

Z obsahu

Aktuálně: k soudnímu sporu

Pravidelné změny: dynamické údaje ve statutech

Užitečné informace: výroční zpráva a další

Odkazy: blog AKAT

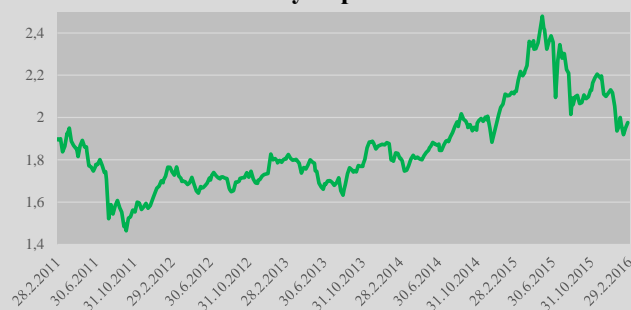


INVESTUJTE BEZ POPLATKU

0%

Od 1. 3. do 31. 5. 2016 máte opět možnost nakoupit podílové listy **AKRO akciového fondu nových ekonomik** s nulovým vstupním poplatkem. Více na www.akro.cz

Fondový kapitál na PL



Komentář portfolio managera, Jeremyho Monka

Ztratila indexová víla svou moc?

Indexem podmíněná oceňovací prémie

Obecně platí, že zařazení společnosti do významného indexu vede k růstu ceny jejích akcií a následně k vyššímu ocenění společnosti na akciovém trhu. Studie, která se zabývala dopadem zařazení do indexu S&P500 a vyřazení z něj, v letech 1990 až 2005, zjistila průměrnou abnormální návratnost akcií ve výši +8,8% v případě zařazení, -15,1% v případě vyřazení¹. Další studie se zaměřením na oceňování prémie u subjektů, které jsou součástí indexu S&P500 zjistila, že v roce 1997, měřeno na základě Tobinova koeficientu q, firmy uváděné v indexu S&P500 měly o neuvěřitelných 40% vyšší hodnotu než ekvivalentní společnosti, které v indexu nebyly.² Studie z června 2015, provedená organizací S&P Capital IQ, která porovnávala akcie z indexu Russell2000 s akciemi, které v tomto indexu uvedeny nejsou, zjistila srovnáním poměru tržní ceny k účetní hodnotě společností, oceňovací prémii ve výši 62% u členů indexu oproti jeho nečlenům³. Je to, jako kdyby existovala jakási indexová víla, jejíž kouzelná hůlka má schopnost dramaticky zvýšit (nebo snížit) hodnotu společnosti.

Proč záleží na oceňovací prémii?

Je spíše výsměchem jakékoliv koncepce „efektivních trhů“, je-li společností udělováno výrazně vyšší ocenění jen proto, že mají to štěstí být zařazení do indexu. Zařazení do indexu samo o sobě nevytváří vyšší tržby a zisky.

Ekonomické deformace způsobené existencí indexové prémie jsou rozmanité. Jde například o to, že kapitál je přidělován ve prospěch některých společností na úkor jiných, a to z žádného jiného zásadního důvodu, než je členství v indexu. Co se týče debaty ohledně aktivního a pasivního investování, jsou-li společnosti zařazené do indexu nadhodnocené v porovnání s těmi, které součástí indexu nejsou, existuje pádný důvod proč do fondů sledujících indexy neinvestovat.

Co dnes znamená indexová prémie?

Vzhledem k ekonomickým deformacím způsobeným existencí indexové prémie, je následující otázka víc než jen akademická: Jaká je dnes úroveň indexové prémie? Za účelem kvantifikace této indexové prémie se zaměříme na porovnání ocenění společností zahrnutých do indexu S&P500 s oceněními společností, které do něj zahrnuté nejsou.

(pokračování na straně 2)

(pokračování ze strany 1)

Tabulka 1: Přehled analýzy členů S&P500 oproti nečlenům (kteří splňují požadavek minimální kapitalizace)

		Valuation of S&P500 Members Versus Non-Members (With a Market Cap Above \$5.3bn)							
		Tobin's Q	P/B	BEst P/E BF12M	P/E	P/S	Dvd Yld	EV/EBITDA T12M	P/CF
S&P500 Members	Median	1,8	2,7	16,2	17,8	1,9	2,3	11,3	11,3
	Average	2,2	4,6	18,6	27,5	2,7	2,4	14,2	14,3
	Market Cap Weighted Average	2,5	5,6	19,1	34,5	3,5	2,3	15,0	15,6
Non-S&P500 Members	Median	1,8	3,1	17,5	22,5	2,6	1,0	13,7	12,8
	Average	3,0	7,5	38,4	70,3	4,4	2,3	35,3	17,7
	Market Cap Weighted Average	2,6	8,6	38,3	49,0	3,8	2,1	33,6	16,2

Data as at 03.02.2016
Source: AKRO Investiční Společnost, Bloomberg

Primární údaje uvedené v tabulce 1 srovnávají charakteristiky členů indexu S&P500 se všemi (178) společnostmi, které byly z indexu vyloučeny, a to navzdory tomu, že splnily hranici minimální tržní kapitalizace ve výši 5,3 mld. USD, stanovenou výbory pro správu indexu S&P. Překvapivé je, že **primární údaje naznačují - na základě celé řady různých oceňovacích postupů - u ocenění indexu S&P500 spíše diskont než prémii.**

Nesrovnávejme jablka a hrušky

Nicméně, při každém srovnání ocenění je důležité srovnávat „jablka s jablky“. Index S&P500 zahrnuje společnosti s tržní kapitalizací pohybující se mezi 5 mld. USD a 500 mld. USD, které řadí do některého ze 156 dílčích odvětví Globální sektorové klasifikace (GICS). **Pro přesnější měření indexové premie jsme proto spárovali společnosti v úzkém pásmu kapitalizace, tj. v pásmu 5.3 mld. USD - 10 mld. USD, působící v rámci stejného odvětví.**

Z celkového počtu 134 společností s tržní kapitalizací mezi 5,3 mld. USD a 10 mld. USD, které jsou z indexu vyloučeny, jsme byli schopni identifikovat 27 velmi blízkých spárování se společnostmi v indexu zahrnutými. Pro každé spárování jsme pak porovnávali ocenění obou společností osmi běžně užívanými mírami ocenění, kterými jsou Tobinův koeficient q, poměr ceny k účetní hodnotě (P/B), konsenzuální odhad ceny za akcii ku zisku na akcii (odhady za období 12 měsíců po sobě), poměr cena/zisk (P/E), cena/tržby (P/S), dividendový výnos (Dvd Yld), poměr cena k zisku před úroky, zdaněním a odpisy (EBITDA sledující 12 měsíců) a poměr cena/peněžní tok (P/CF). Analýza zahrnovala celkem 216 srovnávacích pozorování.

Indexový diskont!!

Když jsme se podívali na výsledky, žasli jsme a nevěřili svým očím. Výsledky ukázaly nejen to, že žádná indexová premie neexistuje, ale že ve skutečnosti jde o indexový diskont. Pozoruhodné je, že všech 8 měřítek ocenění vykazuje v průměru to, že společnosti zahrnuté do indexu S&P500 se obchodují s **nižším** oceněním než ty, které jsou z tohoto indexu vyloučeny. Z 216 srovnávaných ocenění jich 136 vykazovalo nižší hodnotu, 72 premií a 8 jich bylo stejných nebo se nehodily pro srovnání. Tato zjištění souhrnně uvádí Tabulka 2.

Pro ilustraci, střední hodnota odhadovaného Tobinova koeficientu q cenných papírů ve vzorku akcií v rámci indexu S&P500 byla 1,8 oproti 2,0 u nečlenů. Váženo tržní kapitalizací, jsou srovnatelné údaje 2,0 oproti 2,2. Obdobně pak střední hodnota P/B je 2,7 pro členy S&P500 a 2,8 pro nečleny. Opět platí, že váženo podle tržní kapitalizace jsou srovnatelné údaje 3,0 oproti 4,0. Tyto údaje zcela protřečí předchozím

(pokračování na straně 3)

C.S. FONDY

Jednání ve věci bývalých C.S. Fondů, které bylo nařizováno na 26. 01. 2016 ve 13:00 hod., u Obvodního soudu pro Prahu 6, bylo **odročeno na 26. 04. 2016** ve 13:00 hod., u Obvodního soudu pro Prahu 6, v jednací síni č. 1.316, I. patro, 28. pluku 1533/29b, Praha 10.

Jednání bylo odročeno z technických důvodů. Obvodnímu soudu pro Prahu 6 se nepodařilo zajistit spis u Obvodního soudu pro Prahu 2.

Výroční zpráva

Výroční zpráva AKRO investiční společnosti i společností obhospodařovaných podílových fondů za rok 2015, je zveřejněna na internetových stránkách http://www.akro.cz/profil_spolecnosti.php

Dostupná je také v sídle naší společnosti.

Výroční zpráva, jejíž součástí je účetní závěrka investiční společnosti i fondů, byla podrobena auditu, který pro společnost i fondy zajišťuje společnost BDO audit s. r. o. Zpráva auditora je rovněž součástí výroční zprávy, stejně jako Zpráva o vztazích mezi propojenými osobami.

Blog AKAT

Připomínáme, že na stránkách Asociace pro kapitálový trh ČR pravidelně vychází příspěvky k aktuální situaci na kapitálových trzích:

<http://www.akatcr.cz/public/vypisBlog.do?typZpravy=12>



Norma ISO

Nová norma ISO 9001:2015 - Systémy managementu kvality již vyšla v české verzi, s datem vydání 2/2015, pod označením ČSN EN ISO 9001:2016.

Změna dynamických údajů

S účinností od 8.2.2016 byly aktualizovány tzv. **dynamické údaje** ve statutech všech fondů AKRO.

Ve statutu AKRO akciového fondu nových ekonomik byla navíc aktualizována poslední věta.

Změny byly provedeny také ve **Sděleních klíčových informací a Nabídkových listech.**

Upravená znění uváděných dokumentů naleznete na internetových stránkách společnosti.

Uvedené změny byly schváleny představenstvem.

(pokračování ze strany 2)

studiím, které používaly obou těchto měřítek hodnoty a na jejich základě hovořily o velké prémii při ocenění u členů indexu na rozdíl od nečlenů.

Tabulka 2: Přehled párové analýzy

		Pairs Analysis - Valuation of S&P500 Members Vs Comparable Non-Members							
		Tobin's Q	P/B/P/E/BF12M	P/E	P/S	Dvd Yld	EV/EBITDA T12M	P/CF	
S&P 500	Median	1,8	2,7	16,8	18,3	1,7	1,8	9,9	9,5
	Average	2,1	3,1	16,7	21,4	2,1	1,8	13,0	10,1
	Market Cap Weighted Average	2,0	3,0	16,7	20,4	2,1	1,9	13,0	9,8
S&P500 Excluded	Median	2,0	2,8	16,9	20,0	2,1	0,1	11,7	11,9
	Average	2,2	4,0	19,1	22,5	3,3	1,0	14,4	13,2
	Market Cap Weighted Average	2,2	4,0	19,0	22,9	3,2	1,0	14,2	13,1

Data as at 27.01.2016

Source: AKRO Investiční Společnost, Bloomberg

Neexistuje žádné měřítko ocenění, které by dalo definitivní odpověď na to, jaká by mohla být hodnota indexového diskontu. U mnoha měřítek vážených na základě kapitalizace (Tobinův koeficient q, PE BF12m, PE, EV/EBITDA) zahrnoval S&P500 akcie obchodované při oceňovacím diskontu ve výši mírně nad 10%, oproti akciím, které byly z indexu vyloučeny. Ostatní měřítka hodnoty indikují ještě větší diskont.

Proč zmizela indexová premie?

Existuje celá řada možných příčin zmizení indexové premie:

Nejvěrohodnějším důvodem je to, že *trhy jsou efektivní a jakoukoli indexovou premií, pokud vůbec kdy existovala, investoři v průběhu obchodování eliminovali*. Toto vysvětlení je v souladu s pozorováním Davida Blitzera (předsedy výboru pro správu indexu S&P) z července 2015, kdy nedošlo k žádnému nečekanému ani trvalému zvýšení cen ve spojení s členstvím v indexu S&P500.

Beta měří citlivost cenných papírů na pohyby na celém trhu. Ve srovnání s betou váženou dle tržní kapitalizace v hodnotě 1, má 178 společností s velkou kapitalizací vyloučených z indexu betu nižší než 0,96. *Nedávný pokles indexu S&P500 bude mít menší dopad na ceny akcií nezařazených do indexu, což sníží jakoukoliv oceňovací premii (a dokonce může přispět k pozorovanému diskontu)*. Existence rozdílu beta, i když je o něco menší, než je tomu u předchozích studií, je v souladu s předchozím výzkumem.

Mnoho akademických studií zaznamenalo volatilní anomálii. Akcie s nízkou betou si v minulosti vedly lépe než akcie s vysokou betou (v rozporu s investorskou intuicí, že za normálních okolností je s vyššími výnosy spojeno vyšší riziko), a proto - *s tím jak se anomálie koeficientu beta při arbitrážním obchodování ztrácí - tato skutečnost nepřímo posílila ocenění akcií (s nižší betou), které do indexu nejsou zařazené*.

Předchozí studie indexovou premií možná značně přeceňovaly. *Indexová premie v rozsahu 40%-60% uváděná v dřívějším výzkumu se zdá příliš vysoká a je obtížné ji sladit s výzkumem abnormálních výnosů (nebo nedávných nedostatečných výnosů) spojených se zařazením do indexu nebo vyřazením z něj*. Jsou to koneckonců související koncepce. V našem výzkumu jsme se vyhnuli pokušení zahrávat si s akciemi společností se střední kapitalizací a s kapitalizací nižší, než je minimální práh pro zahrnutí do indexu, s cílem zvýšit počet spárovaných dvojic. Také jsme použili širokou škálu oceňovacích měřítek.

Jak můžeme indexový diskont logicky zdůvodnit?

Indexový diskont byl překvapivým výsledkem, avšak ne tak nevysvětlitelným, jak by se na první pohled zdálo. *Je možné, že zaznamenaný indexový diskont je dočasný. Lednový prodej fondů Exchange Traded Funds (ETF's) související s indexem S&P500 mohl posunout ocenění jednotlivých konstituentů indexu pod úroveň společností, které součástí indexu nejsou*. Pokud tomu tak je, indexové snížení hodnoty se může ukázat jako dočasné a zmizet.

Autor se domnívá, že *nižší ocenění společností zahrnutých v indexu lze vysvětlit především jemným zkreslením „hodnoty“ a „kvality zisku“ (předvídatelnosti a udržitelnosti zisků) v metodice indexu S&P, a to konkrétně:*

Požadavek S&P: *„Součet posledních čtyř po sobě jdoucích čtvrtletních vykázaných zisků by měl být pozitivní a stejně tak by tomu mělo být v případě posledního čtvrtletí.“*

Komentář: Společný jmenovatel mnoha měřítek hodnoty. Jasně porovnání hodnot.

Požadavek S&P: *„Rozvahový pákový efekt společnosti, který by měl být provozně ospravedlnitelný v kontextu srovnatelných podniků ze stejného sektoru i v kontextu jejího obchodního modelu.“*

Komentář: Požadavek vyloučí společnosti vnímané jako finančně slabé. K datu 3. 2. 2016 měli členové indexu S&P500 střední hodnotu poměru dluhu k vlastnímu kapitálu ve výši 54%, ve srovnání se 70% u 178 nečlenů s velkou kapitalizací, zatímco Altmanovo Z-skóre (rizika neplacení) bylo 3,55 oproti 3,11. Tato měřítka potvrzují riskantnější a pákovým efektem více ovlivněnou povahu neindexových akcií.

Požadavek S&P: *„Alespoň 50% všech akcií v oběhu.“*

Komentář: Může zvýhodňovat společnosti s delší historií, kde zakladatelé již prodali své akcie.

Požadavek S&P: *„Příspěvek k zachování rovnováhy sektoru.“*

Komentář: Může favorizovat více etablované společnosti, které již jsou zařazené do indexu.

Požadavek S&P: *„K primárním emisím akcií by mělo dojít šest až dvanáct měsíců předtím, než se bude uvažovat o přidání do indexu.“*

Komentář: Opět platí, že toto může favorizovat více etablované firmy.

Požadavek S&P: *„Nevhodné cenné papíry zahrnují společnosti ve fázi rozvoje podnikání, komanditní společnosti, obchodovatelné komanditní společnosti, společnosti s ručením omezeným (s.r.o.)...“*

Komentář: Požadavek vylučuje mnohé hybridní obchodní struktury, pro které jsou někdy příznačné budoucí problémy.

Požadavek S&P: *„...konstituent indexu, který pravděpodobně porušuje kritéria přidání do tohoto indexu, není odstraněn, pokud průběžné podmínky nevyžadují změnu indexu.“*

Komentář: Požadavek vyžaduje celkové posouzení finanční situace společnosti, zpravidla ve prospěch finančně silnějších společností.

Dividendové politiky odrážejí odchylky hodnoty/kvality indexu

Nic neodráží „kvalitu zisku“ společnosti lépe než dividendová politika. Obecně platí, že společnosti se průběžně snaží platit přiměřené, stabilní a rostoucí dividendy. Nulové dividendy nebo naopak neudrži-

(pokračování na straně 4)

(pokračování ze strany 3)

telně vysoké dividendové výnosy často indikují spekulativnější obchodní situace.

Jedním z nejpozoruhodnějších výsledků našeho výzkumu, viz tabulky 1 a 2, je velmi nízký střední dividendový výnos společností nezařazených do indexu ve srovnání s konstituenty indexu S&P500. Zatímco celkový výnos vážený dle tržní kapitalizace může vypadat srovnatelně, podrobnější analýza ukazuje, že 40% akcií společností s velkou kapitalizací nezařazených do indexu neplatí vůbec žádné dividendy, zatímco 7% z nich (12 ze 178) má výnos z dividend přesahující 10%. V ostrém kontrastu pouze 15% společností indexu S&P500 neplatí žádné dividendy, přičemž méně než 1% se obchoduje při dividendových výnosech nad 10%. Našich 27 úzce porovnávaných dvojic vypovídá o tomtěz: velmi nízký střední výnos z dividend generuje v našem vzorku 0,1% společností, které nejsou součástí indexu, v porovnání s 1,8% těch, které součástí indexu S&P500 jsou. Pouze 14 ze společností, které nejsou součástí indexu S&P500 platilo dividendy - ve srovnání s 22 z 27 společností, které byly součástí indexu.

Avšak pozor

Ačkoliv by se zdálo, že u indexu S&P500 neexistuje žádná indexová prémie a že současný indexový diskont může mít velmi racionální vysvětlení vycházející z hodnoty/kvality, neznamená to, že rozhodnutí předních indexových výborů nemá na ceny akcií žádný vliv. Během léta roku 2015 se široce spekovalo o blížícím se zahrnutí akcií společností pevninské Číny do hlavních světových indexů MSCI/FTSE. Je příznačné, že vrchol významného zotavení na těchto trzích se časově shodoval s obdobím této spekulace a následným zklamáním nad jejich odloženým začleněním (Graf 1). Obecně však indexy odrážejí základní charakteristiky hospodaření svých konstituentů. Existují případy, kdy indexové výbory musí učinit důležitá rozhodnutí o vhodnosti jednotlivých titulů nebo trhů z pohledu fundamentálních parametrů. V tomto ohledu indexová víla svou moc neztratila.

Graf 1: Indexové výbory dokáží nadále ovlivňovat trhy



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

Závěry

Neexistuje žádný důkaz existence indexové premie. Zdálo by se, že trhy jsou efektivní, pokud nejsou „na stole žádné peníze“, z hlediska arbitráží řešících jakékoliv indexové anomálie. Investoři proto mohou investovat do fondů indexu S&P500 s vědomím, že nekupují drahou podmnožinu akcií společností s velkou kapitalizací. Tento závěr je v souladu s nedávným výzkumem, který naznačuje, že neexistuje žádný indexový „skok“ a že vývoj cen akcií společností zařazených v indexu je odrazem jejich základních ekonomických výkonů spíše než nějaké indexové premie.

Naše zjištění ukazuje na indexový diskont ve výši 10% nebo více, který pravděpodobně odráží zkreslení parametrů hodnoty/kvality v metodice indexu S&P500. Lze se domnívat, že účastníci trhu nevyhodnotí plný rozsah těchto zkreslení. Uvedené rozdíly mají vliv na široké spektrum měřítek ocenění, ale jsou nejvíce patrné při analýze dividendových politik, pákového efektu a úvěruschopnosti konstituentů indexu oproti společnostem, které v něm zahrnuté nejsou.

Výzkum potvrdil vyšší cenovou korelaci u akcií společností zahrnutých v indexu. Měřeno koeficientem Beta, se ceny akcií společností zahrnutých do indexu S&P500 pohybují těsněji s indexem jako celkem, než ceny akcií ekvivalentních společností z indexu vyloučených. Autor upozorňuje, že i když se může zdát, že neexistuje žádná indexová prémie ve vztahu k indexu S&P500, existují situace, např. vloni v létě, ve vztahu k čínským akciím typu A, kdy rozhodnutí o zahrnutí do indexu má na ocenění vliv.

¹Antti Petajisto. (2008). „The index premium and its hidden cost for index funds.“

²Randall Morck a Fan Yang (2000). „The Mysterious Growing Value of S&P500 Membership.“ Tobinův koeficient q porovnává tržní hodnotu společnosti s reprodukční cenou aktiv firmy.

³Norm Alster (9. 10. 2015). „The Ease of Index Funds Comes With Risk.“ New York Times. V tomto článku se ocenění indexové premie „ilustruje na srovnání nákladních dopravců J. B. Hunt Transport Services a Swift Transportation.“ Je třeba poznamenat, že první má kapitalizaci ve výši 8,5 mld. USD zatímco druhá pouhých 2,4 mld. USD. Nejen že společnosti mají odlišnou velikost, ale kapitalizace druhé z těchto společností je hluboko pod hranicí 5,3 mld. USD stanovených pro zařazení do indexu S&P500.

⁴Jeffrey Wurgler. (2010). „On the Economic Consequences of Index-Linked Investing.“

⁵David Blitzer (1. 7. 2015). „Stocks, Not Indices, Move Markets.“ Maria Kasch a Asani Sarkar. (2012). „Is There an S&P 500 Index Effect?“ Služební zpráva Federální rezervní banky v New Yorku č. 484. Honghui Chen, Vijay Singal a Robert F. Whitelaw. (2015) „Comovement Revisited“.



UPOZORNĚNÍ:

Investování do cenných papírů prostřednictvím otevřených podílových fondů přináší rizika vyplývající z vývoje na kapitálových a peněžních trzích. Minulé výnosy fondů 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 seznáme s obsahem statutu vybraného fondu.