

## VÝNOS A RIZIKO

Až za pár měsíců skončí rok 2023, bude tomu 15 let, co jsme ve fondu přešli na současnou investiční strategii. I když ve skutečnosti to znamená skoro 5500 dnů, kdy jsme se probouzeli a usínali s myšlenkami na naše investice, při pohledu zpět mi to připadá jako mžik. Často omílané rčení o tom, jak čas hrozně rychle letí, je bohužel jedno z těch neúprosně pravdivých.

Výnos Vltava Fund za toto období činí 420 %, což je přibližně 11,8 % ročně. Index MSCI World, logický srovnávací benchmark pro globální akciový fond, jakým je Vltava Fund, za stejné období vzrostl o 232 % (přibližně 8,5 % ročně). Tato čísla znáte z našich pravidelných měsíčních Fact sheetů a je skoro zbytečné je zde opakovat. Uvádím je zde jen jako úvod pro téma, kterému se chci dnes věnovat, a tím tématem je riziko.

Když se lidé baví o investování, otázka výnosů je velmi častá. Rozebírají se výnosy jednotlivých akcií, indexů, portfolií, v různých minulých časových intervalech i výnosy očekávané v budoucnosti. Již dříve jsem psal o tom, že je zajímavé, že jsem však za celou svou více než třicetiletou praxi nikdy nedostal otázku: „Kolik rizika máte v portfoliu?“ Jako by riziko nikoho nezajímalo. Přitom výnos a riziko jsou dvě strany téže mince, nelze je od sebe oddělit a bez představy o míře rizika nelze ani hodnotit výnosy. Do určité míry je to pochopitelné, protože zatímco výnos je dobře objektivně měřitelný, a každý si dokáže představit, co znamená například výnos 50 %, s rizikem je to horší. Zejména ze tří důvodů. Neexistuje objektivní definice rizika, riziko není přesně

měřitelné a je to do velké míry subjektivní kategorie. To, co někomu připadá moc riskantní, jinému může připadat v pořádku a naopak.

Často lze slyšet (někdy až bezmyšlenkovitě opakovaný) argument, že k dosažení vyššího výnosu je potřeba podstoupit větší riziko. V tomto světě uvažování by vysvětlením našeho velkého patnáctiletého nadvýnosu nad indexem akciového trhu zřejmě bylo, že ho bylo dosaženo za cenu podstoupení nadměrného rizika. Ve skutečnosti je to přesně naopak. Riziko našeho portfolia je mnohem menší než průměrné riziko akciových trhů. Teď se možná ptáte, zda může být úzce koncentrované portfolio, jako je portfolio Vltava Fund, méně riskantní než široce diverzifikované tržní portfolio. Může a pokusím se vysvětlit, proč.

### Co riziko je a co není

Co je investiční riziko? Jak ho lze definovat? Začneme tím, co riziko rozhodně není. Riziko se nerovná volatilitě. Standardní finanční teorie nejčastěji definuje riziko jako volatilitu ceny příslušného aktiva. Čím více byla jeho cena v minulosti kolísavá (volatilní), tím větší riziko se mu připisuje. Bohužel tento přístup k riziku je zcela mylný. Historická volatilita aktiva vám řekne jediné - jak moc cena kolísala. Neřekne vám nic o tom, jaké bylo investiční riziko daného aktiva, jaké bude do budoucna jeho investiční riziko a dokonce vám ani neřekne, jaká bude jeho budoucí volatilita. Proč se tedy takto riziko často měří? S mírnou dávkou cynismu bych řekl, že je to proto, že volatilitu lze měřit, používá se při tom elegantní matematika, které většina lidí nerozumí, a jeho

uživatelům tak dává auru akademické sofistikovanosti.

Když se však podíváte na to, co o chápání rizika jako volatility říkají nikoliv akademičtí teoretici, ale investiční legendy jako jsou Warren Buffett, Charlie Munger, Benjamin Graham, Seth Klarman, Francois Rochon, Nick Sleep a další, ocitnete se ve zcela jiném světě myšlení. Ve světě, který považuje za hlavní zdroj rizika nepromyšlené investice a který volatilitu vítá jako zdroj příležitostí.

Zásadní rozdíl v tomto stylu uvažování zkusím ukázat na následujícím zjednodušeném příkladu. Předpokládejme, že váš investiční cíl je dlouhodobě porážet inflaci. To je v praxi zcela reálný a rozumný cíl - snažit se zvyšovat reálnou hodnotu investic. Co pro vás bude v tomto případě zdrojem rizika? Rizikem bude něco, co vám ohrozí nebo dokonce znemožní tohoto cíle dosáhnout. Pokud založíte své investice na držení hotovosti, dosáhnete nejnižší možné volatility. Podle standardní finanční teorie bude mít tedy vaše portfolio minimální riziko. V praxi si tím ale zajistíte, že svého investičního cíle, kterým je reálné zhodnocování peněz, nikdy nedosáhnete, jelikož reálná hodnota peněz v čase klesá. Hotovost tedy z pohledu pravděpodobnosti dosažení investičního cíle představuje nejvyšší riziko. Jak říká i Warren Buffett: „Akcie jsou volatilnější než hotovost nebo dluhopisy, ale z dlouhodobého hlediska jsou bezpečnější.“

Když tedy ponecháme volatilitu teoretikům, jak budeme definovat riziko v praxi? Především je nutné opustit představu, že riziko lze zredukovat do nějakého čísla. Riziko podle mého názoru není měřitelné a to nejen ex ante, ale dokonce ani ex post. Fyzika zná řadu veličin, které lze měřit. Patří mezi ně například délka,

dráha, čas, rychlost, hmotnost, teplota, síla, tlak, práce, výkon, energie a podobně. V takových intencích nelze vůbec o riziku přemýšlet. Riziko má mnoho podob, mnoho kategorií a nejasné hranice. Navíc, jak jsem řekl, riziko v sobě vždy nese určitý prvek subjektivity.

### **Jak chápeme investiční riziko**

Riziko chápeme jako otázku pravděpodobnosti a jednotlivými kroky se snažíme naklonit si pravděpodobnost dobrého výnosu naším směrem. Za klíčové při vyhýbání se riziku považujeme následující tři věci: uvědomění si hranic vlastních schopností a dovedností, vyhnout se riziku trvalé ztráty a kladení důrazu na cenu.

Kdybych měl jmenovat jeden důvod, kdy lidé nejčastěji při investování přicházejí o peníze, pak je to tehdy, když se pouštějí do věcí, kterým nerozumí. Řekl bych, že to platí jak u všech druhů investic, tak u všech investorů bez ohledu na jejich zkušenosti. Tomuto riziku se snažíme vyhnout do maximální možné míry tím, že si dáváme velký pozor na to, kde končí hranice toho, čemu (zřejmě) rozumíme a čemu (téměř jistě) nerozumíme. Své investice potom soustředíme jen do oblastí, které leží uvnitř tohoto pomyslného kruhu kompetencí. Ačkoliv se postupně snažíme naše znalosti rozšiřovat, kriticky přiznáváme, že je mnoho věcí, které zatím leží mimo náš dosah. Naše investování je založeno na využívání rozdílů mezi cenou a hodnotou jednotlivých akcií. Je poměrně náročné s rozumnou mírou použitelnosti odhadnout hodnotu nějaké společnosti, jejímuž podnikání rozumíme. Potom by bylo zcela absurdní domnívat se, že to je možné učinit u společností, kterým nerozumíme. Držení se uvnitř hranic našeho kruhu

kompetencí je nejdůležitějším prvkem řízení rizik u našeho investování.

Druhým pilířem našeho risk managementu je snaha vyhnout se riziku trvalé ztráty kapitálu. Lépe řečeno, minimalizovat její pravděpodobnost. Trvalá ztráta kapitálu je situace, kdy investor u konkrétní investice přijde o část kapitálu (případně až o celý kapitál) bez možnosti získat ho zpět. Pro příklady týkající se trvalé ztráty kapitálu nemusíme chodit daleko. Letos na jaře proběhla v USA menší bankovní krize, během níž došlo k bankrotu několika bank. Dvě nejznámější z nich byly Silicon Valley Bank a First Republic Bank. Obě banky přešly pod nucenou správu a investoři přišli o všechny své peníze. Tento jejich kapitál je tedy navždy ztracen bez možnosti získat ho zpět.

Trvalá ztráta kapitálu není totéž, co volatilita. Ceny akcií běžně kolísají. Rozdíl mezi maximální a minimální cenou dané akcie během roku ve výši 40 % není nijak neobvyklý. Pro dlouhodobého investora však volatilita není zdrojem rizika. Zdrojem rizika je trvalá ztráta kapitálu. Jak se jí snažíme vyhnout? Ze zkušeností víme, že nejčastějšími příčinami trvalé ztráty kapitálu bývají nekvalitní typ podnikání, vysoká zadluženost a špatné kroky managementu. Často se také stává, že tyto tři příčiny se objevují společně. Snažíme se proto i u společností, kterým rozumíme, soustředit naše investice především na ty z nich, které mají vysoké výnosy kapitálu a silné volné cash flow (známka kvality), mají minimální, často dokonce žádný dluh a mají management, který efektivně alokuje kapitál a nedělá velké chyby, jako jsou například předražené akvizice či investice s nízkou mírou návratnosti. Když se ohlédnu zpětně na oněch 15 uplynulých let, našel bych několik případů retrospektivně

velmi úspěšných investic, které jsme neudělali, protože by to vyžadovalo v okamžiku rozhodování přílišné riziko. Současně jsme však mezi přibližně stovkou různých investic neudělali ani investici, kterou bych mohl označit za zdroj trvalé ztráty kapitálu. Rizikové limity máme nastaveny poměrně nízko a myslím si (zcela subjektivně), že je to dobře.

Posledním zásadním prvkem řízení rizika je kladení důrazu na dobrou cenu. Je zcela evidentní, že tatáž akcie bude představovat jinou míru rizika při cenách 20, 200 nebo 2000 dolarů (či jiné měny). Cena je totiž vždy klíčovým prvkem rizika. U každé investice se snažíme o to, aby cena akcií, které kupujeme, byla výrazně nižší, než je jejich hodnota. Risk management se zde skládá ze tří částí. Za první, o odhad hodnoty se snažíme pouze u těch společností, u kterých ho lze učinit s přijatelnou mírou spolehlivosti. Akciím, kde to tak učinit nelze, se vyhýbáme. Šlo by o čistou spekulaci. Za druhé, samotný odhad hodnoty se snažíme provádět konzervativně a realisticky. Za třetí, bezpečnostní polštář mezi cenou a hodnotou musí být opravdu dost tlustý. Právě tato třetí poslední podmínka v praxi často do velké míry zaručí, že i když uděláme chybu v našem úsudku týkajícím se hodnoty společnosti a jejího vývoje, investice i přesto může být zisková.

Jednotlivé kroky našeho přístupu k řízení rizika nejsou měřitelné, některé z nich se dají i jen těžko odhadovat, ale všechny dohromady mají za úkol eliminovat přítomné důležité prvky rizik a tím postupně naklánět pravděpodobnost dobrého výnosu v náš prospěch. Výsledkem, jak alespoň doufáme, je portfolio, které je mnohem méně riskantní, než je celé tržní portfolio. Myslíme si, že o společnostech, do kterých investujeme, víme poměrně dost.



Naproti tomu investor, který kupuje široké tržní portfolio skládající se ze stovek až tisíců společností, musí přijmout fakt, že o drtivé většině z nich neví vůbec nic. Náš přístup představuje nižší riziko. Společnosti, které vlastníme, mají jako celek rozhodně vyšší kvalitu, než je průměr trhu. Mají vyšší výnosy vlastního jmění a vyšší výnosy kapitálu. Mají nesrovnatelně menší zadlužení, než je průměr trhu. Některé z nich dokonce nemají žádný dluh. To je činí odolnějšími a méně závislými na externím financování. Jejich managementy mají podle našeho názoru kromě schopnosti řídit samotný business i důležitou schopnost alokovat efektivně kapitál. Jde o vzácnou, ale velmi důležitou dovednost, na niž klademe velký důraz. Má totiž velký vliv na dlouhodobou tvorbu hodnoty společnosti. Velkou část našeho portfolia tvoří společnosti, které jsou buď řízeny svými zakladateli, nebo jsou kontrolovány klíčovým akcionářem, pro kterého je tento majetek osobně zcela zásadní. Tím je více pravděpodobné, že zájem a motivace managementu společnosti se kryjí se zájmy akcionářů. Mnohem více než je typické u průměrné společnosti na trhu.

V portfoliu fondu zajišťujeme měnové riziko. Měnové riziko je pro českého investora investujícího v zahraničí výraznou složkou rizika. V portfoliu Vltava Fund je velmi efektivním způsobem téměř zcela eliminováno. V neposlední řadě se potom portfolio Vltava Fund obchoduje za nesrovnatelně nižších násobků zisků (momentálně přibližně s PE 9) než široké trhy. A to i přesto, že je složeno převážně z růstových společností. Jak je vidět, tak paradoxně právě nižší riziko může být cestou k výnosu vyššímu, než je výnos celého trhu. Alfou a omegou zůstává právě definice rizika.

Když se zamyslím nad tím, co může přinést příštích 15 let, napadají mě následující myšlenky. Nedá se říct, zda výnos portfolia Vltava Fund bude vyšší nebo nižší než v uplynulých 15 letech. Doufáme, že bude i nadále výrazně lepší než výnos trhů, protože víme o řadě věcí, které jsme v minulých 15 letech mohli udělat lépe. Když si minulých 15 let rozdělíme na 4 nestejně dlouhá víceletá období, pak výnosy v jednotlivých z nich by se daly postupně, tak jak šly za sebou, označit jako výborné, dobré, špatné a velmi dobré. Toto je asi dobrý indikátor toho, co lze očekávat do budoucna. Období, která budou, co se týče výnosů velmi příjemná a také období, která budou znamenat zklamání. Na co se ale můžete spolehnout, je to, že riziko budeme i nadále považovat za velmi důležitou součást našeho investování a že náš konzervativní přístup nijak měnit nehodláme.

### Změny v portfoliu

Prodali jsme akcie Fortrea Holdings a Willis Towers. Fortrea je nová společnost, která vznikla vyčleněním části společnosti LabCorp do samostatné entity. Akcionáři LabCorp obdrželi k 1. červenci v rámci tohoto spin offu jednu akcii Fortrea za každou akcii LabCorp. Nám se samotná Fortrea nezamlouvala, protože byla na začátku své samostatné existence obtěžkána poměrně velkým dluhem, který je nákladný a výrazně managementu zužuje možnosti, jak nakládat s vytvořenými zisky. Proto jsme její akcie prodali prakticky okamžitě, co se začaly samostatně obchodovat, a peníze jsme použili na navýšení pozice v akciích Stellantis. Naše radost nemohla být větší, když brzy na to Stellantis oznámil



nečekaně dobré pololetní výsledky, zatímco akcie Fortrea postupně vytvářely nová minima.

Akcie Willis Towers jsme prodali po přibližně dvouletém držení s výnosem jen asi 10 % (což je přesto o něco více, než byl za stejné období výnos amerického trhu, na němž tyto akcie obchodují). Naše původní představy o kvalitě tohoto businessu byly vyšší, než jak se postupně ukazovalo ve skutečnosti, a držení těchto akcií nadále neobstálo vis-à-vis jiným příležitostem, které se nám nabízejí.

Novou pozicí v portfoliu je americká zdravotní pojišťovna Elevance Health. Toto odvětví je nám poměrně dobře známé. V portfoliu totiž máme i akcie další zdravotní pojišťovny Humana, které jsme poprvé nakoupili už v roce 2009. Jde o odvětví, které je dlouhodobě velmi atraktivní a jehož struktura zvýhodňuje velké hráče, kterými Humana i Elevance Health jsou. Jelikož každá z těchto dvou společností má i částečně specifické riziko, rozhodli jsme se zvýšit naši investici v odvětví přikoupením této druhé pozice. Obě společnosti jsou, co se týče ziskovosti, vysoce růstové a očekáváme, že jejich nadprůměrný růst bude ještě poměrně dlouho pokračovat. Elevance Health těží ze své

jedinečné exkluzivní licence pro značku Blue Cross Blue Shield ve 14 státech USA a je největší americkou zdravotní pojišťovnou s tržbami ve výši 165 miliard dolarů. Ve státech, ve kterých je aktivní, pojišťuje třetinu obyvatel. Tento velký podíl na trhu dává Elevance Health dvě konkurenční výhody - nižší náklady a síťový efekt. Za zmínku stojí i to, že jde o necyklický business, jehož růst a vývoj má minimální korelaci s běžným ekonomickým cyklem. Dodávat, že investici do akcií Elevance Health považujeme za podprůměrně rizikovou, by asi bylo zbytečné.

#### **Pozvánka na konferenci**

V listopadu pořádáme spolu s Lenkou Schánovou již 10. ročník České investiční konference. Všichni jste opět srdečně zváni! Program a registrace můžete najít zde: [www.ceskainvesticnikonference.cz](http://www.ceskainvesticnikonference.cz)

Daniel Gladiš, říjen 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 jakékoliv publikaci, není možné jej dále šířit, distribuovat, ani kopírovat bez předchozího písemného souhlasu Vltava Fund SICAV, plc.**