

RIZIKO. ZAJÍMÁ VŮBEC NĚKOHO?

Za bezmála třicet let své profesní kariéry jsem byl účastníkem velkého množství investičních debat na různých úrovních a fórech, soukromých i veřejných, profesionálních i zcela laických a v řadě různých zemí. Debata se často stočí na výnosy, ať už historické, či očekávané. Nevybavuji si, že by však někdo někdy položil následující otázku: „Kolik rizika máš ve svém portfoliu?“

Jako by jediné, na čem záleží, byly výnosy, a riziko, které bylo potřeba k jejich dosažení podstoupit, bylo irrelevantní. Jako by riziko nikoho nezajímalo. Částečně je to pochopitelné, protože výnosy jsou konkrétní, dobře měřitelné a přinášejí přímý užitek, kdežto riziko je abstraktní pojem, každý si ho definuje jinak a k tomu všemu ještě není měřitelné, a to dokonce ani ex post. Ignorovat riziko se však nevyplácí.

Představte si, že každý den jezdíte do práce autem. Cesta má 40 km a trvá vám 30 minut při průměrné rychlosti 80 km/h. Váš kolega jezdí stejnou cestu 20 minut, protože jezdí o polovinu vyšší rychlostí. Každý den vám předhazuje, o kolik je lepší řidič, až jednoho dne už do práce vůbec nedorazí. Jeho rychlejší cesty do práce byly podnikány za cenu mnohem vyššího rizika. Různé odhady říkají, že od rychlosti 80 km/h se při každém zvýšení rychlosti o 15 km/h zdvojnásobí riziko vážné nehody. Většina řidičů asi tato čísla nezná a nebere je moc v úvahu.

V investování je to podobné. Vždy máme na mysli citát otce hodnotového investování Benjamina Grahama: „Investing isn't about beating others at their game. It's about

controlling yourself at your own game.“ V řídičské analogii to znamená pokaždé dorazit do cíle. V investiční analogii to znamená nevystavit peníze riziku trvalé ztráty. Takto si riziko definujeme ve Vltava Fund. Tímto cílem jsme trochu posedlí (možná je to chyba, ale k tomu se dostaneme později). Vždy, když děláme nějakou investici, naším cílem je neprodělat na ní peníze. Věříme tomu, že když se vyhneme větším a častějším ztrátám, zbytek portfolia se postará o solidní výnosy.

Počítám-li správně, za více než 12 let současné investiční strategie jsme koupili 80 různých akcií. 58 jsme jich od té doby prodali. Vydělali jsme v 50 případech, naopak v 8 případech jsme prodělali. (U 22 aktuálně držených pozic to zatím vypadá, že vyděláme na všech z nich.). Dá se tedy říci, že vyděláváme přibližně na devíti akciích z deseti. Není to sice stoprocentní výsledek, ale není k němu daleko, obzvláště když přihlídneme k tomu, že v absolutním vyjádření šlo spíše o menší ztráty.

Naše strategie není vytesána do kamene

Malý počet ztrátových investic má dvě příčiny. Za prvé, důsledně trváme na levnosti akcie a na velkém bezpečnostním polštáři (margin of safety), tedy rozdílu mezi cenou a hodnotou akcie. Cena je pro nás vždy důležitou složkou rizika a nízká cena toto riziko výrazně snižuje.

Za druhé, snažíme se učit z vlastních chyb. Neustále se snažíme sami sobě zpochybňovat to, jak investujeme. Sledujeme, které věci fungují a které ne, a snažíme se rozlišit, jakou roli v tom hraje náhoda a jakou naše vlastní rozhodnutí. S postupem času se tak i vyvíjí naše

investiční strategie. Abych byl konkrétní, uvedu několik příkladů. Při pohledu na složení našeho portfolio tyto věci asi málokoho napadnou, protože jde převážně o věci, které v portfoliu nejsou. Ne náhodně, ale cíleně. Vlastně teď budu chvíli mluvit o tom, co nevlastníme. Investování lze vlastně také chápat jako negativní selekci a dobrý investor by měl umět říci NE možná 99 % investičních nápadů.

Vyhýbáme se některým regionům

Možná si pamatujete, že v dřívějších letech jsme měli několik investic v Číně i v dalších zemích jihovýchodní Asie. Analýzám tohoto regionu a hledání dobrých tamějších investic jsme věnovali několik let úsilí. Nakonec jsme došli k závěru, že bude lepší, když se tomuto regionu zcela vyhneme. Investování je otázkou pravděpodobností a pravděpodobnost, že se nám zde bude dařit nacházet dobré investice, je menší než na rozvinutých trzích, a to z celé řady důvodů. Obecně řečeno, nestojí nám za to podstupovat rizika, která jinde podstupovat nemusíme. V posledních deseti letech je proto těžiště portfolia fondu právě na rozvinutých trzích.

Vyhýbáme se některým odvětvím

V dřívějších letech, zejména v dobách rychle rostoucích cen komodit ve druhé polovině minulého století, jsme rovněž několik let práce věnovali analýzám těžbařského sektoru. Zejména ropy, plynu, mědi a niklu. Měli jsme zanalyzovány prakticky všechny významné těžbařské projekty na světě. Ve výsledku jsme nabyli přesvědčení, že tyto sektory, ač mohou díky své výrazné cykličnosti čas od času přinášet investorům zajímavé výnosy, jsou svými obecnými charakteristikami pro dlouhodobé investování nevhodné a příliš riskantní. Od té doby se jim vyhýbáme.

Vyhýbáme se firmám, u kterých máme pochyby, že je management řídí ve prospěch akcionářů

V počátcích existence fondu jsme měli tři případy našich investic (v Norsku, ve Francii a v Číně), kdy jsme měli velké námitky vůči tomu, jak management firmu řídí. Tenkrát jsme se snažili za zájmy akcionářů bojovat. Setkávali jsme se s managementem, byli jsme velmi aktivní na konferenčních hovorech s vedením firem, a dokonce jsme i psali dopisy představenstvu. I když se s odstupem času ukázalo, že jsme měli pravdu a ve všech případech napáchal management svými kroky velké škody, nic jsme změnit nedokázali. Jediné, co nám zbývalo, bylo akcie prodat.

Jako lepší se nám proto jeví investovat už na začátku do firem, ve kterých má management stejné zájmy jako akcionáři a svými kroky to i potvrzuje. Dnes je přibližně polovina portfolia Vltava Fund tvořena akciemi společností, které jsou vedeny, či z velké části vlastněny zakladateli nebo jejich potomky.

Vyhýbáme se firmám s velkým dluhem

Jestli existuje něco, co může firmu rychle položit, potom je to její velký dluh. Těmto firmám se vyhýbáme velkým obloukem. Dáváme přednost firmám, které mají silnou rozvahu, malý dluh, či dokonce čistou hotovost a které se nespolehají na ochotu kapitálového trhu je financovat. Naopak, většina z firem, které vlastníme, vrací přebytečný kapitál akcionářům formou dividend a odkupů vlastních akcií. Dá se říct, že firmy, které vlastníme, si povedou dobře za téměř jakýchkoliv podmínek včetně hluboké recese, a dokonce mohou z takového prostředí znovu vyjít posíleny. Právě prodělaná prudká pandemická recese tuto naši domněnku

potvrdila. Je v podstatě nemožné odhadnout pravděpodobnosti poměrně řídkých jevů, jakým byla právě tato pandemie. Co však možné je, je odhadnout odolnost jednotlivých společností na podobné jevy. Na to se snažíme zaměřovat.

Vyhýbáme se firmám, které nemají osvědčený ziskový business model

Dnes žijeme v období tak zvané neziskové prosperity, kdy si na trzích mnohdy vedou dobře akcie firem, které nejenže nejsou a nikdy nebyly ziskové, ale často možná ani nemají představu, jak se do takového stavu dostat. Takové byznysy nás nezajímají. Nás zajímají firmy, které jsou trvale, dlouhodobě a vysoce ziskové a mají business model prověřený celou řadou krizových situací. Možná je to dáno naším věkem, ale tvrdošijně a možná zdánlivě staromódně zastáváme názor, že zisk je důvod, kvůli kterému se podniká. Od našich firem ziskovost důsledně vyžadujeme. Ocenění akcií takových firem potom nevyžaduje heroické předpoklady ohledně budoucnosti, další často přehlížený zdroj rizika.

Nesnažíme se soutěžit s okolím ani indexy

Investování není závod a jeho cílem není porážet soupeře nebo indexy. Takové soupeření totiž často svádí k tomu, aby investoři podstupovali přílišné riziko v dobách, kdy by bylo rozumnější držet se spíše zpátky. Pokud akciový index příliš rychle roste, potom jediným způsobem, jak ho porazit, často zůstává možnost kupovat za vyšší a vyšší ceny více a více akcií, které tvoří jeho špičku. V určitém okamžiku je riziko s tímto postupem spojené natolik vysoké, že to ztrácí smysl. To je jeden z důvodů, proč není naší hlavní prioritou průběžné soupeření s indexem.

Pokud sledujete naše výnosy delší dobu, potom víte, že za 12,5 roku současné investiční strategie je náš výnos podstatně vyšší než výnos světových akciových trhů. (Vltava Fund 392 % vs. MSCI World Index 236 %). Také jste určitě zaznamenali, že v některých obdobích za indexem zaostáváme. To jsou většinou právě doby, kdy je podle našeho názoru lepší dát na první místo riziko a až na druhé výnos. Tento přístup si hodláme zachovat i v budoucnosti.

Cílem investování, jak ho vidíme my, je dlouhodobě zvyšovat reálnou hodnotu peněz s podstoupením přijatelné míry rizika. K tomuto bodu se váže jedna má vzpomínka z 90. let. Myslím, že je velmi relevantní k dnešní situaci na trzích. Ta mi totiž připomíná právě druhou polovinu 90. let.

Jak to vypadalo v 90. letech?

Někdy v letech 1996-98, kdy jsem ještě spoluvlastnil Atlantik FT a byl jsem profesí makléř, absolvoval jsem kolem 200 návštěv svých klientů zejména v USA a v Británii. Jednalo se především o velké podílové fondy a o hedge fondy. Někteří z těchto investorů byli už tenkrát legendami a doslova jsem hltal jejich vyprávění. Mohl jsem z první ruky poslouchat, jak tito investoři investují po celém světě a jak o investicích uvažují.

Všichni tito investoři se dali zjednodušeně rozdělit do dvou skupin. V té první byli spíše ti mladší a agresivnější, kteří svá portfolia zaměřovali na akcie tou dobou v plném tempu běžící IT a telecom mánie. I tenkrát šlo o společnosti po většinou bez zisku, často i téměř bez tržeb, zato obchodující se s extrémně vysokými cenami akcií. Všechno ostatní považovali za přežitek a za nezajímavé. Investory, kteří jejich názor nesdíleli, označovali za dinosaury, kteří nechápu

moderní svět (sem řadili samozřejmě i Warrena Buffetta, který imunní vůči zpěvu dot.com Sirén připravoval v té době jednu z nejdůležitějších transakcí v historii Berkshire Hathaway – akvizici General Re).

Druhou skupinu tvořili investoři, kteří, stejně jako my dnes, dbali na kvalitu, bezpečí, nízké ceny akcií a ziskovost firem. Na tomto dělení by ještě nebylo nic zvláštního. Lidé se běžně liší ve svých názorech. Zajímavé ale je, jak to bylo dále.

Po několik let se zdálo, že první skupina ovládne trh. Měla vysoké výnosy a investoři se k nim jen hrnuli. Druhá skupina měla výnosy menší a investoři se k nim obraceli zády. Domnívali se, že tito portfolio manažeři nevědí, co dělají. Oni to však věděli dobře. Pak totiž přišlo jaro 2000, Index Nasdaq s velkým zastoupením IT a telecom firem se otočil směrem dolů, až nakonec poklesl skoro o 80 %. Akcie tak zvané staré ekonomiky si naopak vedly velmi dobře. Investoři v první skupině ztratili téměř všechny peníze a portfolio manažeři z této skupiny byli často doslova ze dne na den bez práce. Kdo ví, kde je jim dnes konec. Valná část společností, které tenkrát tvořily jejich portfolia, už rovněž dávno neexistuje. Naproti tomu, investoři z druhé skupiny byli velmi spokojeni a portfolio manažeři z této skupiny ve své práci pokračují často a úspěšně dodnes.

Tento zcela rozdílný přístup k riziku od obou skupin byl tenkrát do očí bijící a velmi mě zaujal, i když jsem ještě nevěděl, jak to celé dopadne. Dodnes to na mě zanechalo velký dojem. Portfolia obou skupin se lišila úplně jinou úrovní rizika. Dnes jsme na tom na trzích trochu podobně jako ve druhé polovině 90. let. Na jedné straně je zde celá řada velmi drahých

akcií s nejasnou budoucností, které jsou ale velmi populární a podle mnohých vlastnit cokoliv jiného než právě jen tyto akcie na trzích nemá smysl. Na druhé straně je zde spousta přehlížených, ale rozumně oceněných akcií firem, které si vedou ve svém podnikání velmi dobře. Diametrálně se liší také velikost rizika spojená s investováním do obou skupin akcií. My jsme plně zainvestováni v té druhé skupině, to je asi zbytečné dodávat. Historie naznačuje, že je to ta lepší, a hlavně bezpečnější cesta.

Neděláme chybu?

Naše averze k riziku je asi zřejmá. Přesto ale existuje logická námitka, zda není příliš velká a ve svém důsledku škodlivá. Cílem investování totiž není eliminovat maximum rizik. To by se promítlo do výsledku nižšími výnosy. Možná by bylo přece jen lepší být mnohem agresivnější a cílit při jednotlivých investicích na mnohem vyšší výnosy i za cenu častějších velkých ztrát. Toho jsme si vědomi. Když se ale vrátíme zpět k řidičské analogii, na prvním místě pro nás zůstává dojet vždy do cíle.

Když dáme stranou naše institucionální investory (investiční fondy, pojišťovny, korporace, církve, a podobně), průměrný věk našeho akcionáře (fyzické osoby) je 55 let. Nesetkáváme se proto pochopitelně s tím, že byste nás vy, naši akcionáři, vybízeli k tomu, abychom více riskovali. Riziko je komplikovaná věc a věc velice subjektivní. Náš pohled na to, co je a není riskantní, se s postupem času mění a asi se i nadále měnit bude s tím, jak budeme nabývat další zkušenosti. Není však pravděpodobné, že bychom náš konzervativní postup v budoucnu změnili. Bylo by jednoduché naskakovat do různých trendů a momentů a bez ohledu na výši cen se snažit vydělávat rychleji. Určitě by to nějakou chvíli

fungovalo, ale riziko s tím spojené by bylo příliš velké, a nakonec by se to i projevilo negativně na výnosech. Koneckonců i naše vlastní zkušenost z roku 2008 to potvrzuje.

Ještě před pandemií jsem se zúčastnil jedné mezinárodní investiční konference. Jeden z účastníků otevřel debatu na téma, zda má portfolio manažer kupovat populární akcie, i když jim nevěří, aby zvýšil přítok aktiv do fondu, nebo zda se má držet strategie, které věří, i za cenu toho, že může přijít o část aktiv. Názory byly různé a spíše odrážely priority účastníků. Pokud můžu mluvit za sebe, kdybych si musel vybrat, raději přijdu o část investorů, kterým se bude zdát, že vyděláváme po nějakou dobu příliš pomalu, než abych je připravil o peníze kvůli nadměrné míře rizika a honěním se za výnosy. Jinými slovy, raději bych v krajním případě přišel o kariéru profesionálního investora, než abych vystavil přílišnému riziku peníze, které jsou nám svěřené. Tento postoj jsem vždy obdivoval u největších a nejúspěšnějších investorů a považuji ho za jediný obhajitelný.

Změny v portfoliu

Během uplynulého čtvrtletí se v portfoliu Vltava Fund neobjevila žádná nová akcie a ani jsme se s žádnou nerozloučili. Pouze jsme navýšili naše pozice v NVR, CVS a v preferenčních akciích TGP třídy A. K větším obchodním aktivitám nebyl vážnější důvod. To však neznamená, že jsme byli pasivní. Naši aktivitu ale neměříme množstvím transakcí. Většinu našeho času a úsilí věnujeme analýzám jednotlivých společností a přípravě, rozšiřování a aktualizaci jakéhosi „nákupního seznamu“ akcií, do kterého je možno kdykoliv sáhnout, pokud je poměr ceny a hodnoty některé z nich atraktivní.

Někdy tato činnost přinese hmatatelný užitek hned, někdy až po mnoha letech. Tak například naše výnosy dejme tomu za poslední rok nejsou výsledkem naší práce během právě tohoto roku, ale výsledkem kumulativní činnosti, která sahá mnoho let zpět a ústí v aktuální podobu našeho portfolia.

Když si vzpomenete na loňské jaro a příchod pandemie, tak se vám určitě vybaví, že trhy velice rychle a prudce klesly, ale také že se ze dne na den otočily o 180 stupňů a začaly rychle růst. Příležitost koupit akcie za opravdu super atraktivní ceny tak trvala velice krátce, a kdo se v tom okamžiku teprve začal rozhlížet po trzích a hledat dobré investiční příležitosti, tomu ty nejlepší ceny utekly. O budoucím vývoji akciových trhů se toho dá říct spolehlivě poměrně málo, jedna věc je ale velmi pravděpodobná. Budou volatilní a velké pohyby ať už celých trhů, nebo jednotlivých akcií přinesou čas od času atraktivní investiční příležitosti. Myslíme si, že budeme připraveni na to rychle reagovat a příležitosti využít možná právě díky analytické práci, kterou jsme vykonali v tomto jinak poměrně klidném čtvrtletí, i když samozřejmě zatím nemůžeme tušit, kterých akcií se to bude týkat.

Dopis akcionářů, který jsem napsal před šest měsíci, nesl název *Inflace*. V něm jsem popsal důvody, proč nás zřejmě čeká období vyšší inflace. Dnes už v tom období jsme. Kamkoliv se člověk podívá, vidí rostoucí ceny. Včera jsem shodou okolností měl oběd s majitelem velké stavební firmy, a když mi popisoval, jak letí nahoru ceny stavebních materiálů a stavebních prací, nestačil jsem se divit. Padala čísla jako 40 % či 80 % a to byla řeč o meziročních změnách.

Centrální bankéři nám stále opakují svou mantru, že inflace je jen dočasná. Čistě

technicky vzato mají pravdu, protože všechno v životě je dočasné. Podstatné ale je, jaký mají věci průběh mezi dneškem a koncem dočasnosti. U inflace to platí dvojnásob. Pokud se současný růst inflace během léta zastaví, ukáže se, že jde jen o jednorázovou záležitost, a potom se její výše vrátí k vysněným dvěma procentům, neznamená to, že ceny klesnou zpět. Budou růst sice pomaleji, ale z vyššího základu. Důsledky inflace mají totiž kumulativní charakter.

Poslední známá meziroční výše inflace v USA činí 5 %. Jelikož krátké úrokové sazby a sazby na většinu depozit jsou blízké nule, znamená to, že vlastníci depozit za poslední rok přišli o 5 % jejich reálné hodnoty. To je obrovská suma peněz a tato ztráta je navždy. Jde vlastně o velmi vysokou skrytou formu zdanění. To, co činí současnou inflaci mnohem horší, než se zdá, jsou právě historicky rekordně vysoké (nebo snad lépe řečeno hluboké) záporné

reálné sazby. Pokud by při inflaci 5 % byly úrokové sazby dejme tomu 7 %, bylo by snadnější se proti ní bránit. Tomuto světu jsme však na hony vzdáleni. Záporné reálné úrokové sazby jsou dnes běžné vlastně v celém rozvinutém světě. Až sem nás tedy rozvoj zavedl.

Ať už je vysoká inflace záležitostí jen letošního léta, nebo spíše střednědobým fenoménem, prostředí, ve kterém už delší dobu žijeme a investujeme, tedy prostředí výrazně záporných reálných úrokových sazeb, tady bude dlouhodobě a nůžky mezi inflací a nominálními sazbami se budou mít tendenci spíše rozevírat. Toto už opakujeme řadu let a vývoj nám dává bohužel zapravdu. Jak se znovu a znovu ukazuje, inflace je hlavní nepřítel investora a současně jeho hlavní motivací investovat.

Daniel Gladiš, červenec 2021

Pro více informací

Navštivte www.vltavafund.com

Napište investor@vltavafund.com

Sledujte www.facebook.com/vltavafund a <https://twitter.com/danielgladis>

Disclaimer:

Fond je licencován Malta Financial Services Authority (MFSA) jako Alternative investment fund .

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.

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. Nespolehejte 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.

Data potřebná pro sestavení tohoto dokumentu jsou čerpána ze spolehlivých zdrojů, nemůžeme však garantovat jejich stoprocentní bezchybnost nebo přesnost.

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, ani jako investiční doporučení týkající se zmíněných konkrétních akcií.

Před úpisem by měli potenciální investoři vyhledat nezávislé odborné porádce, 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. Výnosy u jednotlivých investic jsou neauditované, jsou uváděny v přibližné výši a mohou zahrnovat dividendy i opce.

© Copyright 2021 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.