

# Daniel Gладиш

# Akciové investice

2., rozšířené vydání



**Daniel  
Glađiš**

**Akciové  
investice**

2., rozšířené vydání

Grada Publishing

**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**.*

*Edice Investice*

**Ing. Daniel Gladiš, CFA**

**Akciové investice, 2., rozšířené vydání**

Vydala GRADA Publishing, a.s.

U Průhonu 22, Praha 7

tel.: 234 264 401, fax 234 264 400

[www.grada.cz](http://www.grada.cz)

jako svou 8 035. publikaci

Grafický návrh obálky Jozef Ondřík

Sazba Jan Šístek

Odpovědná redaktorka PhDr. Hana Zaňková

Počet stran 216

První vydání, Praha 2021

Vytiskly Tiskárny Havlíčkův Brod a.s.

---

© **GRADA Publishing, a.s., 2021**

ISBN 978-80-271-4235-4 (ePub)

ISBN 978-80-271-4234-7 (pdf)

ISBN 978-80-271-3122-8 (print)

# Obsah

---

<b>PŘEDMLUVA K ROZŠÍŘENÉMU VYDÁNÍ</b> .....	<b>7</b>
<b>PŘEDMLUVA</b> .....	<b>8</b>
<b>1. ÚVODEM</b> .....	<b>9</b>
Malá historka na závěr úvodu .....	11
Stručný obsah knihy .....	12
<b>2. KRUH KOMPETENCÍ</b> .....	<b>15</b>
<b>3. OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI</b> .....	<b>21</b>
Investiční filozofie .....	21
Akcie jako podíl na podnikání společnosti .....	22
Tok hotovosti od společnosti k akcionářům .....	24
Oceňovací metody .....	30
Metoda diskontovaného cash flow (DCF) .....	31
Problémy s použitím DCF metod .....	38
Jak z toho ven? .....	42
Odhad budoucího zisku společnosti .....	50
Poznámky k použití metody ROE .....	54
Vliv nákupní ceny na očekávaný výnos .....	61
Akciový dluhopis .....	64
Dovětek k ocenění společnosti .....	66
<b>4. POHYBY TRHU</b> .....	<b>67</b>
Cykličnost ve vývoji cen .....	73
Timing vs. pricing .....	77
Časté sledování cen akcií je ztrátou času .....	77
Nepravděpodobná linearita .....	78
<b>5. BEZPEČNOSTNÍ POLŠTÁŘ</b> .....	<b>81</b>
<b>6. RIZIKO</b> .....	<b>85</b>
Definice rizika .....	88
Měření rizika .....	90
Pár poznámek k riziku .....	93
<b>7. INVESTIČNÍ PROCES</b> .....	<b>97</b>
Jednoduché, ale ne snadné .....	98
Alternativní historie a idioti, kteří mají štěstí .....	99
Co s názory odborníků? .....	106
<b>8. TVORBA PORTFOLIA</b> .....	<b>109</b>
Proč vůbec investujeme? .....	110
Stonásobek? .....	112
Tvorba portfolia .....	114

Diverzifikace portfolia	125
Kellyho vzorec	127
Obměna portfolia	129
Pár poznámek k tvorbě portfolia	131
Alokace mezi jednotlivé třídy aktiv	132
Co, když nechci sám vybírat jednotlivé investice?	135
<b>9. PSYCHOLOGIE INVESTORA</b>	<b>139</b>
Hlavní investiční chyby	140
Jak bojovat s vlastními chybami?	145
<b>10. DOBRÁ SPOLEČNOST</b>	<b>149</b>
Kde je hledat a kde ne	149
Dvě úlohy managementu	151
Alokace kapitálu ze strany managementu	154
O dluhu	157
Dobrá společnost a dobrá investice	158
<b>11. INFLACE</b>	<b>163</b>
Výnos jednotlivých tříd aktiv a inflace	164
Které společnosti kupovat?	165
<b>12. ZÁVĚREM</b>	<b>169</b>
<b>13. IDEOLOGICKÁ REVOLUCE</b>	<b>173</b>
Jak jsme se dostali až sem?	173
Jak se s dluhem vypořádat?	174
Protržená přehrada	175
<b>14. JEŠTĚ JEDNOU INFLACE</b>	<b>177</b>
Tři druhy inflace	177
Inflační výhled	180
Dilema centrálních bank	182
Projekt Zimbabwe	184
Inflace je problém při daleko nižších rychlostech	187
<b>15. KDE SE VYTVÁŘÍ BOHATSTVÍ</b>	<b>189</b>
Vzorec tvorby bohatství	190
<b>16. IDEÁLNÍ SPOLEČNOST V DOBÁCH INFLACE</b>	<b>193</b>
Na cenách vždy záleží	196
Nelamte si hlavu nad názvem strategie	199
Rychlost kumulace kapitálu	201
Ještě poznámka k oceňovacím modelům	203
<b>17. SOUČASNÉ INVESTIČNÍ TRENDY</b>	<b>205</b>
<b>SEZNAM LITERATURY</b>	<b>211</b>

# PŘEDMLUVA K ROZŠÍŘENÉMU VYDÁNÍ

---

K napsání následujícího textu pro druhé, rozšířené vydání *Akciových investic* mě přiměly události roku 2020. V knihách, které jsem zatím vydal, jsem se vždy snažil dávat přednost myšlenkám, které mají dlouhodobou platnost a měly by pro investory být využitelné v podstatě kdykoliv, protože, ať se to vezme jakkoliv, investování zůstává vlastně stále stejné. Tuto zásadu jsem se rozhodl porušit právě teď. Připadalo mi užitečné reagovat na aktuální vývoj ve světě, vysvětlit jeho dopad na finanční trhy a nastínit možný další vývoj. Jsem si vědom toho, že v tomto rozšířeném vydání vznikne jakýsi hybrid, kdy původní a nový text budou mít každý trochu jiný charakter. Také je možné, že zatímco původní text by si měl i nadále udržet dlouhodobě svou relevanci, následující nová část knihy může po řadě let začít ztrácet svůj význam. Nemyslím si, že tomu tak bude, ale vyloučit to samozřejmě zcela nelze. V každém případě mi nevdí podstoupit toto riziko, protože se domnívám, že čtenářům následující kapitoly pomohou v jejich snaze o zachování hodnoty peněz, a upřímně řečeno, vyčítal bych si, kdybych toto nové rozšířené vydání nenapsal.

Daniel Gladiš, březen 2021

## PŘEDMLUVA

---

V roce 2003 vydalo nakladatelství Grada mou první knihu nazvanou *Naučte se investovat*. Tiskařská čerň na prvních výtiscích ještě nestačila zaschnout a paní redaktorka, která mě měla v Gradě na starosti, mě hned začala ponoukat k napsání další knihy. Tomu jsem se bránil, protože jsem nechtěl chrlit jednu knihu za druhou a derivovat své myšlenky do stále větší plochosti. Z jednoho sáčku čaje se nedá udělat více šáleků. Takto jsem si to zdůvodňoval sám sobě, i když po pravdě řečeno, svou roli sehrála i má vrozená lenost.

Po několika letech i lidem v Gradě došlo, že nic nebude a jejich pobídky ustaly. Ale znáte to, jakmile na člověka přestanou tlačit, hned začne mít roupy. Naštěstí, myšleno z akademického hlediska, mi osud pomohl. Za dvanáct let, které uplynuly od roku 2003, jsme zažili velký vzestup akciových trhů, jejich spektakulární krach a nečekaně rychlé a vydatné zotavení. Díky své práci jsem měl možnost sledovat toto dění z pomyslné první řady. Trh servíroval investorům jednu lekci za druhou a bylo na každém, co si z toho odnese, i když to někdy bylo dost bolestné.

Dnes mám pocit, že k napsání další knihy dozrál čas, že to nebude jen odvar té první. Investování je fascinující činnost. Je to jedna z mála činností, kde se lze zlepšovat až do velmi pozdního věku. Nabyté zkušenosti a znalosti se postupně kumulují s léty praxe a starší investoři bývají lepší než ti mladí. Takových oborů je málo. Většinou bývá mládí výkonnější a úspěšnější.

Věřím, že i tato kniha bude malým kamínkem v mozaice vašeho poznání a pomůže vám udělat další krůček vpřed.

Hodně štěstí přeje

Daniel Gladiš, leden 2015



# 1. ÚVODEM

Možná znáte film *Mr. Bean: Největší filmová katastrofa*. Mr. Bean pracuje jako hlídač v londýnské National Gallery of Art a jako domnělý expert na umění odjíždí do Los Angeles, aby tam odhalil muzeu nově darovaný obraz Whistlerovy matky. Jeho americký hostitel David, sám odborník na umění, zpočátku netuší, kdo je Bean ve skutečnosti a ptá se ho na jeho práci.

Mr. Bean svoji práci popíše takto: „I sit in the corner and look at the paintings.“ (Sedím v koutě a dívám se na obrazy.) David, který zatím netuší, že Bean je jen hlídač v muzeu, se rozplývá nad náplní Beanovy práce a připadá mu to jako akademický ideál.

Na tuto scénu si vždycky vzpomenu, když se mě někdo zeptá na mou práci. Mohl bych ji popsat větou: „I sit in the corner and read annual reports.“ (Sedím v koutě a čtu výroční zprávy.) Poněkud nudné a fádňí? Investování není činnost, kterou by měl člověk dělat kvůli vzrušení a adrenalinu. To by byl hodně drahý koníček. Pokud někdo něco podobného potřebuje a vyhledává, pak by to měl hledat v jiných činnostech, v investování raději ne.

Když se řekne akcie, lidem se vybaví zpravidla zkreslená představa živená filmy jako *Wall Street* nebo novější *Vlk z Wall Street*. To jsou velké sály, kde freneticky běhají a pokřikují makléři na steroidech či kokainu, horečná aktivita, stres, spousta rychlých obchodů a neetické, ne-li dokonce přímo zločinecké úmysly hlavních aktérů. Podobné filmy nejsou o investorech.

Profesionálové působící na akciových trzích se dají rozdělit do dvou skupin. Jedné se říká sell side a druhé buy side. Činností lidí na sell side je nabízet druhé straně něco k nákupu nebo prodeji. Patří sem makléři, analytici a investiční bankéři. Ve zjednodušené podobě to vypadá takto – analytici analyzují jednotlivé investiční případy a makléři se je pak snaží doporučovat lidem z buy side. Mezi sell side a buy side však nepanuje úplně idylické prostředí. Jde v podstatě o antagonistický vztah, kdy sell side žije především z poplatků za obchody a výsledky jejich doporučení je v konečném důsledku moc netrápí. (Mirek Dušín by nikdy nemohl být makléřem.)

Na buy side pracují lidé, kteří se přímo starají o svěřené peníze a rozhodují o tom, kam se budou investovat. Jejich zájmy mají o něco blíže k zájmům jejich klientů, protože přece jen musí mít snahu dosahovat dobrých výnosů,

aby klienty neztratili. V praxi to opět není tak růžové, protože i investiční manažeři sledují své vlastní zájmy, jako je například kariéra, a tím často svým klientům škodí.

Pak se na trzích pohybují sólisté připomínající filmovou postavu Gordona Gekka, kteří nepatří ani na buy side ani na sell side. Sledují jen vlastní zájmy. Je celkem jasné, že Hollywood dává přednost právě takovým postavám, případně prostředí ze sell side. Pochybuji, že někdy vznikne film o Warrenu Buffettovi. Buffett je největším investorem všech dob, jeho investiční život je nesmírně dlouhý, úspěšný a z akademického hlediska ohromně plodný. Ale pro diváka absolutně nezajímavý. Buffett je sice mnohem bohatší než kdokoliv jiný, kdo se na trzích pohybuje, ale způsob, kterým své bohatství buduje, je pro většinu lidí naprosto nudný.

Investování skutečně neprobíhá tak, že člověk je od rána do večera přilepený k obrazovce počítače a s rozpálenými tvářemi se snaží vyždímat z blikajících kotací cen akcií nějaký zisk. Opravdový investor se zabývá něčím jiným. Snaží se přijít na to, jakou hodnotu mají různé firmy, a pak je koupit za méně, než je jejich hodnota. Doslova sedí v koutě a čte výroční zprávy. Je takovým gentlemanem pohody. Nepatří sem stres, nadměrné obchodování, ani spěch. Jeho pracoviště vypadá spíše jako knihovna než jako box napěchovaný obrazovkami a bateriemi horkých telefonních linek.

Makléři ho příliš nemilují, protože obchoduje málo a není pro ně tučným zdrojem provizí. Nesnaží se předvídat makroekonomický vývoj, pohyby trhu a ani ho nezajímají názory odborníků, ekonomů a různých samozvaných investičních guru.

Dobrý investor potřebuje umět jenom dvě věci. Vědět, jak ocenit společnost a jak pohlížet na pohyby trhu. A především o tom je tato kniha. Ocenění společnosti a pohyby trhu jsou dvě nejdůležitější kapitoly. Investování se opírá o velmi jednoduché myšlenky. Není na něm nic moc složitého. Není však snadné. Vyžaduje mimo jiné disciplínu, trpělivost a správný úsudek. Cílem knihy je snaha vás nasměrovat správným směrem a pomoci vám vyvarovat se největších chyb.

Když jsem kdysi hrával s kapelou a psal jsem naše písničky, velmi brzy jsem zjistil, že cokoli člověk napíše, tak často zjistí, že něco podobného již dříve napsal Bob Dylan. Je to podobné jako sedět na břehu řeky a snažit

se chytat ryby, zatímco o kilometr výše proti proudu sedí Dylan a všechny ryby už vychytil.

To, co znamená Dylan mezi autory písniček, to představuje Buffett mezi investory. Kdykoliv někde použiji argument na podporu dlouhodobého investování do akcií, nemohu se zbavit dojmu, že něco podobného už někdy řekl Buffett (nebo někdo jdoucí v jeho stopách). Pokud se vám to také občas zdá, tak to zřejmě asi bude... Málokterá kniha o investování je přelomová a opravdu objevná. Ani *Akciové investice* mezi ně nepatří. Mnoho investiční literatury však může vyložene škodit. Mou ambicí je, aby *Akciové investice* čtenářům opravdu pomohly.

Investování je fascinující činnost. Investování miluji, protože je soutěživé a dobře měřitelné. Je svým způsobem spravedlivé, protože lepší investoři dosahují dlouhodobě lepších výsledků než špatní investoři. Přináší uspokojení i radost a dává obrovský prostor pro realizaci vlastních myšlenek. Občas říkávám, že investování je poslední svobodné umění. A samozřejmě, na to se nesmí zapomínat, může přinášet velmi atraktivní a hmatatelné výsledky.

## Malá historka na závěr úvodu

Než se pustíme do další kapitoly, jedna malá historka. Někdy v polovině devadesátých let, když jsem ještě vlastnil Atlantik FT a byl jsem sell side makléř, mezi našimi klienty byla i jistá britská investiční banka. V ní pracoval mladý a šikovný kluk (říkejme mu Tom, i když to není jeho skutečné jméno) a udělali jsme spolu hodně obchodů. Stali se z nás kamarádi a společně jsme objevovali londýnskou hudební scénu devadesátých let.

Tomova další kariéra byla téměř zázračná. Na přelomu tisíciletí přešel z britské banky do rakouské, což vypadá spíše jako krok dolů, ale vypracoval se tak, že se mu o pár let později podařilo dostat místo v jedné z nejprestižnějších společností spravujících několik velkých hedgeových fondů. Jeden z fondů mu byl i svěřen do správy. Jeho výsledky byly tak dobré, že se téměř přes noc stal superhvězdou světového formátu a i finanční kompenzace tomu odpovídala.

V roce 2008 přišel krach trhů a Tom přešel do jiné konkurenční společnosti. O jeho práci se vykládaly legendy. Například, že když jel na dovolenou, tak v pátek večer mu kompletně rozebrali celý jeho pracovní stůl a převezli ho

na místo jeho dovolené tak, aby mohl dál nerušeně pracovat. Takže zatímco jeho rodina si užívala na svazích švýcarských hor, Tom dál obchodoval.

Z nějakého, pro mě těžko pochopitelného důvodu, se mu po roce 2008 už nikdy nedařilo tak, jako před tím. Byl spíše odvarem své dřívější podoby. Chyběla mu motivace? Nebo ztratil své kouzlo? Nevím. Ale i Tom sám to cítil a o pár let později, ve věku kolem čtyřiceti let, odešel jako dolarový miliardář do důchodu.

Tom byl velmi talentovaný, pracovitý a na prostředí, v němž se pohyboval, i neobvykle slušný člověk. Svůj úspěch si vydřel a plně si ho zasloužil. Myslím, že většina investorů by se však neměla pokoušet jít jeho cestou. Na světě jsou tisíce a tisíce traderů a investorů, kteří se pokoušejí o úspěch, ale drtivá většina z nich nikdy neuspěje. Důvodem je to, že se o to pokoušejí způsobem, který jim dává velmi malou pravděpodobnost úspěchu. Mají velmi krátký investiční horizont, snaží se o krátkodobé výsledky, více spekulují, než investují a dělají spoustu transakcí. Navíc jsou nuceni obětovat určitou kvalitu života díky tomu, že jsou doslova připoutaní k obrazovce s blikajícími cenami akcií. Velkou roli ve výsledku hraje náhoda. Ani Tom se svými dovednostmi a profesionálním zázemím nedokázal opakovat své dřívější vynikající výsledky.

*Akciové investice* vás povedou jinou cestou. Budou se vás snažit dovést tam, kde pravděpodobnost úspěchu je velká, kde je úspěch opakovatelný a kde nebudete muset být přikováni k trhům. Naopak, budete je moci po většinu času ignorovat a místo toho si užívat běžného života.

## Stručný obsah knihy

Abyste se stali úspěšnými investory, nemusíte rozumět alfám a betám, nemusíte znát Teorii moderního portfolia ani Teorii efektivního trhu, oceňování opcí nebo počítání Value at Risk. Možná na tom budete lépe, když nic z toho umět nebudete.

Úspěšný investor musí umět pouze dvě věci. **Ocenit společnost** a správně pohlížet na **pohyby trhu**. A to je alfou a omegou celé knihy. Další kapitoly se snaží k těmto základním dovednostem vybudovat podpůrný aparát. Vysvětlíme si pojem **Kruh kompetencí**, naučíme se pracovat s konceptem **Bezpečnostního polštáře**, řekneme si, co představuje **riziko** a jak ho

správně definovat, popíšeme si, jak vypadá **investiční proces**, jak s námi jako investory cvičí naše **psychologie**, jak se **vytváří portfolio**. Dále si vysvětlíme, co je **dobrá společnost** a kde ji máme hledat, dotkneme se i **inflace** a jejího vlivu na akcie i investování obecně a budeme se rovněž zabývat některými otázkami fungování **firmy**, jako jsou kvalita, či management.



## 2. KRUH KOMPETENCÍ

Až někdy budete ve skupince lidí debatovat o akciových investicích, zeptejte se třeba právníka, proč koupil akcie těžařské společnosti, zubaře, proč koupil akcie banky a stavebního inženýra, proč koupil akcie biotechnologické firmy. Rozumí právník těžařině, zubař tomu, jak fungují banky, a dokáže stavař vysvětlit, jaký je potenciál léků, které jím vlastněná firma vyvíjí?

Obecně řečeno, pokud se pouštíme mimo obor, který jsme vystudovali a v němž pracujeme, pak se většinou stáváme laiky. Mállokterý právník dokáže zhodnotit geologický posudek naleziště niklu. Mállokterý zubař by byl schopen posuzovat kvalitu bankovních úvěrů a mállokterý stavař se vyzná v medicíně. Stejně je to i naopak. Geolog by těžko napsal lidem smlouvy nebo je byl schopen zastupovat u soudu, bankovní úředník by asi těžko uměl lidem spravit zuby a biotechnolog si asi sám nevyprojektuje rodinný dům.

Tyto věci chápeme a jsou více méně samozřejmé. Všechno se ale úplně změni, jakmile jde o investování. Najednou lidé nemají nejmenší problém vydat se daleko za hranice vlastního vědění. Navíc o svých krocích vůbec nepochybují. Pro většinu investorů je právě investování za hranicemi vlastního vědění, tedy mimo vlastní kruh kompetencí, hlavním důvodem jejich největších ztrát.

Žádný člověk nezná všechno. Dokonce to, co víme, je jen malá množina toho, co bychom mohli vědět. Množina vědění každého člověka je jiná. Je různě veliká a je různě rozložená na mapě poznání. Hranici, která tuto množinu ohraničuje, nazýváme kruh kompetencí. Z hlediska investora kruh kompetencí souvisí s porozuměním podnikání jednotlivých firem. Firmy, jejichž podnikání rozumíme, leží uvnitř kruhu a ty ostatní leží vně.

Investor nemusí být expertem na všechny společnosti na trhu a dokonce ani ne na jejich většinu. Investor musí být pouze schopen porozumět a ocenit společnosti, které leží uvnitř kruhu kompetencí. Nemusí jich být mnoho a ani na velikosti kruhu až tak nezáleží. Záleží především na tom, abychom věděli, kde leží jeho hranice a abychom se pohybovali uvnitř těchto hranic. Ideální je, aby se investor neustále vzdělával a snažil se rozšiřovat svůj kruh kompetencí, ale není to nezbytné. Mnohem důležitější je, aby opravdu zůstal uvnitř, ať už je jeho kruh jakkoliv malý.

Cílem investora rozhodně není vědět všechno o všem. Cílem investora je najít pár dobrých investic. To znamená, že na mnoho věcí, na spoustu společností nemusíte mít vůbec žádný názor. Ale musíte mít poměrně jasný názor a rozumět podnikání těch pár firem, které budete vlastnit.

Až budete brát do ruky výroční zprávy jedné společnosti za druhou, abyste zjistili, co vlastně dělají a zda by mohlo jít o potenciálně dobrou investici, tak si je v první fázi rozdělíte do tří hlavních skupin. V první budou ty společnosti, jejichž podnikání rozumíte. Zpravidla půjde o relativně jednoduché a snadno pochopitelné společnosti. V té druhé budou společnosti, kterým nerozumíte, ale časem se o to třeba pokusíte. Ve třetí skupině budou společnosti, jejichž podnikání je pro vás příliš složité na pochopení a nemá smysl se o to snažit. Nebojte se si to přiznat a taky buďte připraveni na to, že třetí skupina bude největší. Daleko větší než první a druhá skupina dohromady.

Z první skupiny se budou rekrutovat vaše budoucí investice. Je dosti těžké ocenit společnost, i když jejímu podnikání rozumíte, natož pak společnost, které nerozumíte. To je absolutně nemožné. Benjamin Graham kdysi ve své knize *Inteligentní investor* použil následující definici investiční operace: „Investiční operace je taková operace, která po důkladné analýze slibuje bezpečnost vkladu a přiměřený výnos. Operace, které nesplňují tyto podmínky, jsou spekulace.“

Klíčový pojem v uvedené definici představuje důkladná analýza. Není dost dobře možné analyzovat něco, čemu nerozumíme. Proto, chceme-li se vyhnout spekulacím a chceme-li se věnovat investicím, pak je nezbytné, abychom se pohybovali uvnitř našeho kruhu kompetencí. Warren Buffett, který byl možná první, kdo použil pojem kruh kompetencí, říká, že více než 90 % společností leží mimo jeho vlastní kruh kompetencí. S jeho zkušenostmi a znalostmi v oblasti investování se asi těžko někdo může měřit a i přesto si sám Buffett přiznává, že rozumí méně než jedné desetině společností.

I když se to nezdá, není úplně jednoduché zůstat uvnitř vlastního kruhu kompetencí. Na investora působí řada sil, které se ho snaží vytáhnout z kruhu ven a přimět ho k tomu, aby se pustil do něčeho, čemu nerozumí. Většina těchto situací má společné kořeny v působení emocí. Když investoři vidí, jak některé akcie letí nahoru, nutí je to zapojit se do vzestupu, aniž by se moc zabývali tím, zda vůbec vědí, co dělají. Stejně tak na investory



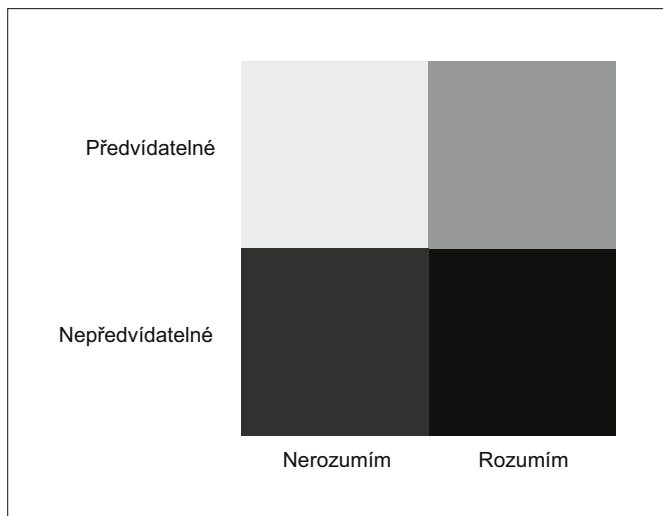
působí různé story o některých společnostech a akciích. Někdy postačí jen sledovat, co dělají jiní a jak na tom vydělávají a člověk neodolá, aby se nepřidal. Jindy stačí jen obdržet tip na investici a ztratíte veškerou soudnost.

Vně vašeho kruhu kompetencí nemusí ležet jen jednotlivé společnosti, ale třeba i celé trhy. V prvních letech existence našeho fondu jsme byli poměrně aktivní na trzích zemí jihovýchodní Asie, konkrétně v Hongkongu, Singapur, Thajsku či na Filipínách. Naše výsledky však byly nevalné. Nakonec nám došlo, že celé tyto trhy leží mimo náš kruh kompetencí. Nebylo to tím, že bychom nerozuměli jednotlivým společnostem. Narazili jsme na úplně jiný problém, a to v oblasti corporate governance. (Corporate governance představuje systém, kterým je společnost vedena a kontrolována.)

Zjistili jsme, že mnoho asijských společností se obchoduje na burze jen proto, aby bylo umožněno získávat kapitál pro privátní společnosti, které stojí za nimi a jsou vlastněny managementy nebo hlavními akcionáři veřejně obchodované společnosti. To nejcennější v celém konglomerátu je zpravidla privátní. Postupně jsme rozkrývali džungli transakcí se příznivými osobami, transfery majetku, účetní podvody, firmy stojící na zkorumpovaných státních zakázkách a podobně. Tamější kapitálové trhy na nás působily jako jednosměrné. Investoři do kotovaných společností vkládají kapitál, ale žádný se jim nevrací. Při investování se pohybujeme většinou na západních trzích, a proto jsme na něco takového nebyli připraveni. Je jasné, že ne všichni jsou ti špatní, ale my jednoduše nejsme schopni rozeznat dobré od špatných, a proto jsme si celé tyto trhy vyřadili mimo náš kruh kompetencí.

Dá se říci, že management společnosti hraje důležitou roli v tom, zda bude společnost uvnitř vašeho kruhu kompetencí nebo vně. Můžete mít společnost, jejíž podnikání je poměrně dobře pochopitelné a dokonce i jejíž hospodářské výsledky jsou do jisté míry předvídatelné, ale pokud je v rukou nevyzpytatelného managementu, potom je lepší se jí vyhnout.

Graficky se dá kruh kompetencí znázornit různě. Někdy používáme formát, kterému říkáme kompetenční matice. Viz obr. 1. Osa x značí míru porozumění tomu, co společnost dělá a na čem závisí její hospodářské výsledky a osa y značí míru předvídatelnosti výsledků. Ideální samozřejmě je investovat do společností, které leží v pravém horním kvadrantu. Rozumíte jim a jejich výsledky jsou relativně předvídatelné. Teoreticky by se ještě daly připustit investice v pravém dolním kvadrantu, tedy do společností, kterým

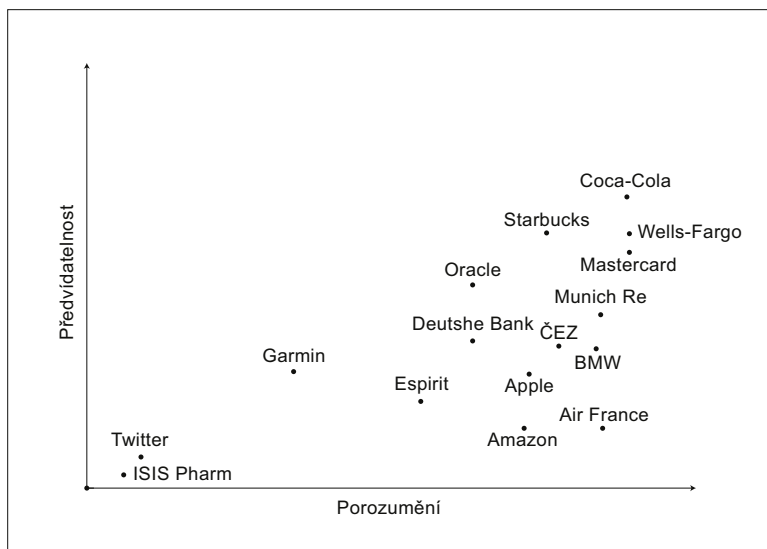


**Obr. 1** *Kompetenční matice*

rozumíte, ale jejichž výsledky jsou špatně předvídatelné. Stůj co stůj se však musíte vyhnout jakýmkoliv investicím do firem, jimž nerozumíte.

Rozumět podnikání společnosti znamená chápat, co firma dělá a jak funguje, na čem závisí její růst, díky čemu dosahuje zisku, jak si stojí ve srovnání s konkurencí. Na všechny tyto otázky, případně na některé další, byste měli znát odpověď. Pokud je neznáte, patří společnost do levého sloupce a musíte se jí vyhnout.

Míra porozumění společnosti i míra předvídatelnosti jejích výsledků není binomickou záležitostí. Nikdy nebude stoprocentní, ale taky nikdy nulová. Proto je možná ještě lepší použít znázornění podle obr. 2. Jednotlivé konkrétní společnosti si můžeme umísťovat do grafu. Nehledáme nějaké objektivně správné umístění, ale takové, které zhruba odpovídá našemu subjektivnímu pocitu. Proto musíme být sami k sobě upřímní. Každý člověk má své vlastní rozmístění společností v grafu vycházející z jeho vlastního kruhu kompetencí. V grafu jsem umístil některé společnosti přibližně tak, jak je sám vnímám. Firmy jako jsou Coca-Cola nebo BMW jsou poměrně snadno srozumitelné. Coca-Cola je však mnohem předvídatelnější než BMW, což je cyklická společnost. Silný si připadám ve finančním sektoru, a proto jsou Wells Fargo, Mastercard a Munich Re



**Obr. 2** Porozumění a předvídatelnost

položeny hodně vpravo. Wells Fargo mi však připadá předvídatelnější než Mastercard i než pojišťovna Munich Re. Evropské banky mi jsou mnohem méně srozumitelné a čitelné a taky méně předvídatelné. Naopak mou slabinou jsou například některé novější businessy jako je třeba Twitter a do sektoru biotechnologií se raději ani nepouštím. U Twitteru vás možná překvapí, proč leží tolik vlevo. Nejde o to, chápat, jak se tweetuje, ale o to, pochopit, na čem je postaven business model společnosti, na čem chce stavět svou budoucnost a jak chce vydělávat. Tady si zdaleka jistý nejsem. Něco podobného představuje Amazon. Zdánlivě jednoduchý business, ale z pohledu dosažitelnosti a udržitelnosti ziskovosti je to spíše hádanka. Amazon je dosud stále nezisková organizace a kdo ví, jestli se to někdy změní.

Všimněte si, že v levém horním rohu není umístěna žádná společnost. Asi by bylo dost těžké najít něco, čemu sice vůbec nerozumím, ale dokážu tomu předvídat vývoj. Možná vám to připadá jako triviální samozřejmost, ale zřejmě byste se divili, kolik investorů se vesele a aktivně pohybuje v levém horním kvadrantu. Investují do společností, o nichž nic nevědí, ale současně se domnívají, že dokážou předvídat jejich vývoj.