

SEZNAMTE SE, PROSÍM.

Možná někteří z vás víte, že ve Vltava Fund nazýváme Warrena Buffetta tak napůl žertem „Synem Nejvyššího“. Tím Nejvyšším je potom pro nás Benjamin Graham. Graham byl vlivný investor, který svou prací položil základ pro oceňování akcií tak, jak ho dnes provádí většina investorů.

Za jedny z hlavních Grahamových myšlenek lze považovat názory, že akcie reprezentuje podíl na podnikání společnosti a že každá společnost má svou vnitřní hodnotu. Tyto myšlenky jsou stejně platné a relevantní dnes, jako byly přelomové v letech 1934 a 1949, kdy Graham publikoval své dvě stěžejní knihy *Security Analysis* a *The Intelligent Investor*. (Tato druhá kniha měla na mě takový dopad, že si dodnes přesně pamatuji, kdy a kde jsem ji poprvé četl, i když to bylo ještě v minulém století. Jediná další kniha, se kterou se mi vybavují stejně přesné vzpomínky, je *Kmotr*. Zajímalo by mě, co by tomuto spojení řekl nějaký psychoanalytik.)

Bylo by asi zbytečné opakovat, že se na naše investice snažíme dívat podobně jako Graham. Akcie je i pro nás především podíl na společnosti a na základě vztahu mezi cenou a hodnotou se snažíme vybírat i jednotlivé akcie. Určujícím faktorem je pro nás výše hodnoty společnosti dnes, její očekávaný vývoj v budoucnosti a riziko spojené s jejím podnikáním. Současně víme, že hodnota nevzniká sama od sebe, ale je výsledkem práce lidí. Společnosti tedy chápeme jako živé entity, kde se lidé svou prací snaží vytvářet hodnotu. Lidé, kteří ji tvoří, jsou pro nás podobně důležití jako charakteristiky samotného businessu. Mnoho veřejně obchodovaných společností

má v čele vynikající tvůrce hodnoty. Pojdme se teď podívat velmi stručnou formou na pár takových osobností a jejich příběhů z našeho portfolia.

Alain Bouchard (Alimentation Couche-Tard)

Společnost Alimentation Couche-Tard je jedním z nejzajímavějších a nejúspěšnějších kanadských podnikatelských příběhů. Hlavní podíl na tom má její zakladatel Alain Bouchard. Alain je rodákem z kanadského Quebecu a prvních dvanáct učednických let své kariéry strávil na různých pozicích v několika retailových firmách. V roce 1980 se ve svých 31 letech rozhodl založit vlastní business a v městě Laval si otevřel svůj první „convenience store“. Přišel na tehdejší dobu s přelomovým nápadem mít obchod otevřený nonstop. Tomu trochu odpovídá i název společnosti a její logo s mrkající sovou. Volně se to dá celé přeložit jako noční pták.

Společnost se úspěšně rozrůstala. Nejprve pomaleji, potom čím dál rychleji jak organicky tak většími a většími akvizicemi. Dnes má svých obchodů v Kanadě, USA, severní Evropě a v Asii téměř 15 000 (většina z nich má i čerpací stanice) a s tržbami přes 50 miliard dolarů ročně patří mezi největší globální společnosti ve svém odvětví.

Alain Bouchard je dnes stále předsedou představenstva i velkým akcionářem společnosti. I jeho zásluhou má společnost zakořeněnou kulturu, ve které prim hrají výnosy kapitálu, efektivita chodu a kvalita služeb. Couche-Tard je jedna z mála společností, která vyrostla z velké části díky

častým akvizicím a která se může pochlubit tím, že převzaté části si většinou vedou po převzetí lépe než před ním. I přes svou současnou velikost má Couche-Tard stále velký prostor pro další růst. (Celý příběh společnosti popisuje kniha Guye Gendrona - *Daring to Succeed: How Alain Bouchard Built the Couche-Tard & Circle K Convenience Store Empire*. Můžu ji vřele doporučit.)

Greg Abel, Ajit Jain, Todd Combs a Ted Weschler (Berkshire Hathaway)

Společnost Berkshire Hathaway je a navždy bude spojena se jménem Warren Buffett. Psát o tom, co Buffett za 60 let v jejím čele dokázal vytvořit, by bylo nošením dříví do lesa. (Nejpodrobnější popis nabízí knížka Adama Meada z letošního jara nazvaná *The Complete Financial History of Berkshire Hathaway: A Chronological Analysis of Warren Buffett and Charlie Munger's Conglomerate Masterpiece*.) Byl by to také pohled dozadu, což je sice společný potenciální problém u všech těchto korporátních příběhů, v případě Berkshire však o to citelnější s ohledem na Buffettův věk. Naštěstí víme, kdo bude řídit Berkshire po Buffettovi, a proto raději pár slov o tomto zvoleném následníkovi. Lépe řečeno o následnících. Berkshire bude totiž v rukou čtyř výše zmíněných osob. Všichni čtyři mají za sebou velmi úspěšnou kariéru a navíc do velké míry již spjatou přímo s Berkshire Hathaway.

Budoucím CEO bude Greg Abel. Abel pracuje již od roku 1992 ve společnosti, která se dnes jmenuje Berkshire Hathaway Energy a od roku 2008 je jejím CEO. Má lví podíl na tom, že Berkshire se za poslední dvě dekády prakticky z nuly stala velkým hráčem na poli energetiky s aktivy 90 miliard dolarů. Jelikož hlavním úkolem Abela v pozici CEO bude alokace aktiv

na úrovni celého holdingu, je jeho působení v BHE skvělou přípravou a nese si s sebou do začátku výborné vysvědčení.

Nejhodnotnější součástí Berkshire je stále její pojišťovací business. Ten je bez debaty globální jedničkou a velkou zásluhu na tom má Ajit Jain. Od roku 1986 stojí v jeho čele a to, co postupně vybudoval, nemá ve svém oboru nikde obdoby. Buffett kdysi řekl: „Pokud bychom Charlie, já a Ajit byli na potápějící se lodi a jen jeden z nás by se mohl zachránit, plavte k Ajitovi.“ Myslím, že to mluví samo za sebe a je dobře, že Ajit Jain i nadále zůstane na své pozici a bude dál vytvářet hodnotu pro akcionáře Berkshire.

Veřejně obchodované portfolio Berkshire, které dnes čítá přibližně 500 miliard dolarů, bude v rukou Todda Combse a Teda Weschlera. Oba byli velmi úspěšnými portfolio manažery už před tím, než si je Buffett vybral jako své budoucí nástupce. Combs je v Berkshire od roku 2010 a Weschler od roku 2012. Od té doby oba řídí menší, ale postupně narůstající část portfolio Berkshire. Myslím, že budou i nadále výborní. Pokud si je největší žijící investor vybral z nepřeberného množství kandidátů jako své nástupce, těžko si asi můžeme přát lepší dobrozdání.

Toto kvarteto tedy bude řídit Berkshire Hathaway poté, co ze své pozice odejde Warren Buffett. Buffett je jen jeden a žádný podobný už nebude, ale i přesto si dokážu docela dobře představit, že čtveřice jeho nástupců bude dohromady ještě lepší, než je tento Syn Nejvyššího.

Christopher Bogart (Burford Capital)

Velice málo lidí může o sobě říct, že je pionýrem a lídrem ve vznikajícím odvětví, které svou činností pomáhá formovat, a že založil a

vede ve stejném odvětví společnost, která je nejen od začátku vysoce zisková, ale současně zaujímá v odvětví dominantní a místy až monopolní pozici. Myslím si, že Christopher Bogard, CEO Burford Capital, by to o sobě říci mohl.

Bogart je profesí právník a v prvních dvou dekádách své kariéry získal cenné zkušenosti v investičním bankovníctví, v právních odděleních velkých korporací i v soudních sporech. Tyto zkušenosti a znalost prostředí ho spolu s Jonathanem Molotem přivedly před dvanácti lety na myšlenku založit společnost Burford Capital.

Burford je globální lídr v odvětví, kterému se říká litigation finance. V běžné mluvě to znamená, že Burford pomáhá různým velkým korporacím, právním kancelářím, fyzickým osobám a případně dalším entitám financovat jejich soudní spory výměnou za podíl na případné kompenzaci přiznané soudem. Samozřejmě s tím plně nese i riziko neúspěchu. Je těžké představit si odvětví, kde by výsledek záležel více na schopnostech, znalostech a zkušenostech lidí, kteří tuto práci dělají. Umět posoudit soudní případ čistě z pohledu právníka je jedna věc. K tomu je však potřeba umět pracovat i s pravděpodobností, časovými horizonty a to všechno umět vyjádřit penězi.

Myslím si, že něčeho takového je s konzistentními výsledky schopen málokdo. Burford mezi tyto entity evidentně patří, pokud je možné soudit z jeho dosavadních výsledků, širší klientské báze a schopnosti dělat velké transakce. Tato kombinace mu dává velmi silnou konkurenční výhodu s téměř monopolními prvky v některých částech trhu, který je mimochodem obrovský.

Burford je možné chápat jako období private equity společnosti s tím rozdílem, že se Burford nemusí sám snažit o „exit“ jednotlivých investic z portfolia. Tyto „exity“ mu totiž přinášejí s mnohem rychlejší obrátkou samy soudy. Když vezmeme všechny uzavřené investice Burfordu za celou dobu existence společnosti, jejich ROIC činí 95 %. To znamená, že v průměru se jim každá investice téměř zdvojnásobí. IRR, což je ukazatel výnosu, který bere v úvahu i dobu, po kterou investice běží, je za celé období existence společnosti 30 % p. a. V době, kdy se všude mluví o umělé inteligenci, a ta lidská inteligence se někdy trochu přehlíží, je Burford hezkým příkladem toho, že i lidská inteligence může vytvářet velké hodnoty.

Tom Gayner (Markel Corporation)

Zajímavé je, že zatímco business model Berkshire Hathaway je v zásadě velmi jednoduchý, produkuje výborné výsledky a současně je už dlouhá desetiletí všem na očích, téměř nikomu se nepodařilo ho napodobit. Realizace této myšlenky bude zřejmě velmi obtížná. V podstatě asi jedinou firmou, která do velké míry úspěšně kráčí ve stopách Berkshire, je Markel Corporation. Jejím základem je rovněž úspěšný velmi ziskový pojišťovací business, který produkuje volný kapitál k dalším investicím jak do veřejných, tak do neveřejných akcií v kombinaci s příkladnou alokací aktiv.

Velkou zásluhu na tom má její co-CEO Tom Gayner. Markel byl původně rodinný business založený v roce 1930 rodinou Markelů. Tom Gayner se v dění objevil v roce 1990, kdy se ujal investiční částí Markelu a od roku 2016 zastává společně s Richardem Whittem pozice dvou co-CEO.

Tom Gayner je především právě výborný investor a alokátor aktiv. V Markelu má dnes na starosti investiční portfolio o velikosti 28 miliard dolarů a také tu část, která investuje do privátních firem a nese název Markel Ventures. Svými výsledky se lví měrou přičinil o to, že cena akcií během jeho působení vzrostla z 10 na 1200 dolarů. To je přibližně stejný procentuální nárůst, jaký za stejné období měla akcie Berkshire. Tom Gayner a vlastně i celý Markel jsou pěkným příkladem toho, že k úspěchu ve finančním světě není potřeba vymyslet něco nového, přijít s nějakou inovací nebo se stůj co stůj snažit něco narušovat. K úspěchu stačí dobře aplikovat věci a postupy, které jsou léty ověřené. Snadné to však rozhodně není. Markel má vůči Berkshire jednu nespornou výhodu a tou je mnohem menší velikost. Dlouhodobý potenciál společnosti v rukou Toma Gaynera a jeho kolegů stále zůstává obrovský.

Anthony Coombs (S&U)

S&U je malá britská rodinná firma, která díky své velikosti stojí stranou hlavního zájmu investorů a analytiků. V našich očích je příkladem známého rčení „small is beautiful“. S&U byla založena Cliffordem Coombsem v roce 1938. Posledních 13 let stojí v jejím čele Anthony Coombs a má velkou zásluhu na její současné podobě. Anthony Coombs je člen třetí generace Coombsových ve vedení firmy a rodina stále vlastní přibližně polovinu akcií. K firmě se chovají jako ke skutečnému rodinnému majetku, jsou trpěliví, systematictí, zbytečně neriskují a přitom velmi dbají i na zájmy minoritních akcionářů. Jestli se o někom dá říct, že má „skin in the game“, pak jsou to právě management a hlavní akcionáři této společnosti. Líbí se nám být s nimi na jedné lodi a jediný důvod, proč těchto akcií nekoupíme

ještě víc, než jich máme, je ten, že nás brzdí jejich relativně nízká likvidita.

Jamie Dimon (JP Morgan) a Herman Gref (Sberbank)

Zatímco předchozí jména by se dala zařadit do kategorie zakladatel/pokračovatel/klíčový akcionář, tato poslední dvě jména patří do kategorie profesionálních nájemních manažerů. Je to vlastně nejpočetnější kategorie mezi šéfy velkých firem, ale i mezi nimi existuje celá řada osobností s mimořádnými dlouhodobými výsledky. Podle našeho názoru mezi ně patří i Jamie Dimon a Herman Gref.

JP Morgan považujeme za nejsilnější, největší a nejziskovější banku světa. Nebyla jí odjakživa a za to, čím je, vděčí především jejímu CEO Jamiemu Dimonovi. Dimon strávil celou svou kariéru v bankovníctví. Do JP Morgan se dostal oklikou poté, co banka koupila v roce 2004 Bank One, již byl v té době CEO. Od začátku roku 2006 je Dimon CEO celé JP Morgan.

Kvalita a síla banky JP Morgan se pod jeho vedením poprvé naplno projevila v roce 2008. JP Morgan nejen že pomohla na jaře toho roku stabilizovat trh tím, že převzala bankrotující banku Bear Stearns, ale během celé Velké finanční krize byla jedinou velkou americkou bankou, která nevyžadovala pomoc od státu a i v těžkém roce 2008 byla vysoce zisková. Dnes je JP Morgan ještě větší, ještě ziskovější a ještě silnější než kdykoliv dříve. Řada investorů na banky pohlíží s despektem, ale dobrá banka s dobrým managementem může být velmi dobrou dlouhodobou investicí. Akcie JP Morgan od fúze s Bank One v roce 2004 do konce roku 2020 překonaly i výnos indexu S&P 500. Banka během tohoto období dosáhla celkového čistého zisku 330 miliard dolarů,

z čehož 232 miliard vyplatila akcionářům na dividendách a odkupech vlastních akcií. K přečtení můžu doporučit knihy o Jamie Dimonovi *The House of Dimon* a *Last Man Standing*.

Možná je pro vás překvapením, že jsem do výčtu osob v tomto dopise zařadil i Hermana Grefa, od roku 2007 CEO ruské Sberbank. Jeho výsledky však mluví za vše.

Já jsem si kdysi sám poprvé koupil akcie Sberbank někdy na přelomu let 1996 a 1997, tedy v době, kdy ruský trh byl ještě pro většinu světa terra incognita. Tenkrát to byl velmi divoký trh a Sberbank samotná byla se vším všudy obrazem socialistického hospodářství. Dokonce ještě i v roce 2007, kdy do jejího čela nastoupil Herman Gref, to nebylo o moc lepší. Dnes je to něco úplně jiného a nenapadá mě žádná velká banka na světě, kde by se odehrál srovnatelný kvalitativní posun.

Sberbank je dnes co se týče absolutní výše zisku nejziskovější banka světa mimo USA a Čínu a její poměrové ukazatele by jí mohla závidět (a možná i závidí) jakákoliv větší banka na světě. Sberbank má rovněž na domácím trhu takové dominantní postavení, jaké jsem v žádné jiné větší zemi neviděl a navíc je považována za technologického lídra v bankovníctví nejen na emerging markets, ale i z globálního pohledu. Motorem všech těchto změn byl a je Herman Gref. Pod jeho vedením účetní hodnota akcie Sberbank (včetně vyplacených dividend) narostla na více než desetinásobek. To je přibližně 20 % p. a.

Shrnutí

Jsem si vědom toho, že výše uvedené popisky jsou velmi zjednodušeným a zkráceným pohledem na vybrané manažery. Nesnažil jsem

se však podat nějaké zcela vyčerpávající curriculum. Ostatně, jak jsme viděli výše, k dispozici jsou již celé knihy. Spíše jsem se snažil přivést pozornost k jedné z nejkouzelnějších věcí, které investování do akcií nabízí. Velmi jednoduchou transakcí - nákupem akcií - se člověk rázem stane partnerem všech tvůrců hodnot ve vedení firem, které si vybral. Všichni z těch, o kterých jsem zde mluvil, jsou totiž i akcionáři (často velmi velcí akcionáři) ve firmách, které řídí. Navíc pocit, že tito lidé teď pro vás pracují, vás může hřát ve dne v noci. A pokud si i nadále povedou stejně úspěšně, nezůstane jen u pocitu. Bude to vyjádřeno i v cenách akcií. Pro nás jako investory je sledování dobrých manažerů a spolu investování s nimi i jednou z cest, jak se můžeme učit.

Při každé investici vlastně vkládáme peníze, které jste nám svěřili, do rukou lidí ve vedení firem, do kterých jsme investovali. Vždycky nás pro to zajímá, kdo jsou, co mají za sebou a co lze od nich očekávat. Je jasné, že i akcie takových firem mohou hodně kolísat. V podstatě to i očekáváme. V každé z těchto akcií se velice pravděpodobně dočkáme celé řady poklesů, které se budou měřit na desítky procent. Vždycky tomu tak bylo a budoucnost v tomto směru určitě nebude jiná. Manažeři firem koneckonců nemají moc vliv na krátkodobé pohyby akcií. Pokud však řídí své firmy dobře a pokud efektivně alokují jejich kapitál, budeme spokojeni. V dlouhodobém pohledu by se to mělo postarat i o ceny akcií.

Změny v portfoliu

Máme dvě nové pozice. Tou první je Williams-Sonoma. Tato pozice je zatím velmi malá, a tak kromě toho, že řeknu, že se nám velmi líbí jak její příběh a potenciál, tak její čísla, nebudu to

zatím více rozebírat. Uvidíme, kam nás budoucnost zavede.

Druhá pozice je mnohem větší a do rukou nám ji přihrál nečekaný vývoj událostí. Jedná se o akcie Willis Towers Watson. Jde o britskou společnost s kořeny až v roce 1828. WLTW je třetím největším pojišťovacím makléřem na světě. Toto odvětví je nám dobře známé, protože jsme kdysi měli v portfoliu akcie jejího o kousek většího konkurenta AON.

Loni na jaře oznámil právě AON, že se s WLTW dohodl na spojení. Při fúzi by akcionáři WLTW obdrželi akcie AON. Jak už to při takových oznámeních bývá, do hry se vložili investoři, kteří provádějí takzvanou merger arbitráž. V tomto konkrétním případě nakoupili akcie WLTW a prodali short akcie AON s cílem vydělat na tom, že ceny obou akcií ještě plně nezohledňovaly směnný poměr při fúzi. Merger arbitráž navíc běžně pro zvýšení zisku používá v hojně míře páku.

Letos v létě však AON a WLTW společně oznámili, že od plánované fúze odstupují, protože nedostali její schválení od amerického ministerstva spravedlnosti. To se bálo, že by v už tak dost koncentrovaném odvětví spojení druhého a třetího největšího hráče příliš omezilo konkurenci. Okamžitou reakcí na toto oznámení bylo samozřejmě uzavírání pozic z merger arbitráže. To přineslo okamžitý skok akcií AON nahoru a posun akcií WLTW směrem dolů. To jsme v akciích WTW považovali za výbornou nákupní příležitost. (WLTW navíc obdrželo od AON miliardu dolarů „breakup

fee“.) Díky tomu, že jsme celé odvětví i obě společnosti už z dřívějších let dobře znali, byli jsme schopni reagovat okamžitě a poměrně nečekaně a rychle se tedy v portfoliu Vltava Fund objevila nová, velmi atraktivní investice.

Pojišťovací makléřství je moc dobrý business. Zjednodušeně řečeno, pojišťovací makléř je zprostředkovatel, který za úplatu prodává, shání nebo sjednává pojištění jménem klienta. Nenese pojistné riziko a neriskuje tím vlastní kapitál. Žije z provizí a z toho, že jde o velký stále se opakující business. Jen tak pro představu - například z 500 největších společností světa podle žebříčku Fortune Global 500 jich je více než 90 % klienty WLTW. Celé odvětví je velmi koncentrované s poměrně velkými bariérami vstupu do odvětví. WLTW je světová trojka, má velmi vysoké volné cash flow, nízké nároky na kapitálové investice a velmi cennou klientskou bázi. Celý business poskytuje i určitou dlouhodobou ochranu proti inflaci, protože objem celkového pojistného roste tím rychleji, čím rychleji roste nominálně ekonomika a ceny majetku. Musím říct, že jsme moc rádi, že nám okolnosti přihrály tuto investici.

Pozvánka na konferenci

V listopadu pořádáme spolu s Lenkou Schánovou již 8. ročník České investiční konference. Všichni jste opět srdečně zváni! Letos bude mít naše konference opět on-line podobu, stejně jako loni. Program a registrace můžete najít zde: www.ceskainvesticnikonference.cz

Daniel Gladiš, říjen 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. Nespoléhejte 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 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. 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.