

TREND  
WE  
KNOW  
HOW

# ONE FAMILY OFFICE vyberá svetové investičné esá

ZAMERIAVA SA NA DLHODOBÚ OCHRANU A RAST MAJETKU. AJ PRETO VEĽKÝ DÔRAZ KLADIE NA DIVERZIFIKÁCIU INVESTÍCIÍ, KTORÁ SA VO SVETE SÚČASNÝCH GEOPOLITICKÝCH ZMIEN A EKONOMICKEJ NEISTOTY STÁVA NEVYHNUTNOU. ONE FAMILY OFFICE SA PRITOM INŠPIRUJE PRINCÍPMI NAJVÄČŠÍCH SPRÁVCOV INVESTIČNÉHO MAJETKU NA SVETE. MICHAL KLUČÁR, ASSOCIATED PARTNER ONE FAMILY OFFICE NA SLOVENSKU, OPISUJE MOŽNOSTI DIVERZIFIKÁCIE INVESTÍCIÍ, AKO ONE FAMILY OFFICE VYHLADÁVA INVESTIČNÉ PRÍLEŽITOSTI A KTORÉ FAKTORY PRI VÝBERE ZOHLADŇUJE

## **Ako diverzifikujú majetok investori na Slovensku?**

Prehľady hovoria o tom, že diverzifikácia investičného majetku u nás stále prakticky neexistuje. Do veľkej miery za to môže nerozvinutý kapitálový trh (poľský rádovo stonásobne väčší), historicky nie vždy dobrá skúsenosť s lokálnymi finančnými skupinami, ale aj výnimočne silné roky pre real estate.

## **Aké sú vyhliadky na najbližšie roky?**

Sme svedkami problémov komerčných nehnuteľností a skupín, ktoré sú na ne napojené. Ak v dohľadnom čase nedôjde k zníženiu sadzieb, a tým nákladov financovania, s významnou pravdepodobnosťou ešte budeme svedkami dramatických udalostí v tomto odvetví celosvetovo. O výhľade realít ako takých môžeme diskutovať, ale podpora nízkych sadzieb zohrala najvýznamnejšiu rolu zvlášť v tejto triede aktív hlavne vďaka silnému pákovému efektu.

## **Je nejaká trieda aktív, ktorej prostredie vyšších sadzieb vyhovuje?**

Áno. Na druhej strane, takéto prostredie vyhovuje a je príležitosťou pre private credit a distressed debt. Vo One Family Office aktívne diskutujeme s najsilnejšími svetovými menami v tejto triede.

## **Čo akciové trhy?**

V triede verejne obchodovaných akcií sa posledné roky diali zásadné veci. Väčší objem machine learning algoritmov začal smerovať čoraz väčšie toky peňazí do akcií v referencii na ich súčasnú a predpokladanú cenu, nie fundamentálnu hodnotu. To má za následok vznik lokálnych bublín a následne dramatických výpredajov. Hodnotové investovanie (value investing) je už prakticky dekadu v kríze.

## **Ako sa to na trhu prejavuje?**

Najsilnejšie mená mali problém vyhodnotiť, čo sa vlastne posledné roky deje.

Keďže aktívni správcovia majú reálny problém poražať indexy, tok aktív smeruje do pasívnych stratégií sledujúcich indexy. Každý si môže nastaviť toto zrkadlo, ak sa pozrie na výkonnosť S&P 500 a Nasdaq 100 verzus svoje obľúbené portfólio či fond. To má, samozrejme, aj samonaplnujúci efekt a ďalej to ťahá výkonnosť indexových firiem. Vytvorí hodnotu value stock pickingom je dnes úplne iná disciplína ako pred 20 až 30 rokmi.

Nie je náhoda, že to dokáže menej a menej manažérov na čele s pár svetovými menami. Pre tých zvyšných je ťažšie prežiť, na konci dňa ide predsa vždy o to, že z toho alebo onoho dôvodu musí niekto danú akciu kúpiť. Mať akademickú pravdu o výške valuácie, žiaľ, nestačí.

## **Takže svet sa posúva smerom k pasívnej správe?**

Štatistiky dnes hovoria o tom, že celosvetovo prúdi dvakrát toľko kapitálu do fondov

## **Michal Klučár**

Vo ONE FAMILY OFFICE pôsobí ako associated partner. Má viac ako pätnásť rokov manažérskych skúseností na pozícií špičkového ekonóma. Od roku 2008 bol súčasťou úzkeho interného tímu pre fúzie a akvizície, ktorý realizoval množstvo strategických akvizícií, na základe ktorých vznikla skupina Energetický a priemyslový holding (EPH, 2022 EBITDA štyri miliardy eur). Zároveň pôsobil ako člen senior manažmentu na pozíciách člena predstavenstva, finančného riaditeľa a zástupcu generálneho riaditeľa na Slovensku, v Poľsku a vo Švajčiarsku v spoločnostiach s kumulatívnym ukazovateľom EBITDA presahujúcim miliardu eur, prevažne v oblasti energetiky a infraštruktúry.





a stratégií spravovaných pasívne než aktívne. Konkrétne v USA je posledné tri roky dokonca úbytok aktív z aktívnej správy. Dôvod je jednoduchý: pri dôkladnom porovnaní skutočne málo manažérov dokáže porázať pasívne stratégie sledujúce index.

#### **Aká je budúcnosť tohto odvetvia?**

Vo verejne obchodovaných akciách multimanager multistrategy štruktúry sú dnes jedny z najperspektívnejších v aktívnej správe. Treba vnímať, že v jednom fonde sú bežne desiatky portfóliových manažérov, každý so svojim tímom a to celé umocnené prakticky neobmedzeným rozpočtom na dátové

analýzy, AI a strojové učenie. Najsilnejšie mená v odvetví ako Point72, Appaloosa, Citadel sa uberajú týmto smerom. Idú do neuveriteľného detailu pri odpovedi na otázku, prečo daný tím a jeho stratégia generujú výnos, aký generujú. Je to vec náhody, pohybu trhu či podobnej skupiny akcií? Alebo skutočne jedinečná schopnosť daného manažéra a tímu?

#### **Aká je odpoveď?**

Ak zjednodušíme, že výnos môžeme rozložiť na „alfa“, charakteristický len pre danú jedinú spoločnosť (akciu), a „beta“ výnos, ktorý koreluje s tým, čo robí trh, idú do úplného obsesívneho detailu, ako ich výkonnosť rozložiť

na všetko, čo sa dá vysvetliť pohybom trhu, sektora, podsektora a čo je tá zvyšná časť (alfa), ktorú generujú skutočne oni a za ktorú investor platí. Navyše keďže machine learning a AI dnes významne vstupujú do rozhodovania o nákupe akcií a ovplyvňujú ich cenu, výrazne sa začínajú sledovať „faktory“, ktoré nejakým charakteristickým znakom spájajú obchodované akcie.

#### **Aké charakteristické znaky to môžu byť?**

Ten príznak môže byť napríklad spoločný pohyb ceny skupiny akcií (momentum), to, že akcie priťahujú hodnotových investorov (value), alebo hocijaký iný, veľa

krát aj bizarný príznak, napríklad známe meme akcie. Algoritmy dnes tieto spájajúce znaky vedú veľmi rýchlo a precízne vyhodnotiť. Po tomto cvičení sa dá vyhodnotiť, aký je prínos daného tímu a portfólia, teda koľko fond generuje skutočného výnosu „alfa“. Podobne investori pri takýchto fondoch vedú, že platia poplatok za unikátny prínos investičných tímov a nie hodnotu, ktorá bola vygenerovaná „náhodou“, pohybom trhu. Najlepší z nich sa pohybujú na úrovni 18 až 20 percent p. a., teda sedem až deväť percentuálnych bodov vyššie než S&P 500, ale čo je veľmi dôležité, pri polovičnej volatilitate, to jest šesť percent. ➔



## ➔ Ako vyhľadávate príležitosti vo One Family Office?

Vďaka medzinárodným kontaktom Petra Bálinta máme s One Family Office možnosť tieto témy priamo diskutovať s najsilnejšími svetovými menami ako David Einhorn z Greenlight Capital alebo Steven Cohen z Point72, pri nedávnej príležitosti organizovanej významnou investičnou bankou aj s ľuďmi z úzkeho vedenia firiem ako Blackstone, Citadel, Appaloosa a ďalší. Pre mňa osobne je výnimočné mať možnosť diskutovať s ľuďmi zastupujúcimi legendy odvetvia, o ktorých existuje veľa kníh aj filmov.

## Private equity tento problém nemá?

V private equity je situácia iná. Hodnotu jasne vytvára prevzatie vedenia spoločnosti a proces tvorby jej hodnoty zvýšením jej zisku, a to u veľkých hráčov precízne definovaným a opakovateľným procesom zameraným na výnosovú aj nákladovú stranu firmy. U veľkých manažérov už len synergické zapojenie do skupiny spriaznených firiem môže výrazne zvýšiť výnosy aj znížiť náklady. Systematicky sa venujú témam ako motivácia pracovnej sily, digitálna transformácia, automatizácia, operačná efektivita, logistika, optimálne financovanie rozvoja a pracovného kapitálu, ale aj akvizíčná expanzia. V prípade KKR, s ktorým investuje aj One Family Office, zvlášť rád vidím iniciatívu Ownership Works (z anglického dvojzmyslu „vlastníci pracujú“ aj „vlastníctvo funguje“).

## Čo to znamená?

Je to ich spôsob motivácie aj nemanadžérskych zamestnancov, ktorých robia spoluvlastníkmi spoločností. Spo-

lupodielníctvo takto udelili 60-tisíc zamestnancom v 40 spoločnostiach. V prípade predaja spoločnosti v závislosti od odpracovaného obdobia ide o bonusy v rádoch niekoľkoročných plátov. Aktívna angažovanosť zamestnancov je preukázateľne jeden z úplne najzásadnejších faktorov pre zvýšenie hodnoty spoločnosti, čo môžem potvrdiť aj zo svojho viac ako desaťročného pôsobenia v senior manažmente veľkých spoločností. V prípade private equity pri valuácii spoločnosti veľmi dobre vidieť, čo je efekt trhu, takzvaný valuačný násobok, ktorý v dlhodobom horizonte rastie (výsledok monetárnej politiky, rastúcej produktivity), a efekt majiteľa spoločnosti, respektíve fondu, teda o koľko sa zvýšil ukazovateľ ziskovosti, typicky EBITDA alebo čistý zisk. Najlepšie svetové mená dosahujú ročnú výnosnosť o desať percentuálnych bodov vyššie ako akciový trh konzistentne 40 rokov a viac pri výrazne nižšej volatilitate.

## Na aké investície sa zameriavate?

Preferujeme najúspešnejších investičných hráčov s vynikajúcou históriou. Sústreďujeme sa na private equity fondy, ktoré dlhodobo prinášajú výnosy okolo 20 percent za rok pri nízkej volatilitate, napríklad KKR alebo Vista Equity Partners. Spolu s partnermi investujeme do málo dostupných fondov, kde je potrebný minimálny kapitál desať až 25 miliónov dolárov na investíciu. Bežný investor sa k nim nedostane. Hľadáme najsilnejšie etablované mená, do ktorých potom investujeme priamo. Vyhýbame sa tak zložitým nákladovým štruktúram, ktoré oberajú investorov o ich výnos. Každý rok chceme vybrať dva až tri špičkové private equity, private credit,



hedžové, prípadne venture capital fondy.

## Kto túto stratégiu vo One Family Office vytvára a vyberá investičné príležitosti?

Je to kolektívna práca. Investičný tím má od začiatku pätnásť ľudí vrátane štyroch equity partnerov a spolupracujúceho tímu skupiny pre privátnych klientov advokátskej kancelárie Havel & Partners, čo je asi 50 právnych, da-

ňových a účtovných poradcov. V tíme sú od začiatku elitní finanční analytici, poradcovia, právnici a daňoví špecialisti pôsobiaci buď v poradenskej skupine Havel & Partners, alebo dlhodobo v zahraničí s rozsiahlymi skúsenosťami z Goldman Sachs, J. P. Morgan, Credit Suisse, Erste, Bank Austria Creditanstalt či top miestnych investičných skupín ako PPF, EPH, J&T, Penta, Patria či poradenských firiem takzvanej veľkej štvorky. □

[onefamilyoffice.sk](http://onefamilyoffice.sk)