události nezávislý na předchozím (dnešním) výsledku. Během jednoho říjnového týdne roku 2008 spadly světové trhy o 25–30 %. Byla to řada 5 navazujících denních poklesů vždy o několik procent. Když v pondělí všechny trhy poklesly, investoři se v úterý nedali do práce s čerstvou myslí a prázdnou pamětí. Zachvátila je panika a strach a mnoho investorů muselo kvůli maržovým výzvám akcie prodávat. Je zcela jasné, že úterní výsledky nebyly vůbec nezávislé na tom, co se stalo v pondělí. Tak to šlo několik dalších dnů, až byla z nějakého důvodu negativní zpětná vazba prolomena.

Teorii efektivních trhů jsme vždy kritizovali a znovu se ukázalo, že je nesprávná. To nám sice přináší určité uspokojení, ale nepomůže nám to předpovědět příští krach na trhu. Nicméně uvažujeme o tom, že v budoucnu koupíme ve vhodných případech pojištění proti velkému poklesu trhu, nejspíše ve formě prodejních opcí, které jsou výrazně mimo peníze. Protože převážná část finančního světa teorii efektivních trhů stále používá, tyto opce bývají docela levné právě v době, kdy poskytují největší ochranu.

Leverage

Naši investiční strategii lze shrnout následovně. Fond Vltava je globálním „dlouhým/krátkým“ akciovým fondem. Globální znamená, že nejsme zaměřeni nebo omezeni na určité zeměpisné oblasti. Nejlepší investiční příležitosti vyhledáváme po celém světě.

Označením „dlouhý/krátký“ se má na mysli to, že zaujíme dlouhé i krátké pozice. V dlouhých pozicích máme celou řadu jednotlivých společností. V krátkých pozicích máme index (nebo indexy) širokého trhu. Díky tomu jsme závislí méně na pohybech trhu a více na našem vlastním výběru akcií. Naše dlouhé pozice jsou obvykle větší než krátké pozice, což znamená, že jsme v čisté dlouhé pozici. Když jsme schopni najít dostatečně dobré a levné investiční příležitosti, jsme plně zainvestováni a naše dlouhé pozice přibližně dvojnásobně převyšují krátké pozice. Pokud delší dobu nenarazíme na dobré investiční příležitosti, bez rozpaků držíme hotovost a naše dlouhé pozice jsou v rozmezí od hodnoty naší krátké pozice (tzv. „tržně neutrální pozice“) po její dvojnásobek.

Sečteme-li dlouhé a krátké pozice a výsledek vydělíme kapitálem, dostaneme gross leverage; rozdíl mezi dlouhými a krátkými pozicemi vydělený kapitálem nám dává net leverage. V případě plné zainvestovanosti je hodnota gross leverage zhruba 3 a net leverage okolo 1.

Úspěch naší investiční strategie závisí na následujících dvou podmínkách:

1. na naší schopnosti najít akcie, jejichž dlouhodobé výsledky jsou lepší než výkonnost trhu;
2. na naší schopnosti držet investice tak dlouho, jak chceme.

První podmínka je jasná a nepotřebuje další vysvětlení. Kdybychom neměli schopnost najít akcie, které mají dlouhodobě lepší výkonnost než trh, naše strategie by postrádala smysl a museli bychom ji změnit. Věříme, že máme schopnost vybrat takové akcie.

Druhá podmínka je však problematictější. Při nákupu každé akcie musíme být vždy přesvědčeni, že je podhodnocená a má potenciál velkého růstu, často o více než 100 % během příštích 3–5 let. Cenová trajektorie se v tomto období může vyvíjet velmi nevypočitatelně. Cena může příští týden začít růst, může také nejprve klesnout, anebo může dlouho zůstat beze změny. Dokud ale fundamentální hodnota společnosti roste, nemáme nikdy z těchto výkyvů těžkou hlavu. Jsme trpěliví dlouhodobí investoři, kteří umí držet akcie dlouho a čekat, až se jejich cena přiblíží fundamentální hodnotě. Dokud jsme akcie drželi tak dlouho, jak jsme sami chtěli, byli jsme spokojeni.

Pak přišel říjen roku 2008 a trhy začaly velmi rychle padat. Nucené prodeje mnohými investory, kteří do řady akcií investovali vypůjčené peníze, srazily ceny akcií a akcie doslova zkolabovaly. Nějakou chvíli nám to nevadilo, protože bylo zřejmé, že na trhu převládá panika a strach, přitom fundamentální hodnoty většiny našich společností byly ovlivněny mnohem méně, než ukazovaly ceny akcií. Protože jsme si nikdy nepůjčovali hotovost, říkali jsme si, že to prostě vydržíme a počkáme, až se bouře přežene.

Jenže s pokračujícím poklesem trhu rostla naše gross leverage. Definice říká, že když hodnota NAV fondu klesá, jeho gross leverage roste. Postupně vzrostla natolik, že jsme již nebyli ochotni nechat ji dále růst, protože se tím zvyšovalo riziko celého portfolia. Rozhodli jsme se dostat gross leverage pod kontrolu, abychom drželi v šachu riziko. V praxi to znamenalo, že jsme prodali část naší dlouhé pozice a část krátké jsme koupili zpět. Gross leverage i riziko byly pod kontrolou, ale určitá část hodnoty byla ztracena. Do takové situace se už nikdy nechceme dostat. Budeme proto pomalu snižovat gross leverage Fondu natolik, abychom kvůli případnému kolapsu trhu, jako byl ten říjnový, nemuseli nic prodávat.

Je docela možné, že trhy budou mít v dohledné době zvýšenou volatilitu. Pokud bychom v takovém prostředí nadále drželi gross leverage na hodnotě 3, museli bychom k uvedeným podmínkám úspěšné investiční strategie přidat ještě třetí. Ta by spočívala v tom, že naše akcie by musely *neustále* vykazovat lepší výsledky než trh. To by bylo samozřejmě příliš těžké, ne-li nemožné.

Se snižováním leverage jsme již začali, a naším střednědobým cílem je gross leverage 2. To znamená, že při plné zainvestovanosti by krátké pozice tvořily okolo 50 % a dlouhé pozice okolo 150 % kapitálu. Při této kombinaci je gross leverage 2. Snižování leverage bude velmi pozvolné, abychom maximalizovali potenciál portfolia. S gross leverage ve výši 2 bude investiční strategie Fondu o něco konzervativnější, ale bude mít přitom stále výrazný potenciál růstu.

Větší konzervativnost nemusí v tomto případě nutně znamenat menší budoucí výnosy. Když jsme akcie do našeho portfolia vybírali, přemýšleli jsme nejen nad tím, zda je daná akcie dobrou investicí, ale jestli také dokáže překonat trh. Vždy nám šlo o to, abychom překonali i naše krátké pozice. Proto jsme zřejmě postupem času investovali agresivněji, než bylo optimální. Museli jsme intenzivněji pracovat a hledat opravdu dobré investice, ale právě tyto investice měly v období krachu trhu nejhorší výsledky. Právě u těchto akcií jsme viděli nejvíce nucených likvidací ostatními fondy. Bylo to docela pochopitelné. Těžko jsme mohli být jediní investoři, kteří v těchto investicích viděli velký potenciál. Přitahovaly nejvíce spekulativního kapitálu a byly poté nejvíce postiženy. I nadále držíme většinu těchto akcií a věříme, že v budoucnu budou motorem našich vynosů. Budeme i nadále vyhledávat takové atraktivní investice, ale při jejich zařazování do portfolia možná budeme o něco méně agresivní.

Výběr akcií

Výběr jednotlivých akcií je za normálních podmínek rozhodujícím faktorem pro koncentrovaná portfolia, jako má právě fond Vltava. V roce 2008 však byl relativně méně důležitý. Podařilo se nám několik výborných investic, ale udělali jsme i investice, které bychom raději vůbec neměli. Ale tak to bylo vždycky a zřejmě to tak i zůstane v budoucnu.

Je jedním z paradoxů života, že když někdy pracujete nejtvrději, dosáhnete nejhorších výsledků. Takový byl pro nás rok 2008. Chceme si vzít z této zkušenosti co nejvíce ponaučení a budeme se snažit přiměřeně rychle dosáhnout okamžiku, kdy budeme všichni ve fondu Vltava zase vydělávat.

Daniel Gladiš
Únor 2009