

O KRÁSÁCH NEJISTOT

Vážení akcionáři,

v prvním čtvrtletí roku 2012 vzrostlo NAV fondu o 6,8 %.

Dnešní komentář začneme trochu zešíroka...

V roce 1980 vydal John Lennon album Double Fantasy. Poslední, které vyšlo za jeho života. Je na něm i krásná píseň Beautiful Boy, ukolébavka pro jeho tehdy šestiletého syna. Text písničky obsahuje i nenápadnou, ale výstižnou filozofickou větičku – „Life is what happens to you while you're busy making other plans“. Smutná ironie je v tom, že za pár týdnů byl Lennon mrtev, a pokud lze soudit z obsáhlého rozhovoru, který poskytl v den své smrti, byl tenkrát opravdu plný plánů do budoucna.

S investováním je to podobné. Jeho výsledky závisí na budoucím vývoji. Lépe řečeno na budoucím vývoji a jeho kombinaci se složením našeho portfolia. Zatímco na budoucnost nemáme žádný vliv, máme stoprocentní vliv na složení našeho portfolia. Ideální by bylo, kdybychom měli schopnost předvídat, kterým směrem se bude budoucnost vyvíjet především ve věcech, které ovlivňují výsledek investic, a podle toho pak sestavovali portfolio.

Zcela otevřeně si přiznáváme, že tuto schopnost nemáme (a ani nevíme o nikom, kdo ji má), a proto musíme sestavovat naše portfolio tak, aby si vedlo dobře při většině variant budoucího vývoje věcí.

Na konci roku 2011 byla řada investorů toho názoru, že v lednu přijde větší propad trhů a že události v eurozóně, a hlavně kolem Řecka, budou dál prudce eskalovat. Mnoho investorů z těchto důvodů drželo mnohem více hotovosti než obvykle a krátké pozice na euru dosahovaly historických rekordů.

Začátek roku pak většinu překvapil...

Situace v eurozóně se poněkud uklidnila (až čas ukáže, na jak dlouho), akciové trhy výrazně vzrostly a euro taky. Naše portfolio si vedlo poměrně dobře. Z důvodů, které nelze prokázat a ani vyvrátit a o kterých lze jen spekulovat, šla historie touto cestou. Je však potřeba

mít na paměti, že mohla jít úplně jinou cestou, lépe řečenou jinou z mnoha jiných cest.

Teď se nabízí následující otázky. Sestavili bychom portfolio jinak, kdybychom věděli, že se bude vývoj ubírat touto cestou? Nebo kdybychom naopak věděli, že vývoj bude o poznání horší, než byl? Pravděpodobně ne. Když vyloučíme extrémní situace, které sice občas nastanou, ale je těžké je nejen předvídat, ale i vůbec si je představit, pak naše portfolio by bylo stejné bez ohledu na to, jaký vývoj nastane. **Jestliže si uvědomujeme, že naše schopnost předvídat budoucnost je mizivá, pak by bylo velkou chybou dělat takové investice, jejichž úspěch závisí na jednom konkrétním scénáři vývoje.** Lepší je snažit se o takové investice, jejichž vývoj nebude výrazně ovlivněn většinou možných a přiměřeně pravděpodobných scénářů vývoje.

Přitom máme na mysli spíše vývoj hodnoty našich společností než krátkodobé pohyby jejich cen. Někdy si také zpětně testujeme správnost našeho postupu tím, že uvažujeme jiné možné alternativy historického vývoje a snažíme se odhadnout jejich dopad na hodnotu našeho portfolia. Například, jak by byla ovlivněna hodnota našeho portfolia, kdyby Řecko už loni vyhlásilo bankrot a opustilo eurozónu, nebo kdyby padla jedna nebo více velkých bank, kdyby prudce klesla, nebo naopak vzrostla, cena ropy apod. Pokud dojdeme k názoru, že vliv těchto a podobných jiných vývojových alternativ a šoků by měl na hodnotu našich společností vliv malý, pak nám to naznačuje, že vybíráme společnosti správně.

Změny v portfoliu

Prodali jsme tři pozice. Heineken, Pepsico a Cielo. Heineken jsme kupovali na počátku roku 2009 za ceny kolem 21 eur. Letos vystoupal ke 40 eurům a připadal nám více než plně oceněn. Mezi cenou akcie a její hodnotou nebyl už žádný bezpečnostní polštář, cena dokonce předčila hodnotu. Byl čas realizovat zisk a Heineken prodat.

Naše pozice v PepsiCo byla pro nás trochu zklamáním. Čekali jsme lepší výsledek. Nakonec jsme akcie po téměř dvou letech držení prodali za stejnou cenu, za kterou jsme je kupovali. PepsiCo už nějakou dobu trochu přešlapuje na místě, roste jen pomalu a na trhu jsou lepší investiční příležitosti.

Brazilské Cielo bylo naší první a zatím jedinou investicí v Latinské Americe. Cielo je jednou ze dvou dominantních společností v Brazílii na vypořádání transakcí platebními kartami. Velmi výnosný duopol. Mysleli jsme si, že ho budeme držet dlouho, ale akcie začaly výrazně růst vzápětí poté, co jsme je koupili. Po 9 měsících držení jsme je prodali se ziskem 50 %, protože, stejně jako Heineken, už nebyly pro nás dostatečně levné.

Novou pozici máme jednu. Zde je náповěda: Jde o americkou společnost, velmi známou a velmi velkou. Sledujeme ji už 15 let a vždy jsem si přál mít ji v portfoliu. I s přihlédnutím k její vysoké kvalitě však byla celou dobu příliš drahá. To se nedávno změnilo. Zase jednou je na trhu k mání vysoká kvalita za nepřiměřeně nízkou cenu. Nebylo nad čím váhat. Koupě akcie této společnosti má navíc jeden bonus. Legendární a geniální businessman, který ji řídí, teď tím pádem pracuje pro nás. Už víte, o kterou společnost se jedná? Správné odpovědi odměníme na setkání akcionářů lahví vína!

Kromě toho jsme průběžně využívali volatility trhu a navýšili jsme pozice v dalších 5 společnostech.

Svět plný nejistot – normální stav

Mnoha lidem se zdá současný svět plný nejistot. Takový však už z definice musí být a ani nemůže být jiný. Jestli je těch nejistot dnes více než obvykle, je těžké posoudit. Člověk má obvykle tendenci přeceňovat význam a velikost nedávných událostí ve srovnání s těmi dávnějšími. Při pohledu do historie však najdeme spoustu mnohem divočejších období, ať už z politického nebo ekonomického pohledu. Dnešek sotva obstojí ve srovnání například s lety 2008, 2000, 1997, 1991, 1987, 1980, 1978, 1968, 1962, 1939, 1929...

Při pohledu na tyto letopočty nás možná ani nenapadne, o co tenkrát šlo, a přitom tehdy šlo vždy o vážnou krizi s globálními důsledky. V každém případě, v tomto světě nejistot máme jednu jistotu. Svět bude i dál plný nejistot. Možná banální konstatování, ale pro investování má fundamentální dopad. Vede nás k následujícím závěrům:

- 1. Největší chybou by bylo neinvestovat vůbec.** Jestli je budoucnost nejistá, o to větší by měla být snaha lidí připravit se na ni finančně.
- 2. Nejlepší dlouhodobou investicí jsou akcie.** Při současném ocenění akcií a jiných tříd aktiv a při pravděpodobném vývoji světa o tom není příliš pochyb.
- 3. Akcie s sebou dlouhodobě nesou menší riziko než dluhopisy a hotovost.** Největším nepřítelem investora (a jednou z velkých nejistot) je inflace. Akcie si s ní dlouhodobě poradí nejlépe.
- 4. Mezi akciemi máme tendenci zaměřovat se na kvalitu.** Ta obstojí v mnoha variantách budoucího vývoje nejlépe.

Dnes máme portfolio složeno převážně z akcií vysoce kvalitních společností, finančně silných a se silnou pozicí na trhu, s bezpečnou a rostoucí dividendou. Nebývalo tomu tak vždy. Postupné získávání zkušeností, rostoucí věk, učení se z vlastních chyb i koneckonců ocenění jednotlivých akcií nás však vedou touto cestou.

Daniel Gladiš, duben 2012

P. S. Dovětek hokejového fanouška.

Kdybychom měli vždy na začátku sezóny jistotu, že se Kometa Brno dostane do finále ligy, tož to by nás ten hokej tady ani nebavil. Nejkrásnější na tom je právě ta nejistota. Nejistota je krásná.

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“).

Výnosnost v jakémkoli období v minulosti nemusí nutně znamenat, že podobné výsledky lze očekávat i v budoucnosti.