

Z obsahu

Aktuálně: pololetní zpráva

Upozornění : CDCP

Nepřehlédněte: informaci o C.S. fondech a další



Slovo Jeremyho Monka

Globální výzkum prováděný třetími stranami - odvětví v krizi?

Zatímco celosvětově pokrytí trhů odborným výzkumem stagnuje, Evropa zažívá v důsledku MiFID výkyv směrem vzhůru.

Co vlastně znamená výraz „pokrytí výzkumem“ a proč je tak důležité?

Výraz „pokrytí/pokrytí výzkumem“ je definován jako počet finančních prognóz zveřejněných v souvislosti s konkrétní společností. Pro správné fungování kapitálových trhů je důležité přiměřené pokrytí výzkumem. Jeho nízká úroveň může mít za následek nižší ocenění, nižší objemy obchodů a větší prostor pro nesprávné oceňování cenných papírů a manipulaci s trhem.

Zavedení MiFID II¹, které vyžaduje oddělené účtování investičního

(Pokračování na straně 2)

Výkonnost fondů AKRO

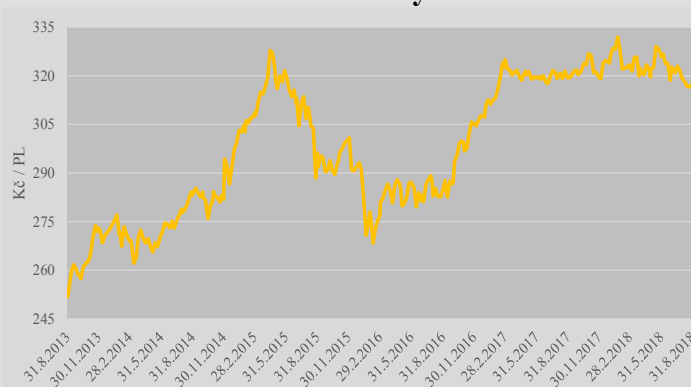
AKRO fond nových ekonomik



AKRO globální akciový fond



AKRO balancovaný fond



AKRO fond progresivních společností



(Pokračování ze strany 1)

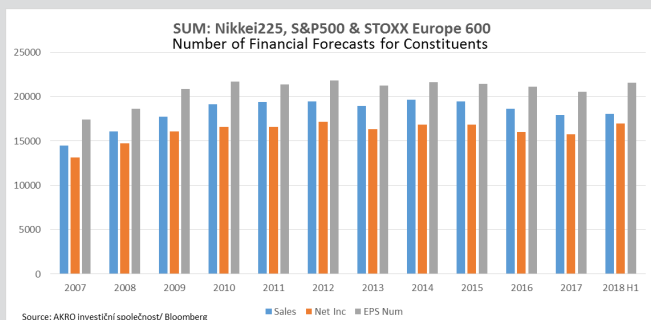
výzkumu bankami, přineslo novinové titulky typu „MiFID způsobil 20% snížení mimorozpočtových finančních prostředků na výzkum“ (Bloomberg News, 9. ledna 2018), „MiFID II vyvolává omezení výzkumu“ (FT 23. dubna 2018) Na pozadí těchto poplašných zpráv oznámil Úřad pro finanční etiku Spojeného království (FCA) a Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (ESMA), že budou provádět studie týkající se dopadu MiFID II na výzkum. Zatímco posoudit kvalitu výstupů výzkumu je obtížné, množství výstupů, měřené výzkumným pokrytím, lze změřit poměrně přesně a objektivně.

Měření pokrytí

Studie AKRO shromáždila celkový počet zveřejněných prognóz analytiků (EPS, čistý zisk a tržby) společností tří nejvýznamnějších akciových indexů: japonského Nikkei 225, US S&P500 a STOXX Europe 600².

Při pohledu na výsledky, které jsou uvedeny v Grafu 1, je zřejmé, že v období do roku 2009/2010 docházelo k neustálému zvyšování pokrytí výzkumem, například na konci roku 2007 bylo zveřejněno celkem zhruba 17 400 analytických prognóz týkajících se údajů EPS pro společnosti v Nikkei225, S&P500 a STOXX Europe 600 dohromady, což znamená, že společnosti v těchto indexech byly v průměru pokryty 13 analytiky (nebo týmy analytiků). Do roku 2010 se toto číslo zvýšilo na zhruba 21 700 prognóz (tj. o něco více než 16 prognóz na jednu společnost), nicméně od roku 2010 zůstává celkový počet prognóz analytiků víceméně statický (21 600 prognóz k 29. červnu 2018). Celkově tato zjištění platí - bez ohledu na prognózovanou položku (EPS, prodej, čistý zisk) a bez ohledu na trh (USA, Japonsko a Evropa). Grafy 2-4 ukazují jednotlivé výsledky pro panevropský STOXX Europe 600, americký S&P500 a Nikkei 225. Jako dodatek (grafy 5-6) jsou také zobrazeny údaje týkající se amerických indexů S&P600 a STOXX Europe Small 200.

Graf 1: Globální koma? Celkový počet prognóz analytiků pro společnosti zahrnuté v indexu Nikkei225, S&P500 a STOXX600



Metodická poznámka: Analýza využívala údaje společnosti Bloomberg pro „standardní konsensus“ prodeje, čistého zisku a EPS. S výjimkou roku 2018 (údaje k 29. červnu) jsou to všechno údaje ke konci roku pro společnosti, zahrnuté v indexu k danému datu. Existuje rozdíl v celkovém počtu odhadů pro každou položku údajů (EPS, prodej, čistý zisk) vzhledem k tomu, že Bloomberg vylučuje prognózy, které nebyly provedeny na konsistentní bázi. Údaje Bloomberg týkající se celkového počtu doporučení analytiků, na které odkazovali někteří jiní komentátoři, byly z analýzy vyloučeny, neboť Bloomberg autorovi potvrdil, že na rozdíl od jejich konsenzuálních prognostických údajů může celkový počet doporučení obsahovat doporučení zastaralá. Vybrané indexy představují (s menšími výjimkami) konečný počet akcií, tj. 225 akcií v Japonsku, 500 akcií v USA a STOXX Europe 600. Údaje Bloomberg obsahují výstupy většiny významných poskytovatelů výzkumných služeb z řad třetích stran, tj. investičních bank a nezávislých „výzkumných butiků“.

(Pokračování na straně 3)

Pololetní zpráva 2018

Na http://www.akro.cz/profil_spolecnosti.php byla zveřejněna Pololetní zpráva společnosti a fondů AKRO. Zpráva je také k dispozici v sídle naší společnosti.

Nová vyhláška ČNB

Dovolujeme si upozornit, že dnem 1. 10. 2018 nabývá účinnosti vyhláška ČNB č. 67/2018 Sb., o některých požadavcích na systém vnitřních zásad, postupů a kontrolních opatření proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu.

Tato vyhláška nahrazuje dosavadní vyhlášku č. 281/2008 Sb.

Centrální depozitář

Úprava časového období, za které Centrální depozitář cenných papírů poskytuje informace ze své evidence:

Centrální depozitář na svých stránkách uveřejnil informaci, že od 1. 7. 2018 poskytuje údaje ze své evidence ne starší než 1. 1. 2008.

Zdroj: CDCP



Jak jsme Vás již informovali, společnost AKAT pokračuje ve vývoji nových webových stránek a rozhraní pro komunikaci se členy asociace. V září budou probíhat prezentace nového informačního systému AKAT a jeho testování.

Bývalé C. S. Fondy

Soudní spor vedený u obvodního soudu pro Prahu 6

Dne 22. 8. 2018 obdržela společnost AKRO písemné vyhotovení rozsudku ze dne 24. 5. 2018. S ohledem na výsledek soudního řízení, podala společnost AKRO proti rozsudku ODVOLÁNÍ.

Rozsudek i Protokol z jednání je k nahlédnutí v našich webových aktualitách.

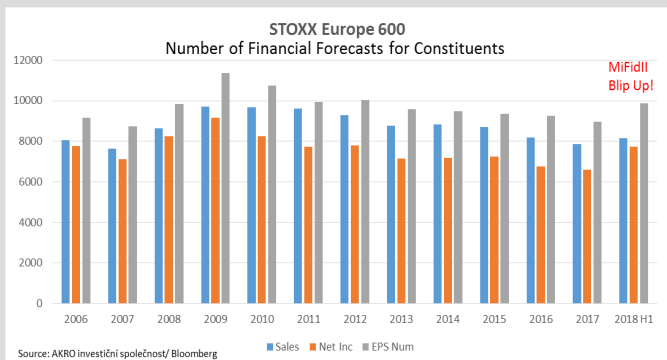
(Pokračování ze strany 2)

Bližší analýza údajů však odhaluje některé zajímavé regionální rozdíly. Zatímco určité vlivy mají globální povahu (např. rostoucí popularita tzv. pasivního investování, jako dědictví bankovní krize v roce 2008), relativní dopad těchto událostí na výzkumné pokrytí se trž od trhu liší.

Úroveň pokrytí výzkumem evropských společností vyvrcholila v roce 2009, brzy po finanční krizi. Poté došlo k poklesu, což mimo jiné odráží bolestnou víceletou restrukturalizaci evropského bankovního sektoru. Zdá se, že rozmezím odkdy došlo k oslabení výzkumného pokrytí v USA a Japonsku, je období let 2011/2012, kdy došlo k výraznému zvýšení investic do pasivních indexových fondů – více viz dále/níže.

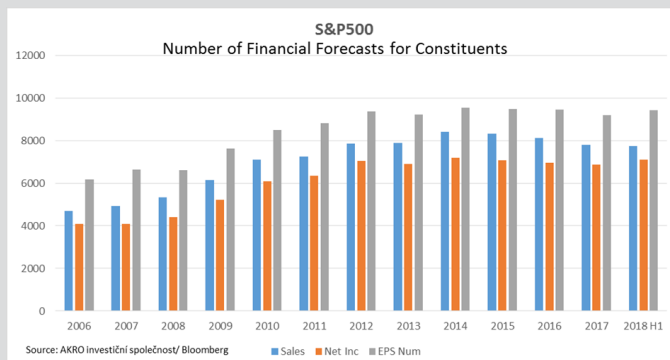
V Evropě (Graf 2) po finanční krizi dosáhlo výzkumné pokrytí vrcholu v roce 2009 a následně pak docházelo k setrvalému poklesu (v roce 2009 existovalo 11 371 samostatných prognóz EPS pro členy tohoto indexu (19,0 prognóz na jednu společnost); do prosince 2017 tento údaj klesl na 8 955 prognóz (14,9 na společnost), tj. pokles pokrytí o 21 %). Tato skutečnost odráží mimo jiné i probíhající restrukturalizaci evropského bankovního sektoru. V Evropě je rovněž zřetelně patrný krátkodobý dopad MiFID II, kdy v letošním roce došlo k vzestupnému výkyvu v počtech výzkumu. Počet zveřejněných odhadů EPS pro komponenty STOXX Europe 600 od konce roku 2017 narostl o více než 10 %, což odráží snahu výzkumných oddělení zvýšit produktivitu a pravděpodobně to odráží i nervozitu mezi analytiky z dalšího snižování počtu zaměstnanců. Výkyv zapříčiněný MiFID tak představuje první významný nárůst evropského pokrytí akcií od roku 2009.

Graf 2: Evropský výkyv zapříčiněný MiFID II; pokrytí výzkumem v Evropě vyvrcholilo bezprostředně po finanční krizi, ale i zavedení MiFID II vyvolalo v pokrytí výkyv směrem vzhůru.



Údaje USA (Graf 3) opět ukazují dopad krize z období let 2008/2009 a následné oživení. Zatímco v uplynulém desetiletí evropský bankovní sektor ochaboval, bankovní odvětví v USA zaznamenávalo průběžné oživení. Na první pohled je oslabení výzkumného pokrytí z období 2011/2012 záhadou. Nejvěrohodnějším vysvětlením toho, proč pokrytí třetích stran výzkumem stagnuje v kontextu rostoucích akciových trhů, je nárůst zájmu o pasivní fondy (včetně ETF a indexových fondů).

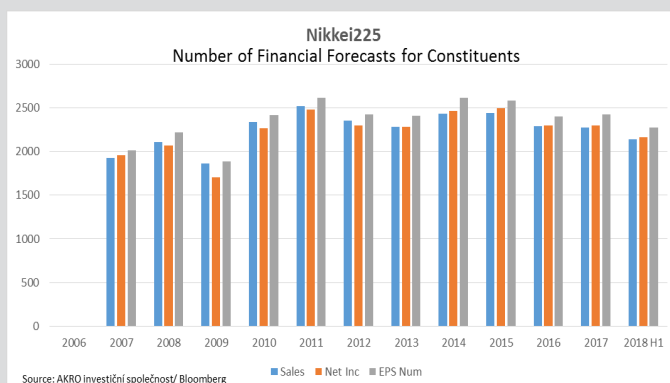
Graf 3: Pokrytí USA ovlivněno popularitou pasivního investování. Od roku 2011 investiční toky do pasivních fondů předčily toky do aktivních fondů.



Výzkumná oddělení poskytovatelů výzkumu z řad třetích stran, a zejména těch, která jsou součástí investičních bank, nesou hlavní nápor důsledků nedávného nárůstu popularity pasivních investic. Tyto tlaky se odrazily na úrovni pokrytí výzkumem společností kótovaných na burze, což je, vzhledem k tomu, že pasivní investice ze své podstaty nepotřebují výzkum prováděný analytiky, logické. Navíc popularita nízkorozpočtových pasivních fondů ze strany investorů vyvolala řetězovou reakci s dopadem na výši poplatků u aktivních fondů a nepřímo na to, kolik mohou tyto fondy zaplatit za výzkum třetích stran.

Graf 4 ukazuje údaje o pokrytí pro **japonský Nikkei225**. Toto pokrytí je někde na půl cesty mezi USA a Evropou. Zdá se, že celkové pokrytí v oblasti výzkumu dosáhlo vrcholu v roce 2010 s důkazy o útlumu v posledních letech.

Graf 4: Japonský trh - nedávné známky útlumu.



Pokud jde o společnosti s malou kapitalizací, Graf 5 uvádí údaje o pokrytí výzkumem pro **US S&P Small Cap 600**. Pokrytí „malé kapitalizace“ je mnohem nižší než u „velké kapitalizace“. V roce 2012 proběhlo v průměru 5,1 prognózy analytiků pro každou společnost indexu malé kapitalizace, v prosinci roku 2017 se jednalo o číslo 4,7. Zdá se, že tyto údaje potvrzují představu, že společnosti s malou kapitalizací zaznamenávají postupný pokles pokrytí.

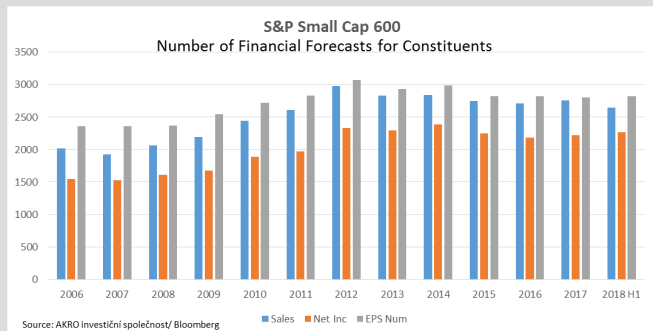
Graf 6 uvádí údaje pro **STOXX Europe Small 200**; podskupinu nejmenších složek STOXX Europe 600. V roce 2009 existovalo 2 664 samostatných prognóz EPS pro členy tohoto indexu, tj. 13,3 prognóz na jednu společnost. Do prosince 2017 tento údaj klesl na 2 299 prognóz, tj. 11,5 na společnost – pokles pokrytí o téměř 14 %. Stejně jako v případě indexu STOXX Europe 600, STOXX Europe Small 200

(Pokračování na straně 4)

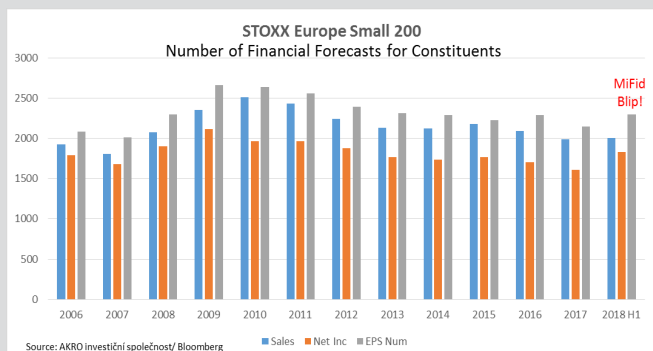
(Pokračování ze strany 3)

zaznamenal v poslední době, od zavedení MiFID II, výkyv směrem vzhůru v oblasti pokrytí, od začátku roku se pokrytí zvýšilo o 7 %.

Graf 5: Americké společnosti s malou kapitalizací vykazují mírný pokles pokrytí výzkumem.



Graf 6: Evropské společnosti s malou kapitalizací vykazují pokles pokrytí výzkumem. Povšimněte si posledního výkyvu po zavedení MiFID II.



Závěrem...

Navzdory silnému oživení na akciovém trhu, k němuž došlo po krizi v roce 2008/09, globální pokrytí výzkumem z řad třetích stran stagnovalo (respektive evropské trhy zaznamenaly obzvláště prudký pokles). Za této nepříznivé situace došlo k zavedení MiFID II, což vyvinulo na investiční banky ještě větší tlak ke snižování režijních nákladů na výzkum. Avšak, alespoň prozatím, neexistují žádné důkazy, že by po zavedení MiFID došlo k poklesu pokrytí výzkumem, naopak se zdá, že se po zavedení MiFID projevuje vzestupná tendence ve výstupech. Může se ukázat, že je toto zjištění jen krátkodobé povahy a vypovídá o tlaku, kterému jsou analytici v oblasti výzkumu vystaveni - aby zlepšovali produktivitu a zdůvodňovali své náklady. Z tohoto pohledu je v současnosti ještě příliš brzy odhadovat, jaký bude v dlouhodobém výhledu dopad MiFID II na výsledky pokrytí výzkumem.

Existují také jisté neoficiální důkazy, že správci fondů přebírají

prostor uvolněný investičními bankami, které omezují počty svých výzkumných pracovníků, a zvyšují úroveň svých vlastních výzkumných výstupů. Zdá se však nepravděpodobné, že by aktivní společnosti zabývající se řízením investic byly schopny převzít veškerý tento uvolněný prostor. Aktivní investiční společnosti samy zažívají určité tlaky vyvolané popularitou pasivních investic s dopadem na objem aktivně spravovaných aktiv a výši poplatků.

Vzhledem k tomu, že odvětví pasivních investic je založeno na „parazitování“ na tržních cenách stanovených manažery aktivních investic (kteří nesou veškeré náklady na výzkum), zdá se, že dochází k průběžnému, poněkud systematickému tlaku na výzkumná oddělení na straně nákupu (investiční společnosti) i na straně prodeje (investiční banky).

Jeremy Monk

Autor by rád poděkoval za pomoc a rady při sestavování údajů o „zpravodajství“, které byly reflektovány v tomto článku, následujícím pracovníkům systému Bloomberg: Sayo Ando, Ami Yao a Ponprom Rojanakiratikarn.

V anglické verzi vyšlo v CFA Institute CFA Enterprising Investor Blog: <https://blogs.cfainstitute.org/investor/2018/07/27/global-third-party-research-an-industry-in-crisis/>

A také ve [Financial Times](#) (vyžaduje registraci).

¹ MiFID II - nově vydaná směrnice EU (zavedena od 3. ledna letošního roku), která vyžaduje oddělení výdajů na výzkum od obchodních provizí.

² Byly zahrnuty pouze prognózy obsažené ve „standardním konsensu“ společnosti Bloomberg, čímž byly vyloučeny prognózy zastaralé.



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 seznámte s obsahem statutu vybraného fondu a se sdělením klíčových informací.