

## **Daniel Gladiš: Dobrý investor potřebuje umět v zásadě jenom dvě věci. Zaprvé ocenit společnost a zadruhé správně nahlížet na pohyby trhu.**

Ing. Daniel Gladiš, CFA je odborníkem na investice do akcií a přední postavou českého kapitálového trhu. V roce 1991 absolvoval VUT v Brně; v letech 1991–1994 studoval na Masarykově univerzitě v Brně, v letech 1992–1993 na Fakultě ekonomie a managementu v holandském Utrechtu; od roku 2001 je držitelem titulu [CFA \(Chartered Financial Analyst\)](#). V letech 1993-1999 byl ředitelem ve společnosti Atlantik Finanční trhy, kterou založil. V letech 1999-2004 byl ředitelem ABN AMRO Asset Management (Czech) a od roku 2004 je členem představenstva investičního fondu [Vltava Fund](#), který založil. Kromě aktivit v oblasti finančních trhů se věnuje rockové hudbě, sportu a cestování. Ing. Michal Stupavský, CFA učinil s Danielem v polovině června následující rozhovor, jenž se primárně zaměřoval na klíčové myšlenky jeho nové knihy [Akciové investice](#), jejímž tématem je tzv. hodnotové investování (value investing).

---

**Michal:** První knihu o hodnotovém investování do akcií – [Naučte se investovat](#) – jsi publikoval v roce 2003. Co tě po 12 letech motivovalo k napsání další knihy Akciové investice s obdobnou tematikou?

Daniel: Důvodů bylo několik. Zaprvé mě velice mile překvapil obrovský čtenářský úspěch mé první knihy. Vůbec jsem netušil, kolik lidí se v Česku a na Slovensku o investování zajímá. Čtenářská obec se zaměřením na investování je opravdu velká. Zadruhé mě psaní velice baví. A zatřetí jsem za uplynulých 12 let nashromáždil další investorské zkušenosti, přičemž se také posunuly mé názory na investování. Postupně to ve mně uzrávalo, až se to zlomilo a napsal jsem další knihu.

**Michal:** Od publikování tvé první knihy v roce 2003 jsme zažili velkou finanční a ekonomickou krizi odstartovanou pádem Lehman Brothers v roce 2008. Jak tě tato krize ovlivnila? Změnila zásadně některé tvé investiční postoje?

Daniel: Krize ovlivnila úplně všechny, kdo ji zažili z první ruky jako přímí účastníci trhu. Byla to pro všechny investory obrovská škola. Nemyslím si, že mě zásadně změnila, nicméně dílčí změny v mých postojích určitě způsobila. Nyní investuji jednodušeji, snažím se být daleko trpělivější a větší váhu přikládám otázce rizika, které dnes stavím na první místo.

**Michal:** Jaká je klíčová myšlenka tvé nové knihy? Co by si měli čtenáři z jejího přečtení vzít především?

Daniel: Těžko říct, ale celou knihou se táhne idea, že investování je v zásadě jednoduché, ale ne snadné. Investování je založeno na jednoduchých myšlenkách, které ovšem v praxi není snadné aplikovat. Tato linie se táhne celou knihou.

**Michal:** Pojdme se podívat blíže na jednotlivá témata, která v knize zmiňuješ. Co si můžeme představit pod konceptem kruhu kompetencí a proč je pro akciové investory důležité, aby mu dobře rozuměli a dokázali ho správně aplikovat? Můžeš také vysvětlit tzv. kompetenční matici?

Daniel: Jednou z věcí, kde dělají investoři největší chyby, je, když se pouštějí do něčeho, čemu nerozumí. Každý by si měl uvědomit, čemu rozumí a to ohraničuje jeho kruh kompetencí. Je potřeba si uvědomit, co leží uvnitř a co vně. Za každou cenu bychom se měli vyhnout při investování tomu, co leží vně, co neznáme. Kompetenční matice je zjednodušené schéma, matice 2x2, kde jedna osa

popisuje, jak moc věcem rozumíme, a druhá osa popisuje, jak moc jsou dané věci předvídatelné. Mělo by se investovat do toho, čemu rozumím a co je také předvídatelné. Zajímavé je, že spousta lidí si myslí, že dokáže předvídat věci, kterým vůbec nerozumí. To je potom hodně špatné.

**Michal: Můžeš také popsat tvoji hodnotovou investiční filozofii? Jaké jsou její klíčové pilíře?**

Daniel: Moje hodnotová filozofie se dá popsat do několika klíčových bodů. Zaprvé, nákupem akcie kupujeme podíl na podnikání společnosti. Zadruhé, základem investování do akcií je pravidelný tok hotovosti směrem od společnosti k akcionářům formou dividend a odkupování vlastních akcií. Z toho mimochodem vyplývá, že investování máme spojeno s dlouhým časovým horizontem. Pokud je investiční horizont kratší než 5 let, pak je otázka, jestli to ještě vůbec lze nazvat investicemi a ne spekulacemi. Zatřetí, zmiňovaný tok hotovosti má u dobrých společností řízených kvalitním managementem silnou tendenci k růstu. A začtvrté platí empiricky vyzorovaná tendence, že cena akcie v dlouhodobém horizontu následuje tento růst toku hotovosti.

**Michal: Co se oceňovacího procesu týče, ve své knize zmiňuješ jako teoreticky nejsprávnější metodu diskontovaného cash flow (DCF). Používáš tuto metodu v praxi, a jaké jsou případně její hlavní slabiny?**

Daniel: Této valuační metodě se snažím vyhnout, neboť má několik obrovských nevýhod. Z teoretického hlediska je samozřejmě správná, problém je ovšem v tom, že dává hrozně nepřesné výsledky. Všechny vstupní parametry se týkají budoucnosti, a proto jsou z definice neznámé. Každý DCF model obsahuje obrovskou míru subjektivity, a proto zvolené hodnoty vstupních parametrů spíše mnohem více vypovídají o samotném investorovi a méně o samotné investici. Dále si musíme uvědomit, že přibližně dvě třetiny hodnoty společnosti (valuace), pochází z velice vzdáleného období v budoucnosti a jakékoliv takto dlouhé prognózy jsou prakticky zcela bezcenné. DCF je metoda elegantní, teoreticky správná, nicméně prakticky většinou zcela nepoužitelná. Někdy je až zavádějící. Člověk má dojem, že když se dopracuje k nějakému přesnému číslu, že to má zcela správně a podlehne iluzi přesnosti, nicméně pravděpodobnější je, že realita bude zcela jiná. Je samozřejmě pravda, že se tato metoda používá velice často. Podle mě je to ovšem chyba.

**Michal: Jakou valuační metodu tedy používáš?**

Daniel: Pomáhám si několika kroky. Zaprvé se snažím analyzovat ty společnosti, které jsou předvídatelné. Nemá totiž cenu modelovat společnosti, které nejsou předvídatelné, to je pak model postaven doslova na vodě. Tím se vyvaruju těch největších chyb. Zadruhé se pak snažím délku prognózovaného období zkrátit tak, aby se dalo s modelem co nejjednodušeji pracovat, tj. na pět maximálně sedm let neboli období, které může zhruba zahrnout celý hospodářský cyklus. K očekávanému zisku na konci tohoto období se pak snažím přiřadit nějaký přiměřený násobek, čímž se dopracuji k celkové hodnotě (valuaci). Spolu s očekávanými dividendami pak tuto hodnotu porovnávám s aktuální cenou akcie. Samozřejmě velkou roli také hraje riziko. Obecně dávám přednost investicím, kde pravděpodobnost výsledku je velmi vysoká a to i za cenu nižšího očekávaného výnosu.

**Michal: Jak se díváš na pohyby trhu a proč je časté sledování cen akcií ztrátou času**

Daniel: Dobrý investor potřebuje umět v zásadě jenom dvě věci. Zaprvé ocenit společnost a zadruhé správně nahlížet na pohyby trhu. Investoři jsou denně bombardováni cenovou volatilitou, přičemž mají sklon se tím nechat příliš ovlivnit. To vede k přílišnému obchodování. Po většinu času by investoři měli krátkodobou cenovou volatilitu ignorovat a jenom čas od času, když jim přinese zajímavou příležitost, by měli učinit investiční rozhodnutí. Chce to ovšem velkou trpělivost. Denní pohyby cen jsou většinou opravdu pouhým šumem, náhodným pohybem. Když investorům nevadí, že nemají k dispozici aktuální tržní ceny o víkendu, nemuselo by jim to vadit ani od pondělí do pátku. Investory, co například vlastní nějakou nemovitost, nijak neznervózňuje, že nemají denně k dispozici aktuální tržní cenu. Ovšem co se akcií týče, u nich dělají „investiční“ rozhodnutí často na základě denních pohybů cen.

**Michal: Mohl bys, prosím, vysvětlit související a klíčový koncept nepravděpodobné linearity?**

Daniel: Nepravděpodobná linearita v podstatě popisuje, o co se při investování v našem fondu snažíme. Hledáme akcie takových společností, jejichž hodnota poroste ze současné úrovně v bodu A směrem k bodu C. Takové akcie se potom snažíme kupovat za cenu B, tedy níže než je bod A, a spoléháme se na to, že ve střednědobém až dlouhodobém horizontu, bude cena směřovat k bodu C. Náš zisk potom plyne ze dvou směrů. Zaprvé z růstu vnitřní fundamentální hodnoty společnosti a za druhé ze zmenšování rozdílu mezi cenou a hodnotou, resp. přibližování ceny k hodnotě. Je samozřejmé, že tento proces nemá v čase lineární vývoj. Je to dlouhodobý proces, který funguje ve střednědobém až dlouhodobém časovém horizontu. Na druhou stranu to ale neznamená, že bude fungovat pravidelně ve všech obdobích. Přijdou určitě období, kdy bude investorův výsledek špatný, záporný, nebo horší než výsledky konkurence. Proto podle mého soudu vůbec nemá cenu sledovat výkonnost investorů na měsíční bázi. Měsíční výkonnost je opravdu především dílem náhody a krátkodobé nálady trhu než schopnostmi investora. Jako nejkratší možnou dobu pro hodnocení investora považuji 3 roky a i to se mi ještě zdá pořád málo. Když se podíváme do historie, zjistíme, že prakticky všichni velcí investoři si prošli obdobími, kdy měli ztráty a to i několik let v řadě. Co je přitom činilo velkými investory, nebyly zdaleka pouze průměrné dlouhodobé výnosy, ale také konzistentnost a tvrdá disciplína při aplikování jasně definované investiční strategie. Při takovém odpovědném chování se se prostě občasné špatné výkonnosti vyhnout nedá. Je to dáno zákony pravděpodobnosti. Velcí investoři se vlastně o krátkodobé cíle ani nesnaží. Nejsou totiž podstatné. Při hodnocení investičního manažera je důležitá integrita, osobnost, filozofie a proces. Bez nich nemůžou být ani dobré výsledky, a pokud jsou, tak jsou dílem náhody.

**Michal: Bezpečnostní polštář (margin of safety) je klíčovým konceptem hodnotové investiční filozofie, se kterým přišel sám otec zakladatel hodnotového investování Benjamin Graham ve své nejslavnější knize Inteligentní investor. V čem tento koncept spočívá?**

Daniel: Bezpečnostní polštář spočívá v počátečním rozdílu při nákupu akcie mezi její cenou a vnitřní hodnotou, přičemž tento koncept můžeme aplikovat i na jiné třídy aktiv. Celý koncept se tedy zaměřuje na to, že vždy potřebuješ nějakou rezervu. Všechny úvahy, které při investování děláš, děláš do budoucna. Musíš si být vědom toho, že každý odhad je nepřesný, a někdy může být zcela mimo. Aby ses s tím nějak mohl vyrovnat, musíš mít nějakou rezervu, bezpečnostní polštář, který ti umožní absorbovat jiný vývoj a také vlastní chyby. Čím větší polštář, tím větší prostor pro absorbování ztrát. Výsledek investování je vždy funkcí mezi hodnotou a cenou, a čím větší rozdíl, tím větší polštář k absorbování možného budoucího negativního vývoje. Dokonce si troufám tvrdit, že pokud investice nezahrnuje dostatečně velký bezpečnostní polštář, pak se vůbec nejedná o investici, ale spekulaci.

**Michal: Jak definuješ investiční riziko? Předpokládám, že ne jako očekávanou volatilitu výnosů tvých akcií měřenou směrodatnou odchylkou.**

Daniel: Riziku se věnuji ve velmi důležité kapitole, která ve srovnání s předchozí knihou přibyla. Dnes riziku přiřkládám mnohem větší význam než dříve. Riziko je přitom koncept, který řada lidí považuje za sofistikovaný, ale není to tak. Většina investorů se snaží celý koncept rizika, jeho měření a řízení zúžit do jednoho čísla. Důležité však především je, jak si riziko každý investor definuje. My si ho definujeme jako pravděpodobnost trvalé ztráty vložené investice. V krizi kolem roku 2008 například akcie Coca-Coly klesly z 30 dolarů na 20, nicméně za pár let byly na nových maximech s firemními zisky rovněž na maximech. Kdo by odjel na dva roky na dovolenou, ani by si při pohledu na cenu akcií nevšiml, že nějaká krize vůbec byla. Naopak akcie Lehman Brothers jsou příkladem trvalé ztráty. V případě pražské burzy můžeme zmínit trvalou ztrátu u akcií NWR, kdy již v podstatě neexistuje žádná šance získat vložený kapitál zpět. Riziko je obecně přítomno vždy u každé investice a principiálně jde především o to, aby pravděpodobnost trvalé ztráty bylo co nejmenší. Přičemž trvalá ztráta se měří nikoliv nominálně, ale reálně.

**Michal: Proč by investor, resp. portfolio manažer, nikdy neměl delegovat řízení rizik na risk manažera?**

Daniel: Velké investiční společnosti většinou mají risk management oddělený od oddělení zabývající se samotným investičním procesem, resp. portfolio managementem. To je podle mého názoru hrozná chyba, protože pokud se risk manažer neúčastní samotného investičního procesu, pak o konkrétním riziku neví nic. Tradiční metody měření rizika jsou čistě kvantitativní a vůbec se nezajímají, co to je za akcii, co je to za business, kdo ho řídí a jak, jaké má perspektivy, atd. Dodejme, že akcie Lehman Brothers ještě nepříliš dluho před bankrotem ukazovaly statisticky nízké riziko. Je to jednoduše obrovská chyba řízení rizika delegovat, neboť riziko mohou řídit pouze ti, kteří se investičního procesu přímo účastní.

**Michal: V další části knihy si kladeš otázku „Proč vůbec investujeme?“. Tak tedy proč?**

Daniel: Protože musíme. Každý člověk, který má peníze, tak aniž by chtěl, se stává automaticky investorem, pokud chce uchovat jejich reálnou hodnotu do budoucna. I to, že s nimi nic nedělá, že je nechává na účtu, to je také investiční rozhodnutí. Bohužel máme inflaci a ta denně ujídá na reálné hodnotě peněz. Minimálně bychom se proto měli snažit o uchování této reálné hodnoty. Řada podnikatelů stráví 20 let tvrdou prací a snahou vydělat peníze a potom s nimi často nakládají diletantsky a lehkovážně. Správa peněz si zaslouhuje minimálně stejnou pozornost jako jejich vydělávání.

**Michal: Proč hodnotoví investoři používají k tvorbě portfolia bottom-up přístup, když jiné investiční přístupy naopak preferují přístup top-down? Jaký je mezi nimi rozdíl a proč se zaměřuješ na bottom-up?**

Daniel: Protože makro je úplně jiné uvažování. Nejdřív si rozdělím svět do regionů, na sektory a potom až řeším, co tam konkrétně koupit. Podle mě je toto špatná metoda. Lepší je rozhodně bottom-up, tj. zabývat se investičními případy jednotlivě. Úkolem investora není vědět všechno o všem, ale najít pár dobrých investic. To je lepší dělat postupem bottom-up. Pokud je najdeš, měl bys je koupit, bez ohledu na makro. Makro je v našem pojetí ve Vltavě hodně na pozadí, ne že bychom ho zcela ignorovali, ale primárně nám jde o vztah mezi cenou a hodnotou u konkrétních investic. Například v Evropě teď všichni řeší Řecko. Podle mě trochu zbytečné úvahy, neboť nikdy nebudeme přesně vědět, kdy a co se v Řecku stane. Pokud ale vidím akcii ABC a její cena je velice atraktivní s přihlédnutím ke konkrétním rizikům, kterým je daná společnost vystavena, tak ji prostě koupím, bez ohledu na vývoj v Řecku. A pokud žádnou investiční ideu nemám, tak nekoupím nic a to i v případě, kdyby se najednou stal v Řecku zázrak a problém byl vyřešen.

**Michal: Opakovaně zdůrazňuješ psychologii investora. Proč je to tak důležité pro dlouhodobý a konzistentní investiční úspěch?**

Daniel: Lidé nejsou dokonalé stroje bez emocí. Dělalí ve svých úvahách kognitivní chyby a podléhají emocím, které jim úsudek zkreslují. Je potřeba vědět, kde ty hlavní chyby mohou být a jak je na sobě rozpoznat. Úplně se jim vyhnout nelze, ale je dobré, když se člověk snaží přemýšlet nad tím, jaké hlavní chyby asi dělá, a také jaké chyby dělá celý trh. Jde taky o to vnímat celý trh a na něm panující náladu a dav investorů jako celek.

**Michal: Jaké jsou klíčové charakteristiky společností, které máte v portfoliu (*ed. poznámka: tj. long neboli dlouhé pozice s očekáváním růstu ceny*), a charakteristiky společností, které jste shortovali (*ed. poznámka: tj. short neboli krátké pozice s očekáváním poklesu ceny*)?**

Daniel: Drtivá většina pozic v našem fondu je v dlouhých pozicích, krátkých pozic máme relativně málo. Shortování bereme jako malý doplněk. Společnosti, ve kterých máme svěřený kapitál zainvestován, mají několik věcí společných: myslíme si, že rozumíme tomu, co ty společnosti dělají, myslíme si, že mají nějakou trvale udržitelnou výhodu a že jsou řízeny ve prospěch akcionářů.

Samozřejmě se taky musí obchodovat za cenu, která je o poznání nižší, než naše představa o jejich vnitřní hodnotě.

U krátkých pozic je to přesně naopak. Jde společnosti bez nějaké konkurenční výhody, se špatným managementem a obchodující se za absurdně předražené ceny.

**Michal: Jaký je váš průměrný investiční horizont, resp. doba držení jednotlivých pozic?**

Daniel: Vždy uvažujeme v řádu pěti let a více. Občas investujeme i do trochu více oportunistických příležitostí, u kterých víme, že je nebudeme držet navždy. Proč bychom měli zavírat oči, když je nerovnováha mezi cenou a hodnotou do očí bijící? Zde činí doba držby rok až dva.

Hlavní investiční úvaha je tedy zpravidla velmi dlouhodobá. Je samozřejmě, že se to někdy vyvíjí jinak. Pokud akcie rychle vyletí nahoru, pak ji prodáme samozřejmě dříve. Co se týče prodeje pozic se ztrátou, za posledních sedm let jsme měli pouze dvě akcie v mínusu, které jsme s nějakou ztrátou prodali. Vždy jde o to, jestli si myslíme, jestli jde jen o přechodný pokles ceny nebo i trvalý pokles hodnoty. Pokud to považujeme pouze za pokles ceny, tak je pro nás tento pokles spíše signál k dalším nákupům a zvětšení pozice.

**Michal: Jaký je rozdíl mezi dobrou společností a dobrou investicí? Spousta zejména začínajících investorů si tyto dvě rozdílně věci dost plete.**

Daniel: To je pravda. Ten rozdíl dělá cena. Cena vždy rozhoduje o tom, jestli jde o dobrou investici nebo ne, vždy je to o vztahu mezi cenou a hodnotou.

**Michal: Jaký vliv na investování má inflace a proč považuješ akcie za nejlepší dlouhodobý investiční nástroj?**

Daniel: S inflací je třeba vždy pracovat. Důležité jsou reálné, tedy o inflaci očištěné, výnosy. Nyní je inflace nízká a investoři to mohou trochu naivně extrapolovat do budoucna. V budoucnu ale bude podle mého názoru inflace pravděpodobně výrazně vyšší, a proto je třeba hledat ta aktiva, která mají větší schopnost pravděpodobnou vyšší inflaci v budoucnu vykompenzovat. Akcie na tom obecně jsou poměrně dobře, ale ne každá akcie má tuto schopnost. Proto na konci knihy uvádím tzv. Inflačně kompenzační větu: „Velké nárůsty hodnoty a majetku společnosti v dobách vysoké inflace pocházejí z vlastnictví businessů, které kombinují trvalé hodnotná vysoká nehmotná aktiva s relativně malými požadavky na investice do hmotných aktiv.“ Tato věta přesně říká, jaké akcie máme jako obranu proti inflaci kupovat.

Co se týče druhé otázky, akcie jsou nejlepší dlouhodobý investiční nástroj. Historická data to jasně potvrzují. V knize například uvádím data Jeremy Siegela za posledních dvě stě let. Rozdíl reálných výnosů akcií oproti jiným třídám aktiv je opravdu drtivý. Podle mého názoru budoucnost nebude jiná. Akcie podle mě jednoznačně vydělají více než dluhopisy, zlato a hotovost (ale také než nemovitosti a pozemky). Proto by měly v portfoliu každého investora tvořit nezanedbatelnou část.

**Michal: Můžeš zmínit nějakou vaši úspěšnou investici z poslední doby, a kterou akcii máte momentálně v portfoliu, u které očekáváte v příštích letech výrazný růst ceny?**

Daniel: Co se týče minulých investic, ta poslední, kterou jsme nedávno prodali, byla americká zdravotní pojišťovna Humana, kterou jsme koupili v roce 2009 za 35 dolarů, a nyní stojí 212. To mimo jiné demonstruje, jak byly akcie po krizi na dně trhu šíleně levné. Akcie Humany, zavedené společnosti se stabilním businesssem, se tehdy prodávaly za čtyř až pětinasobek zisků (P/E).

Co se týče aktuálních investic, největší naší pozicí je momentálně Berkshire Hathaway Warrena Buffetta. Důvodem je, že je to akcie, u které považujeme kombinaci očekávaného výnosu a rizika za výtečnou.

**Michal: Kolik máte ve fondu aktuálně pozic?**

Daniel: Aktuálně máme 24 dlouhých pozic a 7 krátkých, přičemž jednotlivé krátké pozice jsou mnohem menší než dlouhé. Všechny krátké pozice dohromady jsou menší než naše pozice v Berkshire Hathaway. Celková zainvestovanost fondu činí 116 % long a asi 30 % short. Naše net leverage tak činí 86 % (116-30). Počítáme si také net leveraged betu, která je definována jako net leverage krát vážená beta všech pozic. V současnosti činí asi 0,5 a to proto, že naše dlouhé pozice mají průměrnou betu 0,7 a krátké pozice výrazně nad 1,0. Beta akcií Berkshire Hathaway například činí pouze 0,25.

**Michal: A otázka na závěr. Jak se díváš na aktuální valuace akciových trhů? Není to už trochu přestřelené nahoru?**

Daniel: Ano je. Mně se akciové trhy zdají drahé podle všech měřítek, které používám. Co se týče trhu v USA, který tvoří polovinu celosvětového trhu, činí aktuální trailing P/E 21 (při dlouhodobém průměru 15) a Shillerovo cyklicky očištěné P/E (*ed. poznámka: CAPE – cyclically adjusted P/E ratio*) 26,8 a to při průměrné historické hodnotě kolem 17. Dostáváme se tak skoro dvě směrodatné odchylky nad průměr. Do určité míry je to ospravedlněno rekordně nízkými úrokovými sazbami.

Evropa je trochu levnější, ale ne o moc. Velkou otázkou je, co teď udělají zisky evropských společností, které prakticky čtyři roky stagnovaly. Emerging markets jsou každý jiný. Japonsko je z velkých trhů asi nejlevnější, není to ale pro investory úplně jednoduchý trh.

Co se týče očekávaných budoucích výnosů, tak v případě trhu v USA očekávám v příštích deseti letech průměrný roční nominální výnos kolem 3,5 %, tj. reálné výnosy skutečně pouze minimální. Dost podstatnou roli zde sehraje tendence trhu vracet se ke svým dlouhodobým průměrům. Konkrétně pokles ziskových marží, pokles násobků (P/E), které je trh za zisky ochoten platit, a na pozadí toho i růst úrokových sazeb.

**Michal: Dane, moc děkuji za tvůj čas, a to i za členy naší [CFA Society Czech Republic](#), kandidáty v programu CFA a další čtenáře. Jsem přesvědčen, že díky našemu rozhovoru získá hodnotové investování spoustu dalších příznivců. Zároveň ti přeji, aby tvá nová kniha měla minimálně tak velký čtenářský úspěch jako ta první.**