

Daniel Gladiš

Skryté investiční poklady

**Daniel
Gladiš**

**Skryté
investiční
poklady**

Upozornění pro čtenáře a uživatele této knihy

*Všechna práva vyhrazena. Žádná část této tištěné či elektronické knihy nesmí být reprodukována a šířena v papírové, elektronické či jiné podobě bez předchozího písemného souhlasu nakladatele. Neoprávněné užití této knihy bude **trestně stíháno**. Automatizovaná analýza textů nebo dat ve smyslu čl. 4 směrnice 2019/790/EU a použití této knihy k trénování AI jsou **bez souhlasu nositele práv zakázány**.*

Ing. Daniel Gladiš, CFA
Skryté investiční poklady

Vydala GRADA Publishing, a.s.
U Průhonu 22, Praha 7
tel.: 234 264 401
www.grada.cz
jako svou 9 862. publikaci

Grafický návrh obálky Jozef Ondřík
Sazba Jan Šístek
Odborná redaktorka: Ing. Michaela Průšová
Počet stran 192
První vydání, Praha 2025
Vytiskly Tiskárny Havlíčkův Brod a.s.

© GRADA Publishing, a.s., 2025

ISBN 978-80-271-7730-1 (ePub)
ISBN 978-80-271-7729-5 (pdf)
ISBN 978-80-271-5614-6 (print)

Obsah

Předmluva: Investiční evangelia Daniela Gladiše	7
1. Proč?	11
2. Berkshire Hathaway – hledání pokladu ve společnosti, jejíž úspěch leží investorům na očích celá desetiletí	23
3. Asbury Automotive Group – hledání pokladu mezi akciovými kanibaly	35
4. Alimentation Couche-Tard – hledání pokladu mezi mistry v akvizicích	45
5. Burford Capital – hledání pokladu v lidech	53
6. Stellantis – hledání pokladu ve společnosti, kterou všichni podceňují	63
7. Jungfraubahn – hledání pokladu mezi monopoly v cestovním ruchu	75
8. NVR – hledání pokladu ve firmách s nízkými nároky na kapitál	83
9. Japonsko – hledání pokladu v zemi, kterou většina investorů přehlíží	91
10. Ropa – hledání pokladu v nepopulárním odvětví	101
11. Cenovus Energy – hledání pokladu v nepopulárním odvětví, část II.	115
12. KLA Corporation – hledání pokladu mezi technologickými společnostmi	127
13. JPMorgan Chase a OSB Group – hledání pokladu mezi bankami	137

14. Markel Group – hledání pokladu ve společnosti, kterou investoři považují za nudnou	147
15. Quálitas Controladora – hledání pokladu na rozvíjejících se trzích	155
16. Teekay Energy Partners – hledání pokladu v kapsách pasivních investorů	165
17. CVS a Microsoft – dva příklady odlišných investičních chyb	173
18. Berkshire Park	181
19. Literatura	191

Předmluva: Investiční evangelia Daniela Gladiše

Existuje základní otázka, která se line jako zlatá niť všemi filosofiemi a náboženstvími. Ta otázka zní: „Jak správně žít?“ Přičemž slovo „správně“ může mít nejrůznější význam v závislosti na kontextu, ve kterém se pohybujeme, a víře, kterou se řídíme. Někdy se hledají pravidla, která uspokojí toho nebo onoho boha. Jindy způsoby, jak otevřít cestu do království nebeského, které sice nikdo nikdy neviděl ani nezažil, ale přesto je tak příjemné doufat v jeho existenci. Anebo – jako je tomu v případě Buddhismu – může jít jen o prosté nalezení souboru technik práce s myslí, které vedou k vnitřnímu klidu a vyrovnanosti. Filosofování je obtížná disciplína, protože pokud lze svět považovat za jednu velkou hru, tak s určitostí neznáme nejen její pravidla, ale ani její cíl.

I Daniel Gladiš je filosof. Svou osobní hru si však zúžil pouze na výsek reality, kde je naopak cíl zcela exaktní a měřitelný – peníze. Jako filosofa peněz ho zajímají výhradně způsoby, jak rozmnožit kapitál. Otázka, kterou se již desítky let zabývá, zní: „Jak správně investovat?“ Samozřejmě, že i on přemýšlí o významu slova „správně“, avšak na rozdíl od filosofů života přesně ví, kam je třeba (se svými i cizími penězi, které spravuje) dojít. Čísla neošidíš.

Cest, jak vydělat, existuje samozřejmě mnoho. Majetek lze vyhrát nebo zdědit, ale tyto kategorie můžeme rovnou vynechat, protože zde má hlavní slovo štěstí, kdežto investování reprezentuje činnost, kterou vykonává člověk sám, dlouhodobě a systematicky. A to tak, aby bohyně Fortuna přestala mít navrch, protože ji svou strategií poráží. Mezi investování nemůžeme zařadit ani rozhodnutí střídat vydělané bankovky do slavníku (anebo na běžný účet v bance). Lidská historie opakovaně ukazuje, že od dob, kdy se od zlata přešlo k placení skrze potištěné papírky, kupní síla hotovosti každým rokem klesá. Peněz je na světě spousta a nové se pořád tisknou. Za posledních padesát let ztratil americký dolar 90 % své hodnoty a inflace představuje v ekonomii prakticky stejný přírodní zákon, jakým je ve fyzice gravitace. Na držení hotovosti nikdy nikdo nezbohatnul.

Do čeho tedy investovat? Rozumných možností se nabízí nespočet. Reality, půda, dluhopisy, umělecké předměty, exkluzivní auta či stará vína. Ale co je nejlepších investice? Na tuto otázku odpověď překvapivě existuje. A je velice

prostá. Bohužel však není pro každého. Nejlepší investicí je podnikání, kdy vybudujete z ničeho něco, co slouží ostatním lidem a neustále reaguje na potřeby zákazníků. Prakticky všichni nejbohatší lidé světa vygenerovali své ohromné majetky skrze vlastnictví firem. V podnikání ovšem nejde pouze o investici peněz. Peníze ve skutečnosti nejsou příliš podstatné. Důležitější je know-how, nápad a organizační talent. A pak investice osobního času, chytrosti, znalostí, schopností a úsilí. Co ale dělat, když nic z tohoto nemáte? Když vlastníte jenom peníze, které netoužíte nechat znehodnotit inflací ani prohrát v divokých finančních sázkách? Potom stále zbývá možnost podílet se na úspěchu podnikání cizího. Možnost, která kromě peněz stojí díky existenci mezinárodních akciových trhů obvykle jen pár minut vašeho času a pak velkou trpělivost. To druhé vypadá snadně, ale snadné není. Nedělat nic je totiž také rozhodnutí. A někdy dost zásadní.

Na konci legendárního filmu z roku 1994 říká Forrest Gump: „Vydělané peníze jsme pak zainvestovali do nějaké ovocnářské společnosti.“ A ukazuje dopis se starým logem Apple Inc. Podle filmového času by tato investice byla provedena ještě před vstupem Apple na burzu v roce 1980. „Poručík Dan mi pak volal a řekl, že se už o peníze nemusíme bát,“ komentuje dál situaci Gump. Což sedí, protože pokud by Gump s Danem své akcie trpělivě drželi dodnes, patrně by skončili v žebříčku miliardářů. Mimochodem investice 1 000 dolarů do akcií Applu v den premiéry filmu Forrest Gump by v současnosti měla hodnotu téměř milion dolarů. Kdo tehdy tušil, že Forrest Gump a poručík Dan ve filmu zcela veřejně sdílejí s celým světem jeden z nejlepších investičních nápadů všech dob? Gumpova matka měla zřejmě pravdu, když říkala: „Život je jako bonboniéra. Nikdy nevíš, co ochutnáš.“

Popsaný příběh Forresta Gumpa sice představuje velkou investorskou inspiraci, ale jak už bylo řečeno, slova jeho matky poctivého investora naopak musí děsit. Nikdo nechce riskovat, že zrovna na něj padne zkažený bonbon. Na jeden ohromný úspěch typu Apple najdete stovky podniků, které už dnes na burze nejsou, protože v mezích zkrachovaly nebo zanikly. Jak si vybrat správné podnikání s velkou budoucností, jehož má smysl být součástí? A jak rozpoznat, že dobré roky skončily, a určité akcie se včas zbavit? Co je a co není riziko? Jak se v tom všem vyznat, a hlavně – jak neprodělat peníze?

Daniel Gladiš přesně na tyto otázky odpovídá v následujících kapitolách. Místo teoretizování a změti ekonomických pouček však zvolil nečekaný

formát a vypráví příběhy úspěšných společností, o jejichž akcie se zajímá. Čtenáři přináší evangelia (přeloženo z latiny tedy „dobré zprávy“) o tom, jak lze využít principů hodnotového investování a systematicky bohatnout na držení akciových podílů ve firmách, jejichž tržní cena je v danou chvíli nižší než jejich vnitřní (tedy skutečná) hodnota. Tento přístup vymyslel jiný filosof peněz Benjamin Graham a následně ho proslavil jeho žák Warren Buffett, který se díky disciplinované aplikaci této metodiky stal živoucí legendou.

„Kdybych měl jmenovat jeden důvod, kdy lidé nejčastěji přicházejí o peníze, pak je to tehdy, když se pouštějí do věcí, kterým nerozumí,“ konstatuje se v jedné z kapitol. Pokud dočtete knihu, kterou držíte v ruce, až do konce, porozumíte tomu, jak přemýšlí investor. Smyslem přitom není, abyste se sami začali starat o své portfolio. Taková aktivita baví jen zlomek lidí. Smyslem je pochopit, komu a proč věřit a následně i svěřit své peníze. Co od investování chytit a jaké otázky si klást. Jak porazit náhodu, čím se nezabývat a na co si naopak dát dobrý pozor.

Tím nejdůležitějším evangeliem totiž je, že dobrým filosofem peněz se může stát prakticky každý.

Václav Dejčmar
spoluzakladatel investiční skupiny RSJ

V Praze, listopad 2024

*Věnováno Pavlově památce. Osud mu nedopřál čas, aby se mohl
těšit ze složeného úročení svých investic.*

1. Proč?

Už je to nějaký pátek, co vyšly mé předchozí dvě knihy o investování. První vydání knihy *Naučte se investovat* vyšlo v roce 2004 a první vydání knihy *Akciové investice* vyšlo v roce 2014. Když si uvědomím, kolik lidí mi za tu dobu psalo, že díky těmto knihám začalo investovat, říkám si, že nic lepšího jsem si ani nemohl přát a že obě knihy možná splnily svůj hlavní cíl. I když už více než dvacet let dostávám znovu a znovu otázky, kdy napíšu další knihu, psaní knih jsem sám pro sebe považoval za uzavřenou věc. Obě knihy mají stále vysokou prodejnost, takže jejich přínos a potenciál ještě není vyčerpán, a také jsem nechtěl spadnout mezi ty autory, kteří chrlí jednu věc za druhou, aniž by měli fakticky co říct. Mimo to, každé čtvrtletí píšu pro akcionáře našeho fondu takzvaný dopis akcionářům. Ten je dostupný i veřejnosti, má velmi početnou čtenářskou obec z celého světa a pro mě je to vlastně taková otevřená kniha na pokračování. Tedy žádné další knihy. V tom jsem měl jasno a dlouho jsem tomu i věřil. Na druhé straně jsem věděl, že když čtu něco, co píšou jiní investoři, nebo když sleduji, co říkají, co prezentují na různých investičních konferencích a podobně, vždycky mě zajímají nejvíc jejich konkrétní investice a důvody, které je k nim vedly. V investování do akcií, jakému dávám přednost a jaké také praktikujeme ve Vltava Fund, jsou sice obecnější témata ohledně investičních filozofií a strategií, různé makroekonomické pohledy či debaty o trendech v ekonomikách i v celém světě zajímavé, vždy nám ale v konečném důsledku půjde o to, kterou konkrétní investici a proč provedeme.

Investiční portfolio je souborem jednotlivých investic. Ke každé z nich je potřeba se dopracovat jednotlivě mezi desítkami tisíc možností, které jsou investorům na trzích k dispozici. Je potřeba je najít, porozumět jim, zanalyzovat je, ocenit, pochopit míru a typ jejich rizika a potom je umět porovnat mezi sebou tak, aby z nich bylo možno vybrat těch několik málo, které budou zařazeny do portfolia. Znovu a znovu stále dokola. V takovém přístupu k investování ve vyhledávání jednotlivých akcií dominují důvody, které jsou specifické pro každou jednotlivou společnost. Její typ podnikání, míra konkurenceschopnosti a její udržitelnosti, management, pravděpodobnost, s jakou lze předvídat její další osud a potenciál, riziko a samozřejmě vztah mezi cenou její akcie a její vnitřní hodnotou. Obecnější témata, jako jsou stav ekonomiky a její růst, rozmach jednotlivých odvětví, inflace, úrokové sazby, měnové riziko a podobně, mají na výběr jednotlivých investic spíše okrajový vliv. Proto mě vždy nejvíce u jiných

investorů zajímají jejich konkrétní investice, a především tehdy, pokud je sami současně vysvětlují. Sledovat tyto informace mi dává největší přidanou hodnotu a nejlepší možnost dál se učit.

Knihu, která by popisovala naše jednotlivé investice a současně u každé z nich vysvětlovala, proč jsme k ní přistoupili, jaké jsme měli důvody a jak jsme postupovali při její analýze, jsem zatím nenapsal. Postupně mi začínala v hlavě vrtat myšlenka, že bych se možná měl pokusit napsat sám za sebe něco, co u jiných investorů vyhledávám nejvíce. Psychologové by možná řekli, že mám v hlavě neuzavřený tvar. Je pravda, že důvody k jednotlivým investicím ve Vltava Fund popisují vždy postupně v dopisech akcionářům, v knize by ale šly popsat podrobněji a byly by dostupné čtenářům uceleně na jednom místě. K tomu, že jsem se nakonec rozhodl a pustil se do psaní, přispěla i ta skutečnost, že prostředí pro výběr jednotlivých akciových investic je pro hodnotové investory na trzích nejlepší za celé období mého investičního života. Investovat jsem začal na jaře roku 1993 a od té doby jsem na trzích nepřetržitě den co den. Za celých těch 31 let nebyly podmínky pro výběr jednotlivých akciových investic opravdu nikdy příznivější, než jsou nyní. Jak je to možné? Jednoduchá odpověď zní, že je to proto, že investorů, kteří se o to snaží, je méně, navzájem si vytvářejí menší konkurenci a mají pro sebe k dispozici celé široké pole působnosti. Něco takového zde dříve nebylo. Hodnotoví investoři si dnes musejí připadat jako sportovci, kteří se přihlásí do soutěže a vidí, že skoro nikdo jiný se nesnaží o to, aby v ní vyhrál. Těžko by si mohli přát něco jiného.

Pokusím se vysvětlit dvě věci důležité pro pochopení celé situace. Nejdříve vysvětlím pojem hodnotový investor a potom vysvětlím, jak mohlo dojít k situaci, kdy jich zbylo tak málo a proč je to pro ně samotné téměř dar z nebes.

Jak jsme se dostali až sem

Investiční literatura se někdy snaží třídit investory do skupin podle jejich investiční strategie. Potom se mluví o investorech, kteří vyznávají strategii růstové, hodnotové, růstové za rozumnou cenu (GARP), momentové, dividendové, příjmové, kontrariánské, sociálně zodpovědné, aktivistické a nevím, které další. Tato kategorizace se mi nikdy moc nelíbila, protože je příliš vágní. Jednotlivé kategorie nemají přesnou definici, občas se překrývají a některé názvy mohou být zavádějící. To se přesně týká

i hodnotové investiční strategie. Ta se často popisuje jako strategie, u které investoři kupují akcie, které mají nízká PE (*price to earnings*, poměr ceny a zisku na akcii), mají nízká PB (*price to book*, poměr ceny a účetní hodnoty na akcii), moc nerostou a jsou to spíše zavedené a stabilní businessy. Jako protiklad bývá často stavěna růstová investiční strategie, ve které investoři typicky vyhledávají mladší a někdy i menší společnosti, které mají potenciál nadprůměrného růstu, a jsou za něj ochotni platit vyšší cenu.

Hodnotové investování tak, jak ho chápeme my, a jak by mělo být vykládáno, nesouvisí s tím, jaké násobky zisků je investor ochoten platit a zda dává přednost společnostem zavedeným a stabilnějším, či společností, které rychle rostou. Hodnotové investování je takové investování, kdy investor důsledně dbá na to, aby kupoval akcie za ceny, které jsou nižší, než je jejich hodnota. Při odhadu hodnoty hraje očekávaný růst společnosti vždy důležitou roli a hodnotový investor může koupit jakoukoliv akcii, pokud dokáže sám sobě demonstrovat na základě důsledné analýzy, že zde existuje atraktivní poměr mezi cenou a hodnotou. To, že nějaká společnost rychle roste, ještě nemusí automaticky znamenat, že roste i její hodnota. Lze najít řadu příkladů rychle rostoucích společností, u kterých růst doslova ničí jejich hodnotu. Na druhé straně stejně tak není automaticky zaručeno, že společnosti, jejichž akcie se obchodují za nízké násobky zisků, budou dobrými investicemi. I zde lze najít spoustu příkladů, kdy se nominálně levné akcie ukázaly být takzvanou hodnotovou pastí. Žádnou akcii nelze odmítnout nebo přijmout jen na základě toho, zda se obchoduje za nízké nebo vysoké násobky zisků či toků hotovosti, nebo na základě toho, zda roste rychle nebo pomalu. Ve všech případech je potřeba pokusit se odhadnout vnitřní hodnotu společnosti a tu potom porovnat s cenou akcie. Toto je v našem chápání skutečné hodnotové investování. My se v našem Vltava Fund považujeme za hodnotové investory, ale při pohledu na naše portfolio je vidět, že je složeno téměř výhradně z růstových společností. A není v tom žádný protiklad. Růstovou společnost si sami pro sebe definujeme jako společnost, jejíž vnitřní hodnota roste tempem alespoň 10 % ročně. Takové tempo růstu je ve srovnání s celým akciovým trhem výrazně nadprůměrné. Někteří investoři, včetně těch největších legend, dokonce říkají, že každé investování je hodnotové, protože každé investování se musí nutně snažit o to, aby investor kupoval investice za ceny pod jejich vnitřní hodnotou. Jakýkoliv jiný postup se podle nich nedá vůbec nazvat investováním. Já bych se k tomuto názoru jednoznačně přiklonil. Dává mi velký smysl a týká se všech typů investic, nejen těch akciových.

Proč je tedy v současnosti tak málo hodnotových investorů? Přispěl k tomu vývoj na trzích v posledních letech, a především rozmach pasivního investování. Všichni účastníci akciových trhů se dají rozdělit na aktivní a pasivní. Aktivní investoři se snaží vyhledávat ke svému investování jednotlivé akciové příležitosti podle jejich individuální atraktivity a potom z nich skládají svá portfolia. Pasivní investování tvoří protipól k investování aktivnímu. Nesnaží se o výběr jednotlivých investic. Pasivní investory v podstatě ani nezajímá, kolik která akcie stojí a kolik za ni platí, protože své peníze vkládají do investičních instrumentů, které kopírují svým složením nějaký index. Nejčastěji to bývají různé indexové fondy nebo ETF. Indexy jsou sestavovány různými metodami. Většinou jde o kombinaci subjektivních pravidel sestavených lidmi, kteří index vytvářejí, a automatických výpočtů, které často zohledňují to, kolik která akcie stojí a jakou má tržní kapitalizaci. Paradoxně tak pasivní investoři, které nezajímají jednotlivé akcie a je jim opravdu jedno, za kolik je v jejich indexu kupují, spoléhají na činnost aktivních investorů, kteří tím, že se snaží vyhledávat jednotlivé atraktivní investice, vytvářejí proces takzvané cenotvorby. Tím rozhodují o tom, kolik která akcie bude stát a jaké zastoupení potom bude mít v jednotlivých indexech. Pasivní investoři nemohou investovat bez existence aktivních investorů. Jsou na nich závislí. Index totiž není nějaké na trhu nezávislé a objektivní měřítko výkonnosti trhů. Jeho složení se mění v závislosti na vývoji trhu samotného, tedy v závislosti na tom, co má sám měřit, a je navíc ovlivňováno rozhodnutími výboru společnosti, která index sestavuje a řídí.

Proces cenotvorby a tržní trendy

Pokud je na trzích pasivních investorů málo a většinu tvoří investoři aktivní, a pokud díky tomu proces cenotvorby běží poměrně rychle a efektivně, potom i pasivní investoři mohou považovat složení indexů, do kterých investují, a koncentraci největších akcií v nich, za férové. Tento stav jsme však bohužel již dávno opustili. Už v roce 2019 se začaly objevovat analýzy, které ukazovaly, že více než 50 % z celkového množství peněz spravovaného na americkém trhu je investováno pasivně. Jsou investovány v různých indexových fondech a ETF, ale také v dalších retailových, penzijních a institucionálních produktech navázaných na indexy. K pasivním investicím je také potřeba přidat peníze v aktivních fondech, které se sice tváří navenek jako aktivní, ale ve skutečnosti jsou téměř zcela pasivní.

Jestliže jsme už v roce 2019 u pasivně investovaných peněz překročili hranici 50 %, potom jsme dnes zcela určitě ještě dál, protože proces přesouvání peněz do pasivních fondů dále rychle pokračuje. Klidně tedy můžeme být na 60 %. Zdálo by se, že 40 % peněz, které zbývají na aktivní investory, je dost na to, aby zajistily dostatečně efektivní a rychlý proces cenotvorby. Problém spočívá v tom, že zdaleka ne všechny tyto peníze jsou investovány tak, aby se podílely na procesu cenotvorby. Nejprve je z této sumy peněz potřeba odečíst ty akcie, které sice nejsou zainvestovány v pasivních strategiích, ale se kterými se také vůbec neobchoduje. Jde o podíly hlavních akcionářů. V těch největších společnostech, které mají v indexech velké zastoupení, a do nichž tak přitéká značná suma pasivně investovaných peněz, vlastní často klíčoví akcionáři velký podíl akcií. Jde o společnosti jako Alphabet, Meta, Berkshire Hathaway či Tesla. Tyto akcie sice formálně spadají mezi aktivně investované, ale nejsou na trhu a téměř vůbec se s nimi neobchoduje. V těchto firmách se tedy v aktivně spravovaných penězích dostáváme rázem někam ke dvaceti procentům. Ani tato malá část akcií ještě není investována tak, aby zajišťovala efektivní proces cenotvorby. V této části trhu jsou totiž zahrnuty i peníze investorů, kteří se nesnaží vyhledávat rozdíly mezi cenou a hodnotou. Jde třeba o investory vyznávající momentové strategie, různé formy algoritmického obchodování, technickou analýzu a také sem spadají drobní retailoví investoři, z nichž drtivá většina nemá finanční vzdělání a dovednosti potřebné k tomu, aby prováděla fundamentální analýzu jednotlivých společností. Příspěvek všech těchto typů investorů na efektivním procesu cenotvorby je omezený.

Dokonce se dá říct, že rozmach pasivního investování došel tak daleko, že pasivní investoři přestali být takzvanými příjemci cen, ale stali se jejími aktivními tvůrci. Je to výsledek toků peněz na trzích. Když do pasivních fondů a ETF přitékají peníze, fondy za ně automaticky nakupují akcie. (Více o fungování ETF se dočtete v jedné z pozdějších kapitol.) Nedrží téměř žádnou hotovost a obratem ji posílají do těch akcií a v takovém poměru, jaký předepisuje momentální složení indexu, který kopírují. Z povahy věci vyplývá, že pokud do pasivních fondů přitékají nové peníze, budou muset být jejich nákupy uspokojeny prodeji ze strany aktivních investorů. Těch je ale relativně stále méně a jejich ochota prodávat musí být logicky vyvážená čím dál vyššími cenami akcií. Když tuto situaci doženeme ve svých představách ad absurdum, potom při rostoucí převaze velikosti pasivních investorů nad velikostí aktivních investorů budou ceny akcií muset při pokračujících nákupech ze strany pasivních investorů růst exponenciálně vzhůru, protože marginální cena nutná k uspokojení poptávky z čím dál

menší zásoby prodejců bude růst čím dál rychleji. U posledního žijícího aktivního investora by teoreticky měla být nekonečná.

Pokud se situace otočí a z pasivních fondů peníze začnou odtékat, dopad na ceny akcií bude opačný a znovu velmi citelný. Jediným, kdo by mohl uspokojit hromadné výprodeje pasivních fondů, jsou aktivní investoři. Ti ale zdaleka nedisponují dostatečným objemem hotovosti. Aktivní investoři drží dejme tomu průměrně 5 % svých portfolií v hotovosti. 5 % hotovosti z 20 % celkového majetku, který je uložen u aktivních investorů, je asi 1 % objemu peněz na trzích. Toto je suma peněz, která by teoreticky mohla zadržet tsunami peněz valících se z pasivních fondů ven. Samozřejmě, že k nim by ještě bylo potřeba přidat peníze, které stojí mimo akciové trhy, a které by se do nich mohly přesunout, jako jsou peníze pocházející od samotných společností prostřednictvím odkupů akcií nebo peníze uložené například v dluhopisových fondech, avšak ochota držitelů tohoto kapitálu zachraňovat klesající ceny akcií, a především ochota reagovat rychle, by byla pravděpodobně mizivá. Stejně mizivá by byla i ochota aktivních investorů snažit se držet trh, nehledě na to, že by k tomu se svou omezenou kapacitou volných prostředků stejně nestačili.

Stejně tak jako by při extrémní převaze nákupů ze strany pasivních fondů mohly ceny růst v závěru teoreticky do nekonečna, tak by při velké převaze prodeje ceny v závěru mohly klesat skoro k nule. Jsem si vědom toho, že pojmy jako nekonečno a nula jsou u cen akcií výrazy pro extrémní a nepravděpodobné situace, které nenastanou, ale přesto naznačují směr, kterým se ceny akcií při obrovské převaze pasivně investovaných peněz nad aktivními vydají, pokud se toky peněz do pasivních či z pasivních fondů budou chovat tak, jak jsem je popsal. Myslím, že na trzích lze najít řadu případů extrémně velkých pohybů, ať už celého indexu, či prozatím častěji jednotlivých akcií, za nimiž stojí právě změny toků peněz do pasivních fondů.

Pro dokreslení toho, jak pasivní investoři postupně přecházejí z pozice příjemců cen akcií do pozice tvůrců, nebo možná lépe řečeno spolutvůrců cen akcií, je potřeba si uvědomit, jaký dopad mají toky peněz do pasivních fondů na složení samotných indexů, které tyto fondy kopírují. Zatímco aktivní investory při výběru akcií zajímá, zda se nějaká akcie obchoduje za pětinasobek zisků, padesátinasobek zisků či třeba stonásobek zisků, pasivním investorům je to jedno. Ti kupují akcie bez ohledu na jejich jednotlivé ocenění podle toho, co jim předepíšeje aktuální složení indexu.

Váhy akcií v jednotlivých indexech jsou do velké míry ovlivněny tržní kapitalizací jednotlivých firem. To je logické. Čím má nějaká společnost větší tržní kapitalizaci, tím větší část celého trhu reprezentuje a tím větší váhu si i zaslouží ve složení indexu. Ve světě, kdy je na trzích dostatek aktivních investorů a kdy ocenění jednotlivých firem má relativně silnou tendenci odrážet fundamentální hodnoty jednotlivých firem, i složení indexů bude mít stejnou míru efektivity. Pokud však množství pasivně investovaných peněz výrazně převažuje nad aktivně investovanými penězi, potom se velká část cenotvorby akcií dostává do rukou pasivních investorů. Tedy těch investorů, kteří se nijak nezabývají analýzami jednotlivých akcií, nemají představu o jejich vnitřní hodnotě a při jejich nákupech či prodejkách je jim v podstatě jedno, kolik tyto akcie jednotlivě stojí. Přesto svými investicemi výrazně ovlivňují jejich ceny.

Na trzích totiž existuje nejen obrovské množství indexových fondů a ETF, ale také velké množství jednotlivých indexů. Indexů, které mohou reprezentovat celé trhy, ale také jednotlivá odvětví, regiony, strategie a podobně. Ty se ve svých složeních ovlivňují navzájem na základě toho, kolik pasivně investovaných peněz do různých indexů přitéká, a postupná změna ve složení indexů zase zpětně ovlivňuje to, do kterých akcií peníze přitékají více a do kterých méně. Akcie, sektory nebo regiony, jejichž váhy v indexech rostou, přitahují stále větší podíl pasivních investic, což jejich váhy v indexech posouvá ještě výše. Vyšší podíl v indexech potom znamená ještě větší podíl na nových penězích, ještě vyšší váhy v indexech a tak pořád dokola. Zpětná vazba zde funguje velmi dobře. Aktivní investor, který analyzuje a sleduje stovky individuálních společností, může velmi dobře sledovat, jak je proces cenotvorby narušen a pokřiven dominancí pasivního investování. Obzvláště tehdy, pokud může srovnávat změnu, ke které dochází, v čase. Investor, který používá výhradně pasivní investice, vlastně nemá vůbec, jak by tuto situaci posoudil.

V konečném důsledku potom dochází při tocích peněz směrem do pasivních fondů k rostoucí koncentraci největších titulů v indexech (momentálně je nejvyšší v historii a překonává i období *Nifty Fifty* bubliny z 60. let). Při otočení toků peněz z pasivních fondů ven to potom jsou právě akcie mající v indexech největší zastoupení, které jsou nejvíc bity, protože na jejich cenách se nejvíc projevuje absence dostatečného množství kupců ze strany aktivních fondů. I zde zpětná vazba funguje velmi dobře. Příkladem může být třeba rok 2022 na americkém trhu. Tehdy si právě největší akcie v indexech vedly nejhůře. Demonstrovat to lze na tehdejší výkonnosti

sedmičky akcií, které dostaly souhrnně přezdívku *The Magnificent Seven* (M7). Jde o společnosti Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia a Tesla. Během roku 2022 klesly tyto akcie souhrnně o 40,2 %. Když si rozložíme pohyb jejich cen akcií na drobnější komponenty, zjistíme, že během roku 2022 klesl zisk na akcii M7 o 8,7 %, jejich tržby na akcii vzrostly o 10,1 % a jejich ziskové marže poklesly o 17,1 %. Výrazně, a to o celou třetinu, pokleslo jejich PE. Z počáteční úrovně 38,4 na koncovou úroveň 25,1. (Zdroj: Semper Augustus Investment Group LLC, 2023 Letter to Clients). 40% pokles akcií M7 je mnohem větší než 19,4% pokles indexu S&P 500. Je to pravděpodobně do velké míry výsledek toho, že na trhu jednoduše nebyl dostatek ochoty v hlavách a dostatek volných peněz v kapsách aktivních investorů, které by dokázaly uspokojit výprodej pasivních fondů. Nejmarkantněji se to projevuje u těch akcií, jejichž zastoupení v indexu je největší. Ceny těchto akcií potom musí klesnout velmi výrazně, aby došlo k vyrovnání nabídky a poptávky.

Rok 2023 byl krásným opakem roku 2022. Tok peněz se znovu obrátil směrem do pasivních fondů a stejně tak jako o rok dříve nebylo na trzích dost aktivních investorů, kteří by byli schopni prodeje pasivních fondů absorbovat, v roce 2023 nebylo na trzích dost akcií v rukou aktivních investorů, které by byly nabídnuty pasivním investorům k nákupu. A tak zatímco index S&P 500 v roce 2023 vzrostl o 24,2 %, akcie M7 vzrostly o 75,8 %. Na tomto růstu se nejvíc podílel nárůst EPS (35,8 %), tržeb na akcii (12 %), marží (21,2 %) a PE (29,7 %). V souhrnu obou let vzrostly akcie M7 o 4,7 % a index S&P 500 o 0,07 %. (tentýž zdroj)

Velký podíl pasivních investorů na trzích má tendenci prodlužovat a zvyrazňovat trendy, které se na trzích objevují. V celých širokých indexech, v jednotlivých segmentech trhu i v jednotlivých akciích, a to oběma směry. Jak nahoru, tak dolů. **Celkově potom dochází k paradoxní situaci, kdy indexy, které by měly být měřítkem výkonnosti, se současně stávají cílem investování, čímž vlastně přestávají být dobrým měřítkem.** A to všechno kvůli tokům peněz investorů, kteří se vůbec nezabývají oceněním jednotlivých akcií.

Proč?

Nyní je potřeba zdůraznit, že tato kniha není napsána proto, aby kritizovala pasivní investování. To nemám v úmyslu. Samotnou myšlenku pasivního

investování nepovažují za špatnou. Naopak. Je to velmi užitečná věc, která je velmi vhodná nebo může být velmi vhodná pro spoustu investorů různého typu. Pasivní investování také není dobré chápat jako nějaký soubor s aktivním investováním. Pasivní a aktivní investování není záležitostí typu buď – anebo. Investoři mohou využívat obojí současně v různých kombinacích, a je dobré připomenout, že i samotné pasivní investování nutně obsahuje řadu aktivních rozhodnutí, které investor musí udělat. Koneckonců i my ve Vltava Fund, jak později sami uvidíte, využíváme možnost pasivního investování pro jednu konkrétní pozici, a to se považujeme za zcela ortodoxní aktivní investory. Důležité také je, že primárním úkolem investora není něco kritizovat. Investor by také neměl investovat podle toho, co by si přál, aby se stalo, nebo podle toho, jak by si přál, aby svět vypadal, ale podle toho, co si myslí, že se stane. To jsou většinou dvě zcela odlišné věci a není dobré je míchat do sebe.

Tato kniha byla napsána z jiného důvodu. Každá věc, ať už jde o myšlenku jakkoliv dobrou, má i své negativní dopady. Dopady, které jdou často proti původnímu záměru. Čím víc do extrému je původní myšlenka dotažena a aplikována, tím výraznější mohou být vedlejší efekty jí způsobené. Míra rozmachu pasivního investování je zcela bezprecedentní. Nic podobného zde dříve nebylo. Bezprecedentní jsou také dopady na fungování a chování trhů. To je něco, co by měli investoři chápat a vnímat, čemu by se měli přizpůsobit a čeho by v ideálním případě mohli i využívat. Prostředí, které zde vzniklo, je zcela nové, a je pro aktivní investory velkou příležitostí. Kdybych si mohl sám vybrat, jak bych chtěl, aby měly vypadat trhy, aby se nám aktivním investorům na nich dobře investovalo, pak by určitě velmi vysoko v mých představách figurovala situace, kdy se většina investorů nezabývá tím, co a za kolik kupují, a tuto činnost přenechávají hrstce aktivních investorů. Jako člověku, který celý svůj život sportuje a závodí, by se mi moc líbila situace, kdy se skoro nikdo ze soupeřů nesnaží o to být nejlepší a skoro všichni to vzdali už před startem. K tomu se dnes na trzích velmi blížíme. Před deseti, dvaceti, třiceti lety byla konkurence na trzích ohledně vyhledávání jednotlivých investic mnohem vyšší, než je dnes. Tak příznivé prostředí, jaké mají dnes, aktivní investoři dříve k dispozici neměli.

Aktivní a hodnotové investování je založeno na myšlence, že teorie dokonale efektivních trhů je mylná. Platnost této teorie je založena na několika předpokladech. Přístup investorů na trh musí být volný, náklady na získávání informací musí být minimální a musí existovat vysoce konkurenční investiční prostředí. Právě míra konkurence prostředí je výrazně

snížována velkým rozmachem pasivního investování. Trhy se stávají méně elastickými a méně citlivými na ceny. Ve vysoce konkurenčním a cenově elastickém prostředí by investoři prodávali akcie, jejichž ceny vystoupaly příliš vysoko, protože by jejich očekávaný výnos byl příliš nízký, a kupovali by místo toho akcie, jejichž ceny by byly na atraktivnějších úrovních. Jak jsem však již popsal výše, pasivní investoři automaticky nakupují to, co jim předepisuje složení indexů, bez ohledu na to, zda jsou jednotlivé akcie levné či drahé. Nízká likvidita způsobená klesajícím zastoupením aktivních investorů na trzích vytváří úzká místa, která ztěžují vyrovnání nabídky a poptávky. Trhy se stávají cenově méně a méně elastickými, což si vyžaduje větší a větší cenové reakce. Indexové investování je celé založeno na předpokladu, že trhy jsou efektivní, přitom ono samo jejich efektivitu snižuje. Pasivní investoři se z příjemců cen dostali do pozice jejich tvůrců. Dokonce sám John Bogle, zakladatel The Vanguard Group a největší pionýr a popularizátor indexového investování, v závěru svého života prohlásil, že pokud budou všichni investoři používat indexové investování, lze očekávat chaos a katastrofu. Trhy by selhaly. (Zdroj: Udland, M. (May 6, 2017), Jack Bogle envisions „chaos, catastrophe“ in markets if everyone were to index.) Nikdy se nedostaneme do stavu, kdy by všichni investoři používali výhradně pasivní investování. Trhy by zkolabovaly už o mnoho dříve, a i při současné výrazné převaze pasivně spravovaných peněz nad aktivními je fungování trhů výrazně narušeno. Mnohem více než kdykoliv před tím.

Inteligentní investor si z tohoto vlaku nejenže vystoupí, ale celé situace využije ve svůj prospěch. Pokud aktivní investoři dobře porozumí nově vzniklému stavu trhů, pochopí, v čem a jak se změnilo jeho chování, přizpůsobí tomu své vlastní investování včetně vlastních očekávání, mají velkou šanci na to, aby jejich portfolia nesla vyšší výnos, než je výnos širokých trhů, a současně obsahovala mnohem menší riziko, než je riziko širokých trhů.

Co vás čeká v další části knihy

V další části knihy jsou popsány jednotlivé investiční případy z praxe. Případy, na kterých chci demonstrovat, že dnes lze najít na trzích celou řadu akcií, jejichž cena je výrazně nižší, než je jejich hodnota, a jejichž kvalita podnikání a riziko s ním související je často mnohem nižší, než je riziko celého trhu. Případů zde popsaných je celkem patnáct. Je jim

věnována různá délka textu. Některé si vyžadují obsírnější popis, jindy zase stačí mnohem kratší text. Při výběru jednotlivých investic jsem se také snažil přihlížet k tomu, aby jejich investiční zdůvodnění obsahovalo i nějaké obecnější investiční téma, které je přenosné i na jiné společnosti a které má dlouhodobou platnost.

Jak jsem jednotlivé případy vybíral? Rozhodně ne tak, že bych se podíval na výnosy různých akcií za posledních 5–7 let, našel si nějakou, jejíž výnos byl vysoký, a potom kolem výnosu akcie vykonstruoval investiční příběh, ze kterého by bylo jasné, že tehdy a tehdy se měla akcie koupit. Vybral jsem akcie, které jsme sami ve Vltava Fund koupili a které dodnes všechny držíme, s výjimkou jedné, která se mezitím stala privátní společností, a museli jsme ji prodat (Teekay Energy Partners). Dále jsem se snažil o to, aby každá z vybraných akcií ukazovala jiný původ nebo podobu hodnoty, kterou jsme hledali, aby vybrané společnosti pocházely z různých sektorů a aby společně naznačily, jakou šíři možností dnešní trhy nabízejí. K těmto patnácti vybraným společnostem (v jednom případě jde o index trhu) jsem potom doplnil dva další příklady z našeho portfolia, které považujeme za investiční chybu. První je případ akcie, kterou jsme ani neměli koupit, a druhý je příklad akcie, kterou jsme naopak neměli prodat. I když člověk dělá maximum, někdy se nevyhne tomu, že udělá chybu. Výhodou potom je, že má v ruce něco, z čeho se může do dalšího investičního života poučit. Skutečnost, že jen jediná z těchto patnácti společností má sídlo v EU, není záměrem, ale bohužel tak trochu reflektuje relativní pokles významu regionu, ve kterém žijeme.

Všechno jsem se snažil vysvětlovat co nejjednodušeji, jak to jen bylo možné. Za jednotlivými případy se skrývá mnohem více práce, než je tady možné ukázat, a to ostatně ani není cílem této knihy. Tato kniha není standardní investiční analýzou ani souborem investičních tipů. Cílem je, aby byla srozumitelná i začínajícím investorům, kteří zatím mají pouze několik let zkušeností, a aby jim pomohla na jejich další cestě světem akcií.

Než se pustíme do jednotlivých investičních případů, ještě jedna malá poznámka. Dosavadní text se věnuje americkému trhu. Není to proto, že bych chtěl ostatní trhy ignorovat. Je to proto, že americký trh je daleko největší na světě. Momentálně svou tržní kapitalizací tvoří přibližně 60 % světového akciového trhu a obdobné zastoupení má i v různých globálních akciových indexech. Je to také trh, na němž investuje největší část investorů, trh nejrozvinutější a nejlépe investovatelný. Jeho výnosy

určitě nebudou vždy lepší než výnosy jiných trhů, ale je téměř jisté, že bude vždy na prvním místě, co se týče pozornosti investorů. Americký trh je také trh, kde pasivní investování došlo zřejmě nejdále a je to trh velice široký, kde není složení indexů příliš ovlivněno několika jednotlivými společnostmi, jejichž velikost se zcela vymyká zbytku lokálního akciového trhu. Na takových trzích je koncentrace velkých akcií v indexech ještě větší než v USA, je to ale způsobeno do velké míry jinými důvody než rozmachem pasivního investování. Velmi velkou koncentraci největších společností v indexu mají například země, jako jsou Švýcarsko (díky firmám Nestlé, Novartis a Roche), Francie (díky firmám LVMH Moët Hennessy, L'Oréal a Hermès), Dánsko (především díky Novo Nordisk) a samozřejmě i Česko díky ČEZ. Menší koncentraci než USA mají například Indie, Japonsko či Čína.

Kniha byla napsána v létě 2024. Když jsem ji dopsal, sjednotil jsem údaje týkající se cen akcií, výnosů a dat u jednotlivých společností tak, aby se vztahovaly ke konci září 2024, pokud není uvedeno jinak. Rukopis jsem během října odevzdal nakladateli k přípravě do tisku a cokoliv, co se na trzích nebo v jednotlivých akciích událo později, už nemůže být v textu zohledněno.

Teď už se můžeme pustit do jednotlivých investičních případů a příkladů, kde všude lze na akciových trzích hledat poklady. Snad vás bude jejich čtení bavit, stejně jako mě bavilo jejich psaní.