

Z obsahu

Aktuálně: další informace pro nabyvatele PL
K Vaším dotazům: lhůta pro převod nabytých PL...
Nepřehlédněte: informaci o technické přestávce



Slovo portfolio manažera

Poskytují analytici měřitelnou „přidanou hodnotu“?

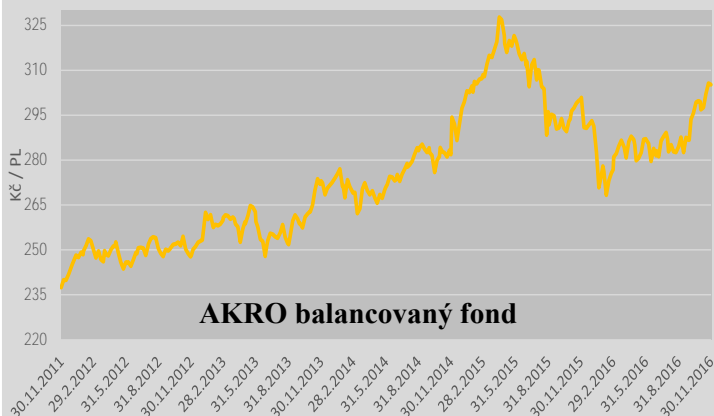
Poté, co společnosti poskytnou své hospodářské výsledky, mohou prognózy analytiků přidat nějakou další hodnotu? Pokud ano, jak často a kolik?

Studie společnosti AKRO, která porovnává přesnost prognóz analytiků a prognóz vedení firem, ukazuje, že takzvané „následné“ prognózy analytiků, tj. takové, které jsou provedeny následně po poskytnutí výsledků a informací od vedení, jsou obecně přesnější. Ukazuje se totiž, že přesnost prognóz analytiků je co do četnosti i významu větší.

Pokud budou analytici schopni poskytnout náhled se zřetelem na konkrétní měřítka hodnoty, zdá se logické předpokládat, že tomu bude stejně v případě méně konkrétních měřítek hodnoty, např. kvality řízení nebo výhledu konkrétního průmyslového odvětví. V době,

(pokračování na straně 2)

Výkonnost fondů AKRO



(pokračování ze strany 1)

kdy má odvětví „aktivní“ správy aktiv špatnou publicitu a mnoho výzkumných oddělení snižuje stavy¹, měly by být výsledky důvodem k zamyšlení.

Prognózy analytiků se „trefují“ častěji...

Studie porovnávala přesnost ročních prognóz pro součásti japonského indexu Nikkei 225, po dobu jedenácti let, v období 2006-2016. Studie využila zajímavého rysu japonského akciového trhu, kdy kótované společnosti poskytují aktualizované roční prognózy po každé, když zveřejní své čtvrtletní výsledky.

Tabulka 1:
Přesnost prognóz

	Tržby		Provozní zisk		Čistý zisk		Zisk na akcii (EPS)		Celkem	
					GAAP		GAAP		Všechna měřítka	
	Resp	%	Resp	%	Resp	%	Resp	%	Resp	%
Management - přesnější	847	40,3	669	35,1	843	40	871	41,5	3230	39,3
Srovnatelné	79	3,8	120	6,3	116	5,5	15	0,7	330	4
Analytici - přesnější	1175	55,9	1118	58,6	1150	54,5	1211	57,7	4654	56,7
Znamé výsledky	2101		1907		2109		2097		8214	
Teor. počet respondentů	2475		2475		2475		2475		9900	

Zdroj: Bloomberg Zisky / AKRO investiční společnost, a.s.

Pozn.: Za období 11 let existuje pro každé měřítko potenciálně 2 475 (225x11) srovnatelných údajů. Srovnatelné údaje byly provedeny pouze tehdy, když existoval konsensus prognózy vedení a „následně“ prognózy analytiků před zveřejněním konečných výsledků.

Byla zkoumána dvě měřítka přesnosti prognózy. První měřítko jednoduše srovnávalo četnost, s níž se následně prognózy analytiků ukázaly být přesnější než výsledky poskytnuté vedením. V rámci prognóz byly analyzovány čtyři klíčové proměnné: tržby, provozní zisk, čistý zisk a zisk na akcii (EPS). Souhrn výsledků je uveden v tabulce 1. Bez ohledu na to, které položky výkazu zisku a ztrát se prognóza týká, se ukazuje, že ty následně se blíží konečnému výsledku významně častěji než prognózy vedení. Celkově lze říci, že prognózy analytiků byly přesnější v 57% případů, prognózy vedení v 39% případů, přičemž srovnatelná přesnost byla zaznamenána u 4% případů. S občasnou výjimkou platilo, že větší úspěšnost prognóz analytiků přetrvávala po celé zkoumané období.

...a to s významným náskokem

Druhé měřítko přesnosti prognóz se zaměřovalo na procento, o něž se vykázaný výsledek od prognózy odchýlil - to bývá někdy označováno jako stupeň „překvapení“. Čím nižší vychází procentuální odchylka, tím přesnější byla prognóza.

Střední odchylka od skutečných výsledků (%)

Tržby			Provozní zisk		
Standardní	Následná	Vedení	Standardní	Následná	Vedení
Konsensus	Konsensus	Prognóza	Konsensus	Konsensus	Prognóza
0,86	0,73	0,87	3,43	2,99	3,81
Čistý zisk (GAAP)			Zisk na akcii (EPS) (GAAP)		
Standardní	Následná	Vedení	Standardní	Následná	Vedení
Konsensus	Konsensus	Prognóza	Konsensus	Konsensus	Prognóza
6,34	5,36	6,27	6,89	6,18	7,43

Zdroj: Bloomberg Zisky / AKRO investiční společnost, a.s.

Prognózy, které jsou přesnější, tj. mají střední procentuální odchylku nižší než je tomu u informací poskytnutých vedením, jsou zvýrazněny zeleně.

Střední procentuální odchylka prognóz od skutečného výsledku, úroveň překvapení, je uvedena v tabulce výše. Například z hlediska prognóz tržeb, střední procentuální stupeň překvapení byl 0,87% u prognóz vedení, 0,86% u „standardních“ konsenzuálních prognóz a

(pokračování na straně 3)

K Vaším dotazům

Existuje nějaké časové omezení, dokdy si musí nabyvatel nechat zděděné podílové listy převést u obchodníka s CP na svůj majetkový účet?

Pro převod pozůstalosti neexistuje žádné časové omezení a je akceptováno jakékoliv usnesení o dědictví (i velmi staré). Musí ale obsahovat doložku nabytí právní moci.

Mohou podílové listy fondů AKRO nakupovat nezletilí?

Ano, mohou. Nejprve si musí u vybraného obchodníka s CP nechat prostřednictvím svého zákonného zástupce založit majetkový účet cenných papírů. Poté uzavře nezletilý klient za účasti zákonného zástupce smlouvu o prodeji podílových listů s naší společností. Ke smlouvě navíc přiloží svůj rodný list. Dále postupuje dle Obchodních podmínek AKRO. Jakékoliv nakládání s podílovými listy nezletilého dítěte, např. jejich odkoupení, před dovršením 18- ti let, je ale podmíněno souhlasem opatrovnického soudu a podpisem obou rodičů.

Doplňující informace pro nabyvatele PL

Pokud zdědí podílové listy fondů AKRO **dva a více dědiců**, posuzujeme vypořádání PL podle konkrétního znění Usnesení o nabytí dědictví. Mohou nastat dvě situace:

Dva a více dědiců nabývají podílové listy **do spoluvlastnictví**, postup je následující:

- Podílové listy jsou definovány jako jeden celek, dědicové k němu nabývají práva společně a podávají společně jednu Žádost o odkoupení podílových listů současně, za všechny dědice. Do Žádosti uvedou **jeden** bankovní účet, na který bude částka za odkup zaslána.

Dva a více dědiců nabývají podílové listy **v příslušných počtech** sami pro sebe, potom je postup následující:

- Každý dědic podává Žádost o odkoupení podílových listů sám za sebe.

Vypořádání dědictví umožňujeme pouze **fyzickým osobám**.

Technická přestávka

Asociace pro kapitálový trh ČR (AKAT) navrhla termín technické přestávky v období od **23. 12. 2016 do 4. 1. 2017**, návrh vzala ČNB na vědomí. Přesná délka technické přestávky, v AKRO investiční společnosti, bude zveřejněna na webu, poté, co bude schválena představenstvem společnosti AKRO.

(pokračování ze strany 2)

0,73% u „následného“ konsensu. Nejvýraznější fakt, který z tabulky vyplývá, je, že bez ohledu na to, o jakou položku výkazu zisku a ztráty se jedná, „následný“ konsensus je nejpřesnějším indikátorem (nejnižší procentuální odchylkou) od konečného výsledku, přesnějším než „standardní“ konsensus i prognózy vedení. Je také zřejmé, že pohybuje-li se ve výkazu zisku a ztrát směrem dolů, celková přesnost prognózování se snižuje, zatímco úroveň „přidané hodnoty“ kterou poskytují analytici, se zvyšuje. Například střední míra překvapení u prognóz vedení týkajících se zisku na akcii (EPS) je 7,43% ve srovnání s 6,18% (rozdíl 1,25%) u „následných“ prognóz analytiků.

Tento rozdíl v přesnosti prognóz je opravdu poměrně velký. Nezapomeňte, že srovnáváme přesnost prognóz před vyhlášením konečných hospodářských výsledků. Jsou-li výsledky za prvních 9 měsíců již oznámeny, rozdíl 1,25% v přesnosti prognóz výsledků za 12 měsíců musí vzniknout v posledních třech měsících roku. Pro ilustraci tohoto tvrzení, za předpokladu, že ve čtvrtletních výsledcích nedochází k žádným sezónním vlivům, aby byly prognózy analytiků v oblasti zisku na akcii (EPS) za období 12 měsíců o 1,25% přesnější, musí být jejich prognózy týkající se posledního čtvrtletí přibližně o 5% (1,25% x 4) přesnější než prognózy vedení. To je opravdu působivý výsledek!

Na včasnosti záleží

Praktické důsledky jsou zřejmé:

- Obecně platí, že investoři by měli využívat „následných“ prognóz - prognóz vytvořených po právě oznámených ekonomických výsledcích a dalších informacích poskytnutých vedením společnosti.
- Tam, kde nejsou k dispozici „následné“ prognózy, by se investoři měli zaměřit na informace poskytnuté vedením.
- Nejméně přesné jsou prognózy vytvořené před tím, než jsou známy výsledky / finanční informace vedení z poslední doby. Tam, kde je to možné, by tyto „neaktuální“ prognózy měly být zcela vyřazeny, neboť významným způsobem snižují přesnost prognóz².

Tato zjištění vyplývající ze selského rozumu zpochybňují rozšířené používání „standardních“ konsenzuálních prognóz. Tabulka 2 ukazuje „standardní“ konsensus (který zahrnuje rovněž starší prognózy) jako podstatně méně přesný než „následný“ konsensus. Jinými slovy, včasnost prognóz je důležitější než zahrnutí velkého počtu prognóz. Částí problému může být ochota makléřů zveřejňovat prognózy i tehdy, když jsou očividně zastaralé. V této souvislosti „následné“ konsenzuální předpovědi, zkompileované poskytovateli informací na základě vyloučení „zastaralých“ odhadů³, ve skutečnosti poskytují značnou přidanou hodnotu. Zjištění také ukazují, a to nikoliv nereálně, že výzkum má největší potenciál poskytnout přidanou hodnotu, pokud se zaměřuje na „opomíjené“ akcie, o nichž neexistují žádné makléřské odhady z poslední doby.

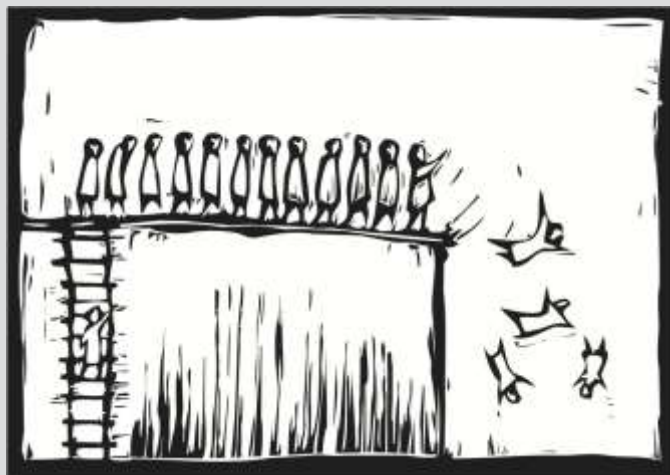
Na výzkumu záleží

V době, kdy je v módě „pasivní“ investování, studie poskytuje hmatatelné důkazy „přidané hodnoty“ výzkumu poskytovaného analytiky. Přestože předpovídání výsledků představuje pouze jeden drobný aspekt investičního výzkumu, je aspektem konkrétním a zároveň i měřitelným. Skutečnost, že analytici dokáží přidat hodnotu v souvislosti s finančními prognózami, je uklidňující a pravděpodobně to znamená, že analytici jsou také schopni poskytnout náhled do méně konkrétních oblastí oceňování jakou je např. konkurenceschopnost, odpo-

vědnost vůči životnímu prostředí, kvalitu řízení, rizikovitost. Jinými slovy, díky práci výzkumných analytiků je možné kapitál, jehož není nikdy dost, alokovat efektivněji.

Navzdory přidané hodnotě, kterou výzkum evidentně poskytuje, zjištění, že průměrný investor nemůže překonat průměrného investora, vedlo mnoho investorů k tomu, že přestali provádět investice založené na výzkumu ve prospěch investic založených na nízkonákladovém pasivním indexu. Snaha investičních skupin ospravedlnit platby za výzkum a s ní spojené nedávné oddělení výzkumu od provizí dle autora uspišila tento trend směřující k přijímání investičních rozhodnutí na (slušně řečeno) méně sofistikovaném základě. Zaplnili jsme investiční vesmír lumíky, kteří mají jistotu, že nejsou lumíky o nic více ani méně než jiní lumíci, a kteří se implicitně spoléhají na úsilí stále menšího počtu skutečně aktivních investorů. Můžeme na základě tohoto předpokladu v noci klidně spát?

Zbývá vůbec ještě někdo, kdo nás bude varovat? Pozor!!!! Před vámi je útes!!!!



I v oblasti investic se „za blbost“ platí

Existuje však skrytá cena za odklon od investování vycházejícího ze solidních základů a tou je cena, kterou v konečném důsledku nese společnost jako celek. Kapitál alokovaný na základě malého nebo vůbec žádného solidního výzkumu je s velkou pravděpodobností kapitálem alokovaným špatně a za to zaplatíme my všichni!

Nekvalitní alokace kapitálu v konečném důsledku vede k snížení růstu ekonomické aktivity a extrémnějším hospodářským cyklům. Je obtížné si představit nějaké pozitivní stránky investičního prostředí, v němž výzkum hraje ve zvyšující se míře vedlejší úlohu. Graf 1 ukazuje trend nominálního HDP v USA od konce 2. světové války. Od začátku finanční krize 2008/9 byl nominální HDP výrazně pod úrovní trendu. Ve skutečnosti, pokud si myslíte, že akciový trh by měl odrážet trendy v daném hospodářství, muselo by současné ocenění amerického indexu S&P500 klesnout téměř o -44%, aby se uvedlo opět do souladu s HDP. V roce 2000 to bylo -54% a v roce 2007 -36%. Kdyby investoři alokovali kapitál moudřeji, současná úroveň HDP by se blížila trendu (přerušovaná čára) mnohem více a aktuální ocenění akciového trhu by vypadalo mnohem méně napjatě.

Stejně tak není odchylka růstu HDP od jeho dlouhodobého trendu způsobena pouze nízkou inflací. Dnešní poněkud deflační prostředí je samozřejmě samo o sobě důsledkem špatných investičních rozhodnutí učiněných před krachem dot-com bubliny z roku 2000 a krizí let 2007/8, např. neuvážených investic nebo bankovních úvěrů. Nicméně

(pokračování na straně 4)

(pokračování ze strany 3)

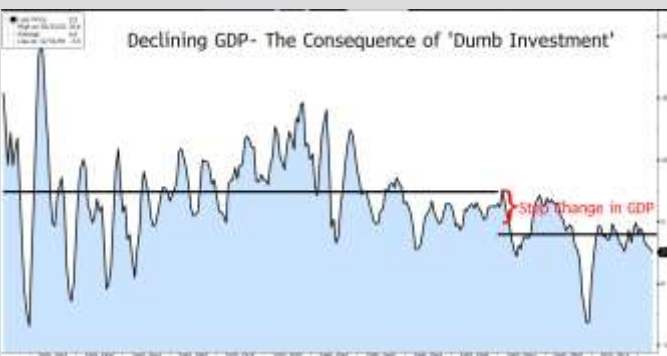
i při zohlednění inflace došlo ke skokové změně směrem dolů v rychlosti růstu HDP - Graf 2.

Graf 1: „Cesty se mohou brzy rozejít různými směry“ Nominální HDP, trend vývoje HDP a americký index S&P500 od roku 1947



Zdroj: AKRO investiční společnost, a.s./Bloomberg

Graf 2: Růst reálného HDP v USA podřadil na nižší rychlostní stupeň



Zdroj: AKRO investiční společnost, a.s./Bloomberg

Byly by bývaly investice založené více na výzkumu schopné zabránit finanční krizi? Dost možná ano. Investice prováděné na základě členství subjektu v indexu nebo dílčích analýz třetích stran (ratingových agentur, emitujících bank) nikdy nemohou nahradit investice založené na kritickém nezávislém výzkumu.

Jedním z příkladů takového výzkumu by mohla být kniha Terryho Smithe „Accounting for Growth“ z roku 1992. Kniha ve své době mnohými chválena a jinými odsuzovaná, která zdůrazňovala agresivní účetní postupy mnoha předních britských společností. Pokud by se obdobný dobře vyargumentovaný výzkum objevil před krachem z roku 2000 nebo krizí 2008/9, ekonomické důsledky by byly nesmírně pozitivní. Místo toho jsme dvakrát během jednoho desetiletí byli svědky ničení kapitálu v masovém měřítku. Dokonce i relativně malé postřehy na úrovni průmyslových odvětví nebo jednotlivých podniků by se proto měly podporovat.

Zpětně si uvědomujeme, že investičním přehmatům je obecně možné se vyhnout a předvídat je. Analytici mohou poskytnout cenné poznatky, ale musíme podporovat atmosféru inteligentního investo-

vání a nikoliv dnešní filozofii investování v duchu brokovnicové strategie. Investiční odvětví by nemělo usilovat o průměrnost, protože vede-li ke špatné alokaci kapitálu, ve výsledku z toho nemá prospěch nikdo.

Diverzifikace – není vždy nejlepším řešením

Pokud jsou analytici, jak naznačuje naše studie, schopni poskytnout cenné poznatky, proč se to nepromítá do lepších výkonů? Některé výzkumy naznačují, že promítá. Ukázalo se například, že malé butikové investiční firmy s nadstandardními (high conviction) portfolii jsou schopny generovat nadprůměrné výnosy⁴. Aby však investice založené na výzkumu vzkvétaly v obecnějším měřítku, je třeba se zabývat třemi problémy, které podkopaly odvětví aktivní správy aktiv. Jsou jimi: přílišná diverzifikace, krátkodobé investiční horizonty a nízká tolerance k riziku.

Dokud tyto problémy nebudou vyřešeny, zůstane odvětví „aktivní“ správy aktiv pod tlakem.

Autor by chtěl na tomto místě ocenit pomoc následujících osob: Sayo Ando, Takayuki Kutsuma a Beata Wijeratne, Equities - Global Data, Bloomberg London/Tokyo Markets, při shromažďování podkladových údajů použitých v této studii.

Tento článek nepředstavuje investiční poradenství ani doporučení k nákupu nebo prodeji jakéhokoliv cenného papíru. Názory v tomto článku vyjadřují názory autora a nemusí nutně představovat názory společnosti AKRO investiční společnost, a.s.



Jeremy L. Monk MBA, ASIP, BSc (Hons), DIC
portfolio manager společnosti AKRO IS, a.s.

¹Ve Velké Británii se objem investičních pracovníků zvyšuje o pětinu. Rostoucí oblba levných pasivních finančních prostředků by mohla způsobit snížení počtu pracovních míst, FTfm, 2. října 2016.

²Ota, Hiroshi. 2005. Yoso rieki no seido to kachi kanrensei: I/B/E/S, shikho, keieisha yoso no hikaku (Přesnost prognóz zisku a korelace s oceněním: Srovnání prognóz I/B/E/S, Shikho a informací poskytnutých vedením). Gendai Finance 28: 141-159. Výzkum pana Oty upozornil na nepřesnost konsensuálních odhadů v porovnání s informacemi poskytnutými vedením. Výzkum AKRO investiční společnosti se zaměřil na porovnání prognóz vedení s „následnými“ prognózami. Do této studie nebyly zařazeny situace, kdy konsensus byl založen pouze na „neaktuálních“ prognózách, tzn. na prognózách vycházejících ze situace před zveřejněním výsledků. Při vizuální kontrole údajů se ukazuje, že jsou téměř vždy méně přesné než následné prognózy vedení. Zahnutí těchto „konsensuálních“ prognóz, které neobsahují jedinou aktualizovanou prognózu, by nepochybně dále snížilo celkovou přesnost „standardního“ konsensu.

³Bloomberg například ručně vylučuje ty analytiky z řad makléřů, kteří poskytují „odhady vycházející z informací před poskytnutí finančních informací vedením a staré odhady“ i tehdy, když společnost své odhady upravila.

⁴The Boutique Premium: Do Boutique Investment Managers Create Value? Affiliated Managers Group, Inc. („AMG“), 15.června 2015.

Přejeme Vám příjemný adventní čas, krásné vánoce a úspěšný start do nadcházejícího roku 2017!

UPOZORNĚNÍ:

Investování do cenných papírů prostřednictvím otevřených podílových fondů přináší rizika vyplývající z vývoje na kapitálových a peněžních trzích. Minulé výnosy fondu nejsou zárukou výnosů budoucích. Investiční strategie otevřených podílových fondů AKRO investiční společnosti je zaměřena na dlouhodobé zhodnocování vložených prostředků a není vhodná pro investory s krátkým investičním horizontem. Předtím, než investujete se důkladně seznamte s obsahem statutu vybraného fondu.