

## FIRMY A JEJICH ALOKACE KAPITÁLU

Během února jsme s Markétou Bidrmanovou v podcastu *Ve vatě* natočili díl, který se věnoval dividendám. Soudě podle diskuze, která se po podcastu rozběhla na sociálních sítích, lidé se na otázku výplaty dividend dívají často trochu nesprávně, a především ji nehodnotí v kontextu celkové alokace aktiv firem, do níž dividendy jako jedna z více možností spadají. Proto mě napadlo, že by možná stálo za to věnovat tento dopis akcionářům právě alokaci kapitálu ze strany firem, a vysvětlit, jak se na ni sami díváme.

### Ideální CEO

Představte si, že CEO nějaké firmy působí ve své pozici nijak neobvyklých šest let. Pokud během této doby dosahuje firma více méně průměrného výnosu kapitálu ve výši 10 %, potom zmíněný CEO během svého působení rozhoduje o alokaci aktiv, jejichž výše se rovná přibližně třem čtvrtinám aktiv firmy v době, kdy do své funkce nastoupil. To, jak dobře nebo špatně jsou aktiva průběžně alokována, má dramatický dopad na hodnotu firmy.

Prvořadým úkolem managementu společnosti (často se na to zapomíná) by měla být maximalizace hodnoty společnosti v přepočtu na jednu vydanou akcii. Alokace kapitálu v tom hraje klíčovou roli. Pro účastníky trhu, kteří držení svých akcií měří na dny nebo týdny, jsou tyto úvahy irelevantní. Avšak pro investory, jako jsme my, kteří považují akcie především za podíl na podnikání společnosti a smysl investování do akcií vidí v dlouhodobém působení lidmi vytvářených hodnot a složeného výnosu kapitálu, mají tyto úvahy zásadní smysl.

Když analyzujeme nějakou společnost jako potenciální investici, za ideální považujeme, aby CEO měl dvě základní dovednosti. Aby uměl dobře řídit samotný business společnosti a aby uměl efektivně alokovat vydělaný kapitál. V praxi je mnohem častější, že CEO si vede lépe jako business manažer a hůř jako investor při alokaci kapitálu. Je to celkem pochopitelné, protože velká část šéfů firem se na své pozice propracovala během působení v oboru, především díky svým odborným a manažerským schopnostem. Jakmile se však ve společnosti dostanou na úplný vrchol, rázem jim přibude další sada zodpovědností související právě s alokací kapitálu. Tato činnost vyžaduje zcela jiné myšlení, dovednosti a předpoklady a její úspěšné zvládnutí je v praxi mnohem vzácnější. CEO, který dokáže dobře řídit business, a ještě navíc výborně alokovat vydělaný kapitál, je zlatý poklad. Obzvláště v případech, když je jeho působení ve funkci dlouhodobější.

### Alokace kapitálu

Společnosti mají celou řadu možností, jak alokovat kapitál. Mohou ho investovat zpět do vlastního podnikání formou kapitálových výdajů (ať už udržovacích nebo růstových), do rozvoje a výzkumu, do prodeje, administrativy a všeobecných výdajů. Při rostoucím businessu zpravidla část dodatečného kapitálu spolknou posílení provozního kapitálu. Dalším, poměrně častým směrem, kam putuje kapitál, jsou akvizice. Pokud jsou výše zmíněné atraktivní možnosti vyčerpány, může být kapitál použit na snížení dluhu, případně může být vyplacen akcionářům. Pro výplatu kapitálu akcionářům

se nabízejí v zásadě dvě možnosti – dividendy a odkupy vlastních akcií.

Některé z výše uvedených položek mohou mít i záporné znaménko. Vlastní akcie lze odkupovat, ale také emitovat. Dluh lze snižovat, ale také zvyšovat, a protipólem akvizic mohou být prodeje části majetku. Hlavním zdrojem kapitálu firem dlouhodobě bývá vlastní generovaný zisk. Na druhém místě potom dluh. Obecně se dá říct, že firmy, které rostou rychleji, než je jejich výnos kapitálu (ROIC), mají spíše potřebu získávat externí kapitál, a firmy, které rostou pomaleji, než jsou jejich výnosy kapitálu, mívají kapitálu nadbytek a zabývají se spíše tím, kam ho alokovat.

Jak je vidět, každý CEO má na jedné straně několik možností, jak kapitál generovat, a na druhé straně ještě více možností, jak kapitál alokovat. Teoreticky by měl vždy vzít v úvahu všechny možnosti, které se mu na obou stranách vahu nabízejí, srovnat výnosnost jednotlivých variant alokace kapitálu (s přihlédnutím k rizikům s tím spojeným) a potom vybrat ty možnosti, které slibují nejvyšší výnos. Z našeho investorského pohledu lze potom za dobré a dobře řízené společnosti považovat takové, které mají vysoký celkový výnos investovaného kapitálu (ROIC). Vedení firem je potom možné považovat za efektivního alokátora aktiv, pokud je vysoký výnos dodatečně investovaného kapitálu (ROIIC).

### **„Agent-principal“ problém**

Aby byl CEO firmy takto úspěšný, musí nejen mít odpovídající schopnosti, ale také musí myslet a konat jako akcionář. Velmi záleží na jeho cílech a motivaci. Často se setkáváme s tím, že tomu tak není. Jde o učebnicový příklad problému, kterému se říká „agent-

principal“. Jde o to, že často vzniká konflikt mezi zájmy a prioritami managementu, který je v pozici najatého „agenta“, a vlastníků (akcionářů), kteří jsou v pozici „principals“. Management jedná jménem subjektu, který vlastní někdo jiný. Management přitom často mívá své vlastní cíle. Především jde o jeho vlastní kompenzaci, význam a prestiž související s velikostí businessu, který řídí. Manažeři často upřednostňují své kariérní riziko a mívají zpravidla kratší uvažovací horizont. Akcionáře firem tyto věci v podstatě moc nezajímají. Zajímá (nebo by je měla zajímat) dlouhodobá tvorba hodnoty v přepočtu na jednu akcii, kterou vlastní. Jak moc se managementu podaří přiblížit vlastní cíle a ambice cílům akcionářů, o tom velmi často vypovídá právě způsob alokace aktiv.

### **Akvizice**

Studium dění na trzích a naše vlastní investorské zkušenosti nás vedou k závěru, že největším potenciálním rizikem destrukce hodnoty při alokaci aktiv jsou akvizice. Je to proto, že jde celkově o formu alokace kapitálu, do které směřují největší objemy peněz. V jednotlivých případech jde o sumy, které jsou i obrovské ve srovnání s velikostí a kapitalizací kupující společnosti. Navíc jde o transakce, kde ego managementu může hrát velkou roli a kde se zájmy a cíle managementu nejčastěji rozcházejí se zájmy akcionářů. Chuť managementu k akvizicím má k tomu všemu ještě cyklický charakter. Roste s cenami akcií a k největšímu počtu akvizic dochází zpravidla v obdobích, kdy vrcholí býčí trh. Prostor pro chyby je zde jednoduše největší. Za nejhorší považujeme akvizice, které jsou hodně velké, které jsou placeny akciemi místo hotovostí a které jdou mimo dosavadní hlavní podnikání kupujícího. Často se také stává, že oznámení

těchto akvizic je nečekané, trh je jím zaskočen a následuje okamžitá negativní reakce ceny. I v našem portfoliu se během minulých let objevily dva případy těchto velkých akvizic (Sanofi, Teva) a naše rozhodnutí tyto akcie rychle prodat se ukázala jako správná. Společnostem a managementům, které mají za sebou historii velkých akvizic nebo kde hrozí, že se do nic začnou pouštět, se snažíme vyhýbat.

Bylo by potřeba ale také říci, že existují společnosti, které na akvizicích dlouhodobě zakládají svůj růst a daří se jim to velmi dobře. Jednotlivé akvizice nepřeplácejí, umí je dobře integrovat, nemají megalomanské plány, a když nejsou žádné atraktivní koupě k dispozici, dovedou trpělivě čekat na příležitost. V takových firmách potom akvizice neničí, ale vytvářejí hodnotu. Příkladem takové společnosti z našeho portfolia je Alimentation Couche-Tard. Není náhoda, že je stále kontrolována svými zakladateli, kteří v ní dodnes vlastní podstatný podíl a uvažují proto jako skuteční akcionáři. Alimentation Couche-Tard shodou okolností jednu svou další akvizici oznámila minulý měsíc. Transakce se nám velmi líbí.

### Vnitřní investice

Další dvě velké položky ohledně alokace kapitálu, které svou velikostí stojí hned za akvizicemi, jsou investice do prodeje, administrativy a všeobecných výdajů (SG&A) a kapitálové výdaje. Podíl kapitálových výdajů v posledních desetiletích postupně klesá s tím, jak se investice u firem obecně mají tendenci posouvat od hmotných do nehmotných aktiv. Některé dříve neexistující firmy i celé sektory dnes fungují s relativně malými hmotnými aktivy, což logicky mění i charakter a směr jejich investic. Tento trend klade nové nároky na

analýzu a ocenění firem, protože investice do nehmotných aktiv se v účetnictví často dají těžko odlišit od běžných provozních výdajů a ztěžuje to vyhodnocení jejich efektivity, životnosti a někdy i smysluplnosti.

### Dividendy a odkupy akcií

Pojďme se nyní zastavit u těch typů alokace aktiv, která směřují kapitál od firem k akcionářům. Děje se to v zásadě třemi způsoby. Výplatou dividend, odkupy vlastních akcií a celým prodejem firmy. Prodej celé firmy je trochu specifický případ, a proto ho ponecháme stranou a budeme se věnovat dividendám a odkupům vlastních akcií. To jsou v celkové alokaci kapitálu firem velmi velké položky, mohou mít velký dopad na hodnotu firem a jsou často chápány ze strany akcionářů trochu mylně. Co se týče jejich relativní velikosti, tak dividendy jsou historicky starší a dříve bývaly i přednostní formou vyplácení peněz akcionářům. V posledních desetiletích však roste význam odkupů akcií a ty dnes například na americkém trhu svou velikostí předčí dividendy.

Mnoho investorů kupuje některé akcie především pro jejich dividendy. Mají rádi, když jim pravidelně na účtu přistanou z dividend peníze. Tento více méně pravidelný a předvídatelný příjem jim dává pocit, že opravdu něco od svých vlastněných firem dostávají. To je sice pravda, ale realita je taková, že samotná výplata dividendy nedělá investora bohatším. Je to jen zdání, které je možno považovat za standardní psychologickou chybu uvažování nazvanou mentální účetnictví. Při mentálním účetnictví si investoři vyhodnocují dividendy samostatně a odděleně od zbytku investic, což je chyba. Výplata dividend sice pro investora představuje

příjemné cash flow, ale děje se na úkor „jistiny“ neboli hodnoty držené dál prostřednictvím akcií.

Výplatou dividendy skutečně bohatství nevzniká. Lze to snadno demonstrovat na jednoduchých číslech. Představte si, že akcionáři společně vlastní nějakou společnost, která má před výplatou dividend majetek ve výši 1 miliardy. Když společnost vyplatí akcionářům dividendu 50 miliónů, akcionáři vlastní podíl ve společnosti s majetkem 950 miliónů plus 50 miliónů hotovosti. Jejich majetek se výplatou dividend nezmění. V podstatě se dá říct, že dostali vyplaceno něco, což již před tím vlastnili prostřednictvím akcií. Ke stejnému závěru dochází i standardní oceňovací modely, které stanoví hodnotu společnosti jako součet diskontovaných budoucích toků hotovosti minus čistý dluh. Výplatou dividend dochází ke zvýšení čistého dluhu společnosti a k adekvátnímu snížení její hodnoty. Přesně o tolik, kolik akcionáři obdrželi dividend. Koneckonců to zohledňuje i kotace akcií na burze, když dividendové akcie den po výplatě dividend mají tendenci otevírat na ceně, která je o vyplacenou dividendu nižší, než kde akcie o den dříve uzavřela. V reálném světě, ve kterém se platí daně z dividend, jsou dokonce akcionáři po výplatě dividend na tom právě o srážkovou daň z dividend hůře. Finanční teorie zde mluví o tak zvané „dividend fallacy“. The dividend fallacy, neboli dividendový omyl - přesvědčení, že dividendy jsou „free money“ - je jednou z nejčastějších chyb, kterých se investoři dopouštějí. Ve skutečnosti dividendy nejsou "volné peníze" a někdy je i tuto jednoduchou a triviální věc téměř nemožné někomu vysvětlit.

Dividendovou politiku firem je tedy nutno posuzovat v rámci celkové alokace aktiv.

Dividendy jsou přínosem v tom případě, pokud firma má přebytek kapitálu, nemá příliš vysoký dluh a nemá pro tento kapitál lepší využití. V praxi se bohužel velmi často stává, že při úvahách o alokaci kapitálu managementy firem přednostně odkrojí část na dividendy, aniž by se příliš zamýšlely nad tím, zda je to nejlepší využití zdrojů. Dividendová politika firem je často stanovena dopředu poměrně rigidně. Nejčastější dividendové plány předpokládají pravidelně rostoucí dividendu, minimální „zaručenou“ dividendu či pevně stanovený výplatní poměr (dividenda/zisk). Dělají to s vědomím toho, že investoři (a analytici) mají rádi, když jsou věci pravidelné a dobře předvídatelné a dobře vědí, že dividendy mívají v očích investorů často díky jejich mentálnímu účetnictví zvláštní postavení. Navíc se obávají, že by si investoři snížení či dokonce eliminaci dividendy vykládali jako přiznání obav o budoucnost společnosti. Z hlediska firem a jejich alokace kapitálu to však nedává moc smysl. Pokud má management velmi atraktivní příležitosti, kam investovat kapitál, měl by mu dát do maximální míry přednost a klidně nevyplatit žádnou dividendu. Naopak v případech, kdy se mu atraktivních investičních příležitostí nedostává, dávalo by smysl vyplatit dividendu neobvykle velkou. Něco, co je ve světě privátně vlastněných firem v podstatě běžné, je ve světě veřejně obchodovaných firem velmi ojedinělé. V našem portfoliu máme jak společnosti, u kterých považujeme výplatu poměrně vysokých dividend za správnou (např. S&U, Quálitas Controladora), tak společnosti, u kterých jsme rádi, že dividendy neplatí a považovali bychom to za chybu (např. Berkshire Hathaway, Markel).

Co odkupy vlastních akcií? Přinášejí akcionářům hodnotu? Odpověď závisí na tom,

při jaké ceně akcií se provádějí. Pokud společnost odkupuje vlastní akcie za cenu, která se rovná hodnotě akcií, potom se vyměňuje 100 haléřů za 1 korunu a k žádné tvorbě hodnoty nedochází. Pouze se akcionáři dělí na ty, kterým zůstávají akcie společnosti, a na ty, kteří je vyměnili za hotovost. Co se stane, pokud společnost odkupuje vlastní akcie za cenu menší, než je její hodnota? Při těchto odkupech dostávají prodávající akcionáři za své akcie méně, než jakou mají hodnotu, a hodnota akcií stále držených akcionáři roste s tím, jak roste jejich procentuální podíl vlastnictví společnosti. Dochází tedy k transferu bohatství od prodávajících akcionářů k těm, kteří akcie stále drží. Analogicky platí, že pokud ke zpětným odkupům akcií dochází za cenu vyšší, než je hodnota akcií, potom se bohatství transferuje od držitelů akcií k těm, kteří je prodávají. Při vyhodnocování odkupů vlastních akcií velmi záleží na ceně, za kterou jsou prováděny. V loňském roce vynaložily společnosti na americkém trhu na odkupy vlastních akcií přibližně jeden bilión dolarů. Podle našeho názoru většina z těchto odkupů byla prováděna za ceny vyšší, než je hodnota akcií, a docházelo při nich tedy z pohledu akcionářů k destrukci kapitálu. Velmi často odkupují firmy vlastní akcie, aby tím imunizovaly (zakryly) dopad masivního vydávání akcií managementu a zaměstnancům (SBC, stock based compensation). Jde o další reinkarnaci „agent-principal“ konfliktu.

Odkupy vlastních akcií prováděné za ceny nižší, než je hodnota akcií, považujeme často za nejlepší využití kapitálu. Jde v podstatě o investici firmy do sebe samotné s výnosem kapitálu většinou vyšším, než který nabízejí dostupné investiční příležitosti, a bez rizika spojeného s velkými akvizicemi. Pokud si management společnosti dokáže uchovat

disciplínu a odkupovat akcie jen za dobrou cenu a pokud se tak neděje na úkor rostoucího dluhu, potom mohou mít odkupy akcií dlouhodobě vysoce kladný dopad na hodnotu a také cenu akcií. Není tedy asi překvapení, že se firmy, které takto uvažují a jednají, snažíme vyhledávat a při dobrých cenách akcií i zařazovat do portfolia Vltava Fund. V současnosti je asi 60 % portfolia fondu tvořeno akciemi společností, které řadí odkupy vlastních akcií při atraktivních cenách na přední příčky při úvahách o alokaci aktiv (například Berkshire Hathaway, Alimentation Couche-Tard, NVR, BMW, Asbury Auto, Williams Sonoma a další). Nejenže je tam řadí, ale především je úspěšně provádějí.

Pro zajímavost, podle našich propočtů je asi 60 % portfolia fondu tvořeno společnostmi, které platí dividendu, a asi 50 % portfolia je tvořeno společnostmi, které platí dividendu i odkupují vlastní akcie. Objem odkupů je asi dvakrát větší než objem dividend, upravený dividendový výnos portfolia (čisté dividendy + odkupy akcií) je asi 4,3 % a u některých společností dosahuje až 11 %. Historické PE portfolia měřeno podle zisků posledních 12 měsíců je přibližně 9,5.

I z tohoto stručného a v zájmu přiměřené délky trochu schematicky podaného textu je snad zřejmé, že efektivní alokace kapitálu je při delším investičním horizontu naprosto klíčová. Průměrná délka našich investic se měří na roky. Chceme proto, aby managementy firem, do nichž investujeme, uvažovaly dlouhodobě, aby se snažily o tvorbu hodnoty v přepočtu na jednu akcii, aby myslely a jednaly jako by samy byly akcionáři a aby měly tu vzácnou kombinaci dovedností umět řídit business společnosti a umět investovat její kapitál. Takové firmy se snažíme vyhledávat, a pokud je cena akcií atraktivní, také do nich investovat.

## Změny v portfoliu

Většinu volných a nově obdržených peněz jsme použili k navýšení několika již existujících pozic. Příležitostí se k tomu během minulého čtvrtletí naskytlo více než dost. Přesto došlo v minulém čtvrtletí v portfoliu Vltava Fund ke dvěma menším změnám. Proдали jsme zbytek akcií kanadské společnosti Magna International a otevřeli jsme pozici ve švýcarské společnosti Jungfraubahn.

Magnu jsme měli v portfoliu dvakrát. Poprvé v letech 2004-2006 a podruhé od roku 2015. Poprvé jsme ji prodali proto, že jsme nebyli spokojeni právě s alokací aktiv prováděnou managementem a hlavním kontrolním akcionářem. Po několika letech jsme do společnosti vstoupili znovu poté, co původní hlavní akcionář a zakladatel společnosti své akcie prodal a současně se vyměnil i celý management. I když nový management a jeho kroky jak ohledně řízení společnosti, tak co se týká alokace aktiv, považujeme za velmi dobré a málo co se mu za těch něco více než 7 let dá vytknout, výsledky společnosti zůstaly za naším očekáváním. Pravděpodobně to je tím, že celkové charakteristiky typu podnikání společnosti jsou méně výnosné a méně atraktivní, než jsme původně předpokládali. Z Magny se vyklubala trochu taková cimrmanovská akcie, kdy se okamžiky očekávání střídaly s okamžiky zklamání. Postupně jsme ztráceli opodstatnění akcie dále držet, až z portfolia zmizely úplně. Náš zisk na Magně od roku 2015 činil něco přes 50 %. I když jsme plnou pozici drželi jen asi 4 roky, je to pro nás zklamání.

Nyní o naší investici do akcií Jungfraubahn. V roce 1893 požádal švýcarský průmyslník Adolf Guyer-Zeller o povolení vybudovat

ozubenou železnici od stanice Wengernalp (1874 m n. m.) přes Kleine Scheidegg až na vrchol Jungfrau (3454 m n. m.). Trasa měla vést tunelem uvnitř hor Eiger a Mönch. Stavba započala v roce 1896 a byla dokončena v roce 1912. Když jsem toto místo poprvé navštívil v 90. letech a vyjel si nahoru na Jungfrau, byl to nezapomenutelný zážitek. Zejména pohled ven oknem mezistanice ležící uprostřed pověstné severní stěny Eigeru na mě jako na člověka, který v mládí lezl po skalách, hodně zapůsobil. Mimochodem jedním z členů čtyřčlenné skupiny horolezců, kteří v roce 1938 jako první severní stěnu Eigeru zdolali, byl Heinrich Harrer. Pár let před tím, než strávil svých Sedm let v Tibetu. O dobývání Eigeru napsal Harrer skvělou knihu Bílý pavouk.

Dnes je železnice vlastněna a provozována společností Jungfraubahn. Jungfraubahn je jednou z předních na turistiku orientovaných společností ve Švýcarsku a také největší společností provozující horské železnice. Kromě původní železnice na Jungfrau společnost provozuje a vlastní ještě další železnice a lanovky v okolí Grindelwaldu a Wengenu, sjezdovky, vleky a vybavení k zimním sportům, hydroelektrárnu, restaurace, obchody a parkoviště. Dohromady, a především díky zubačce na Jungfrau, se jedná možná o největší turistickou atrakci v Alpách.

Z investičního hlediska nám padla společnost do oka během covidové pandemie. Její provoz byl dočasně umrtven a cena akcií na to reagovala velkým poklesem. Dnes je situace taková, že zimní sezóna je na nových historických maximech a letní sezóna se postupně vrací ke svým dřívějším úrovním. Cena akcie mezitím zůstává o dost pod svými předcovidovými maximy a připadá nám atraktivní. Myslíme si, že jde o jedinečný



business, v podstatě lokální monopol (něco jako Eiffelova věž v Paříži) s vysokými maržemi a slušnou schopností přenášet inflaci na zákazníky. Je to však menší a méně likvidní společnost, a proto bude patřit v našem portfoliu k těm nejmenším pozicím. Na druhé straně je výhodou, že velikost našeho fondu nám umožňuje investovat občas i do poměrně malých společností. Stručně řečeno, koupili jsme si kousek Švýcarska a nyní jsme společně spolujitelé největší alpské turistické atrakce, která je navíc i velmi zisková.

Daniel Gladiš, duben 2023

Pro více informací

Navštivte [www.vltavafund.com](http://www.vltavafund.com)

Napište [investor@vltavafund.com](mailto:investor@vltavafund.com)

Sledujte [www.facebook.com/vltavafund](https://www.facebook.com/vltavafund) a <https://twitter.com/danielgladis>

Zde je pár fotek:

<https://www.jungfrau.ch/imatedb/en-gb/images>

Zde pár videí: <https://www.jungfrau.ch/en-gb/corporate/videos/>

## 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 předpovédím, 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 2023 Vltava Fund SICAV, plc a [www.vltavafund.com](http://www.vltavafund.com) – Všechna práva vyhrazena.

**Tento dokument nelze použít v jakémkoliv publikaci, není možné jej dále šířit, distribuovat, ani kopírovat bez předchozího písemného souhlasu Vltava Fund SICAV, plc.**