

## CURYŠSKÉ REFLEXE

Během posledních asi deseti let se u mne stalo tradicí, že jeden červnový týden strávím v Curychu na konferenci, která nese název *The Zurich Project*. Pořádá ji můj kamarád John Mihaljevič. John začal před asi patnácti lety publikovat vynikající investiční periodikum nazvané *The Manual of Ideas* (později napsal i stejnojmennou knihu). Přitom spolupracoval s celou řadou výborných světových investorů a postupem času se mu podařilo dát dohromady neuvěřitelnou komunitu investorů z celého světa. Ti se dnes setkávají na akcích, které John pořádá. Některé z nich jsou, podobně jako naše *Česká investiční konference*, kterou spolupořádám již desátý rok, zaměřené na prezentace jednotlivých akciových myšlenek. Jiné, jako právě *The Zurich Project*, mají za cíl umožnit profesionálním investorům sdílet své zkušenosti z jejich podnikání a umožnit jim tak navzájem se od sebe učit.

Jsem hrdý na to, že mě John do této komunity zahrnuje téměř od jejího vzniku a že se tak můžu od svých kolegů z celého světa něco přiučit a snad i jim na oplátku předat něco ze svých vlastních zkušeností. Díky těmto akcím jsem měl možnost poznat celou řadu hodně chytrých a zkušených investorů. Od těch, kteří mají dnes téměř legendární status, jako například Christopher Bloomstran či Guy Spier, až po zatím méně známé, ale o nic méně inspirativní investory, jakými jsou například velmi pečlivý Txomin Zaratiegui nebo velmi talentovaní mladí bratři Tobias a Jakob Schoberové. V dnešním světě, kdy se více a více mluví o umělé inteligenci, je to naopak lidská inteligence, která mě v této komunitě fascinuje.

Samotný *The Zurich Project* je organizován tak, že po tři dny se asi 50 účastníků střídá ve svých vystoupeních. Každý si volí téma sám libovolně podle svého zvažení. Asi polovina příspěvků je věnována tomu, jak jsou jednotlivé investiční businessy zakládány, organizovány, řízeny, či jak řeší některé konkrétní situace a detaily. Téměř nikdo nemluví o jednotlivých investicích. Místo toho se příspěvky točí kolem procesů a myšlení, které s vedením investičních fondů a společností souvisí.

Investování je v zásadě dosti samotářská činnost, a proto možnost čerpat ze zkušeností podobně zaměřených lidí z různých koutů světa, má pro nás velkou cenu. Všichni jsou neuvěřitelně otevření, velmi zkušení a současně velmi pokorní. V tom tkví jedinečnost této konference. Její obsah je důvěrný. Jak se říká, co se stane ve Vegas, zůstane ve Vegas. Toto pravidlo nijak neporuším, nicméně mě konference přivedla na myšlenku podělit se s Vámi v tomto dopise o některé zásady či zvyklosti, které souvisí s vedením Vltava Fund. Uvědomil jsem si, že ač je interně považujeme už dlouho za samozřejmé a přistupujeme k nim podobně jako někteří další investoři z komunity *The Manual of Ideas*, vlastně o nich téměř nemluvíme. Většina naší komunikace s Vámi se týká investic samotných, ale o tom, jakým způsobem se snažíme naše podnikání budovat, možná víte méně, než byste si jako naši partneři zasloužili. Zkusím tento deficit trochu dohnat. Zaměřím se na tři základní věci – správný typ investorů, velikost fondu a poskytování informací.

### Správný typ investorů

Usilovat o to, aby do fondu investoval správný typ investorů, je asi nejdůležitější podmínka pro dlouhodobě oboustranně příjemný a prospěšný vztah. Vltava Fund je fond, který je dostupný pouze kvalifikovaným investorům. Jejich definici stanovují zákony, avšak naše představy o tom, kdo je vhodný investor, daleko přesahují tuto *condicio sine qua non*. Vhodným investorem je podle našeho názoru ten, kdo se seznámí s tím, co děláme, s naší investiční filozofií, přístupem k investování, chápáním rizika, a nejen že mu porozumí, ale většinu názorů s námi také sdílí, či vezme za vlastní. Všechny naše investory považujeme za partnery a nedávalo by nám moc smysl vstupovat do partnerství s někým, kdo naše názory nezná nebo s nimi nesouhlasí. Nečekáme, že většina potenciálních investorů bude mít ochotu se s našimi investičními názory seznámit a už vůbec nečekáme, že s nimi budou souhlasit. Těm ostatním je však náš fond otevřen a za taková nově vzniklá partnerství jsme vděční.

Už od začátku fungování fondu jsme si kladli otázku, jak dosáhnout právě toho, aby do fondu vstupovali převážně takovíto investoři. Snažíme se o to dvěma způsoby. Za prvé, držíme si 100% kontrolu nad tím, kdo do fondu vstupuje. Nikdy jsme nesvěřili prodej fondu třetím stranám. Každý, kdo chce do fondu investovat, se musí obrátit přímo na nás. Představa, že by náš fond byl dostupný investorům prostřednictvím například prodejní sítě finančních poradců, je nám dost nepříjemná. Neměli bychom zajištěno, že motivace k prodeji fondu je v souladu se zájmem budoucího investora a současně bychom podstupovali riziko, že prodejce naslibuje investorovi něco, co by neměl, a to

jen proto, aby dosáhl úspěšného prodeje. Těmto neetickým postupům se chceme vyhnout.

Dokonce se domníváme, že investice není něco, co by se mělo lidem prodávat. S tím souvisí druhý bod. Snažíme se, aby nebylo úplně snadné do našeho fondu investovat. Ne že bychom tomu kladli přímo nějaké překážky, ale je potřeba, aby potenciální investor vyvinul vlastní iniciativu. Sám si musí informace o fondu vyhledat, seznámit se s nimi a potom nás kontaktovat. Jsme si vědomi toho, že řada lidí, tyto kroky neudělá, ale mnozí je dělají a tento určitý přirozený předvýběr v reálu dosahuje toho, o co se snažíme. Místo toho, abychom se snažili fond potenciálním investorům prodávat, oni se na nás obracejí sami, a když tak udělají, je velmi pravděpodobné, že už mají svůj „domácí úkol“ úspěšně za sebou a mají jasnou představu o tom, do čeho a proč jdou. Práce s takovými investory a společné investování peněz nám dává nejen velký smysl, ale i potěšení, a je jednoznačně prospěšná oběma stranám. Není nic horšího, než když se ve fondu ocitnou investoři, kteří sami ani vlastně nevědí, proč tam jsou, nebo kteří mají mylná očekávání. Takový vztah končí rozčarováním pro obě strany a nám se do velké míry daří těmto situacím vyhýbat.

### Velikost fondu

Důraz na to, abychom ve fondu měli správný typ investorů, klademe s plným vědomím toho, že se tím připravujeme o část aktiv. Náš fond by byl o mnoho větší, kdybychom to viděli jako svou prioritu. Ale chtěli byste, aby právě velikost fondu byla naše priorita? Chtěli byste, abychom se zabývali více tím, jak získávat nové investory místo toho, abychom pracovali lépe s těmi, které už ve fondu máme? Mně by se to



na Vašem místě nelíbilo a nelíbilo by se mi to ani z pozice člověka, který fond spoluřídí. Místo nahánění nových peněz se doslova a do písmene probouzím s myšlenkami na ty peníze, které už ve fondu máme. Ve skutečnosti jde tento konflikt zájmů ještě dále než jen do tříštění priorit. Je docela známý a dobře i statisticky doložitelný fakt, že od určité velikosti je právě velikost fondu nepřítelem jeho výnosů. Čím větší jsou totiž ve fondu aktiva, tím více se fondu zužuje manévrovací prostor a tím více rostou skryté transakční náklady. Bohužel je většina fondového odvětví vychována k tomu, že jeho hlavním cílem je hromadění aktiv. Málokdo to samozřejmě připustí, ale stačí sledovat jednání některých fondů a správců z různých zemí. Když vidím, jak se chlubí velikostí aktiv, přeji jim je, ale současně si říkám, je to plus nebo minus pro jejich investory? Většinou spíše minus. Tímto způsobem pracovat nechceme. Bylo by to v rozporu se zájmem stávajících investorů fondu. Objem peněz ve Vltava Fund je na historických maximech. Z toho máme samozřejmě radost. Nejvíce nás však těší, že k tomu dochází tempem a způsobem, který jsme si představovali. Na prvním místě se snažíme být lepší, ne větší.

### Poskytování informací

Informace, které od nás o investičních aktivitách fondu dostáváte, jsou velmi široké a detailní. Dostáváte je v osmi standardních formátech. Pět z nich má pravidelnou periodu – výroční zprávy, dopisy akcionářům, výpisy z účtů, fact sheety a setkání akcionářů. Další tři mají nepravidelnou periodu – semináře, snídaně s investory a jednotlivé osobní schůzky. S tímto informačním servisem se například běžné retailové investiční fondy nemohou měřit. Je to kvůli tomu, kolik mají

drobných investorů, a kvůli nemožnosti je jednotlivě všechny obsáhnout takovými formáty, které jsme schopni používat my v našem fondu.

Vidíme však velký rozdíl v tom, jaké informace poskytujeme dovnitř fondu, tedy našim stávajícím investorům a jaké poskytujeme okolnímu světu. Zatímco snaha poskytovat informace stávajícím investorům prakticky nemá omezení, informace okolnímu světu záměrně poskytujeme ve velmi omezené míře. Ze dvou důvodů. Za prvé, rozptylovat se komunikací se světem, s nímž nemáme žádný vztah, by šlo proti tomu, co jsem popsal výše. Za druhé, vlastníky veškerých informací o našem investování, všech našich vědomostí a know-how jste vy, naši akcionáři. Bylo by výrazem neúcty vůči vám poskytovat je běžně celé veřejnosti. Mezi těmito dvěma světy máme v našich hlavách tlustou čáru. Veškeré úsilí a myšlenky věnujeme práci se stávajícími investory. Vrací se nám to zpět, když vidíme, jak vysokou úroveň mívají naše debaty o investování a jak racionálně dokážete reagovat na dění na trzích. To by bez vaší znalosti toho, co a jak děláme, a bez naší možnosti se vám dostatečně i jednotlivě věnovat, nebylo možné. Velmi si ceníme toho, že se s vámi všemi známe osobně a že máme dostatek možností s Vámi jednotlivě podle vašich individuálních představ pracovat. To je možné jen potud, pokud se nám bude dařit udržet počet investorů na přijatelné míře mimo jiné i s ohledem na to, že naši akcionáři pocházejí ze šesti zemí. Více by zde asi neznamenal lépe.

### Změny v portfoliu

Prodali jsme akcie Alphabet. Drželi jsme je jen několik měsíců a tato otočka po tak krátké době je pro nás poměrně neobvyklá. Toto jsem

napsal, když jsme akcie na konci loňského roku koupili: „Jediná akcie (v technologickém sektoru), která zatím propadla naším sítím, je Alphabet. Byznys je to kvalitní, o tom není sporu. Když se cena dostala na úroveň 90 dolarů, začali jsme opatrně nakupovat. Není to sice ještě cena, ze které by člověk skákal radostí do stropu, ale je to přiměřená cena za solidní společnost. Do budoucna vidíme velký potenciál (možná trochu paradoxně) v osekávání korporátního tuku, kterého si společnost během posledních let nabalila hodně. Při rychle rostoucích tržbách se to dalo schovat, nyní se to však ukazuje jako problém. Náklady rostou příliš rychle, podle všeho má společnost příliš mnoho a příliš moc placených zaměstnanců, a má některé další segmenty jako tak zvané „other bets“, které spolykaly už desítky miliard dolarů a stále neprodukují prakticky žádné tržby. Zdá se, že management si toto začíná uvědomovat a pokud začne řídit společnost s mnohem větším důrazem na efektivitu, potom možná tuto pozici výrazněji navýšíme.“

Co se od té doby stalo? Akcie poskočila nahoru a s přihlédnutím k tomu, že jsme už při nákupu, co se týče ceny, přimhouřili obě oči, už to samo o sobě by stačilo jako důvod k prodeji. Takovou pomyslnou poslední kapkou, kdy pohár přetekl, bylo zveřejnění zprávy, že CEO Alphabet obdržel za rok 2022 odměny ve výši 226 milionů dolarů. Více k tomu asi dodávat nebudu.

Nejlepší investice nebývají do akcií, které všichni vychvalují, ale do akcií, které všichni podceňují. Tak by se jednou větou dala shrnout naše investice do akcií Stellantis. Tato společnost je samotná velmi mladá, ale její jednotlivé součásti mají velice dlouhou a zajímavou historii. Popíšu jen stručně, jak došlo

k jejímu vzniku. V roce 2009 prošla americká automobilka Chrysler bankrotem a jedním z hlavních akcionářů se tehdy s 20% podílem stala italská automobilka Fiat. Ta pod vedením svého CEO Sergio Marchionneho postupně svůj podíl navyšovala, až se v roce 2014 stala vlastníkem 100 % akcií a nově vzniklá společnost s názvem Fiat Chrysler se začala obchodovat na burze. Už tenkrát ji trh (včetně nás) evidentně podcenil a akcie si potom vedla velmi dobře, obzvlášť když se k ní připočte výkonnost akcií společnosti Ferrari, která se z Fiat Chrysler vyčlenila v roce 2016. O dva roky později Sergio Marchionne zemřel a hlavním hybatelem dějin se stal John Elkann, vnuk Gianniho Agnelliho (Fiat) a CEO společnosti Exor, hlavního akcionáře Fiat Chrysler. John Elkann inicioval fúzi Fiat Chrysler s francouzskou automobilkou Peugeot a tak v roce 2021 vznikla společnost Stellantis, čtvrtá největší automobilka na světě. Vlastnickou kontrolu drží rodiny Agnelliů (přes Exor) a Peugeotů. CEO společnosti je velmi uznávaný automobilový veterán Carlos Tavares.

Myslíme si, že jsme znovu v situaci, kdy trh akcie Stellantis podceňuje. Zvažte sami. Stellantis je solidní business. Má jedny z nejvyšších, pokud ne vůbec nejvyšší marže v odvětví, a to ještě před tím, než se naplno projeví úspory dosažené díky integraci Peugeotu a Fiat Chrysler. Management plánuje dostat se ze současné úrovně tržeb 180 miliard eur na 300 miliard eur v roce 2030. Jde tedy o slušně ziskový a současně rostoucí business. V rozvaze najdeme i čistou hotovost (hotovost minus dluh) ve výši 23 miliard. Jednotlivé značky Stellantis (Alfa Romeo, Chrysler, Citroen, Dodge, Fiat, Jeep, Maserati, Ram, Opel, Lancia, Vauxhall, Peugeot a další) zasahují různé segmenty trhu. Od levnějších až po luxusní. A také různé regiony. Peugeot je silný



například ve Francii, Německu či Británii, ale také třeba v Argentině. Fiat například v Itálii, ale také například v Brazílii. Management považujeme za skvělý a kontrolní akcionáře za velmi zodpovědné. Co se týče alokace aktiv, velkou roli v ní hrají dividendy a odkupy vlastních akcií. To vše vypadá dobře. Co na to tedy říká trh prostřednictvím ceny akcií? Ty se obchodují za trojnásobek ročního zisku. Při odečtení čisté hotovosti, která se blíží polovině tržní kapitalizace, se dostáváme na 1,5násobek ročního zisku. Takové ocenění je jedním slovem „crazy“. Když k tomu přidáme dividendový výnos ve výši 8,5 % a navíc ještě odkupy

vlastních akcií, pak i při dvojnásobné ceně by akcie pořád byly ještě levné. Suma sumárum, po 15 letech sledování vývoje nám došly výmluvy, proč akcie nekoupit. Bylo by škoda této příležitosti nevyužít.

Spolu se všemi mými kolegy vám přejeme hezké léto.

Daniel Gladiš, červenec 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>

## 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 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.**