

Akcjonariusz

3/2014

Branża energetyczna
w I półroczu 2014 dała zarobić.
Sprawdź dlaczego!

Budujesz portfel akcji?
Zobacz 5 ważnych zasad,
które trzeba stosować

Nowy mnożnik kontraktów
na WIG20 – nowe możliwości
dla inwestorów

OFF

O poszukiwaniu Yeti,
czyli inwestowanie
dywidendowe w Polsce

Adrian Mackiewicz, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych





Stowarzyszenie
Inwestorów
Indywidualnych



Capital Market Games

Drugie Igrzyska Rynku Kapitałowego

19-21 września 2014 r., COS Zakopane

Kilkanaście dyscyplin, kilkuset uczestników, 3 dni rywalizacji i zabawy



PIŁKA NOŻNA



KOSZYKÓWKA



SIATKÓWKA



BADMINTON



TENIS
STOŁOWY



PŁYWANIE



TENIS
ZIEMNY



KOLARSTWO
GÓRSKIE



KOLARSTWO
SZOSOWE



LEKKOATLETYKA

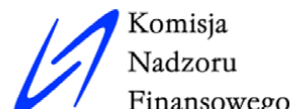


SIATKÓWKA
PLAŻOWA

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych zaprasza do wzięcia udziału w drugich Igrzyskach Rynku Kapitałowego. Podczas 3 dni uczestnicy wydarzenia będą mogli zmierzyć się z inwestorami na zupełnie innym parkiecie. Wybierz dyscyplinę, która Cię interesuje, zaproś znajomych i stwórz razem z nami najbardziej energetyczną imprezę w kraju!

www.capitalmarketgames.pl

Patronat honorowy



Burmistrz Miasta Zakopane
Janusz Majcher



Partnerzy



GIEŁDA PAPIERÓW
WARTOŚCIOWYCH
W WARSZAWIE



Partnerzy dyscyplin



Partner Techniczny



Strategiczni Partnerzy Medialni



Główny Partner Medialny



Partnerzy Medialni



GPW MEDIA



Trzymasz akcje latami? Uważaj na operacje na akcjach

Michał Masłowski, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

Są inwestorzy, którzy trzymają akcje przez długie lata. Dla dywidendy lub też po prostu ponieśli stratę i nie chcą po niskich cenach wyzbywać się walerów. Niestety często nie interesują się swoimi inwestycjami, wychodząc z założenia, że i tak spółka regularnie płaci dywidendę. Nie wolno tak robić. Stały monitoring naszego portfela jest niestety niezbędny.

str. 35



Poprawia się jakość komunikacji spółek podczas walnych zgromadzeń. Podsumowanie „Akcji WZ” 2014

Wywiad z Piotrek Cieślakiem, Wiceprezesem Zarządu Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych

Inwestorzy indywidualni dużo krzyczą, ale na forach dyskusyjnych. Jak trzeba zakasać rękawy, wziąć się do roboty i pojechać na walne, to ich aktywność znacznie spada. SII od lat walczy o poprawę frekwencji na spotkaniach z zarządami spółek, przekonuje, że sprawy często trzeba brać we własne ręce. Nie wszystko można załatwić sprzed ekranu komputera.

str. 14

Inwestowanie dywidendowe – czy można tak w Polsce?

Adrian Mackiewicz, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

Sprawdziliśmy, czy są w Polsce spółki, które można kupić i latami cieszyć się sowską dywidendą, której wielkość znacznie przekracza to, co uzyskalibyśmy kładąc te pieniądze na lokatę terminową. Są takie spółki, ale póki co jest ich bardzo niewiele, a wielkość płaconych przez nie dywidend bardzo nieprzewidywalna.

str. 30



Nowy mnożnik, nowe możliwości dla inwestorów

Michał Wojciechowski, Dom Maklerski BOŚ S.A.

Wygasa ostatnia seria kontraktów terminowych na indeks WIG20 z mnożnikiem 10. Pokazujemy jakie szanse (ale także jakie zagrożenia) niesie ze sobą zmiana mnożnika na 20. Póki co rynek charakteryzuje się niską zmiennością, co utrudnia zarabianie na instrumentach pochodnych. Pełnia możliwości zostanie dostrzeżona dopiero w przypadku znacznego ożywienia na rynku.

str. 68

Akcjonariusz jest pismem wydawanym przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych i jest bezpłatnie dystrybuowany wśród członków SII.



Akcjonariusz

Wydawnictwo Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych

Redaktor naczelny:

Michał Masłowski

Zastępca redaktora naczelnego:

Łukasz Porębski

Sekretarz redakcji:

Dagmara Kałdunek

Redakcja:

ul. Długopolska 22

50-560 Wrocław

telefon: +48 (0) 71 332 95 60

telefon/fax: +48 (0) 71 332 95 61

Reklama:

Tomasz Krawczyk

tkrawczyk@sii.org.pl

Internet: www.sii.org.pl

www.akcjonariusz.pl

E-mail: akcjonariusz@sii.org.pl

Skład: www.arthefact.pl

Wszelkie prawa zastrzeżone. Powielanie wyłącznie za zgodą wydawcy. Redakcja nie zwraca tekstów nie zamówionych oraz zastrzega sobie prawo do ich skracania i redagowania. Redakcja nie ponosi odpowiedzialności za treść reklam.

Spis treści

Konferencja WallStreet – największe spotkanie inwestorów indywidualnych w Polsce

Michał Masłowski,

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

6

Barometr gospodarczy – Trend boczny na GPW z wyborem między ZUS i OFE w tle

Łukasz Porębski,

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

10

Poprawia się jakość komunikacji spółek podczas walnych zgromadzeń. Podsumowanie „Akcji WZ” 2014

Wywiad z Piotrem Cieślakiem, Wiceprezesem

Zarządu Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych

14

2 kwartał 2014 r. w Stowarzyszeniu Inwestorów Indywidualnych

20

Energetyka dała zarobić w I półroczu 2014 r.

Rafał Irzyński,

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

27



Inwestowanie dywidendowe – czy można tak w Polsce?

Adrian Mackiewicz,

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

30



Trzymasz akcje latami? Uważaj na operacje na akcjach

Michał Masłowski,

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

35

K.I.S.S., czyli kobieta, inwestycje, sensacja, spiski...

Recenzja książki K.I.S.S. Tomasza Pruska,

Michał Kobosko

39



20-letnia historia indeksu WIG20

Adrian Mackiewicz,

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

42



Było i nie ma, czyli system emerytalny w Polsce

Anna Skopowska,

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

49



Pięć podstawowych zasad budowy własnego portfela inwestycyjnego

Paweł Juszcak,

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

52



Spółki dywidendowe na polskiej giełdzie (2/3)

Maciej Olszowy, Prometeia Capital

57

Testowanie strategii fundamentalnych na danych historycznych

Klaudiusz Rybak, Quant Research

62

Wyniki kwartalne spółki VOTUM S.A.

66

Nowy mnożnik, nowe możliwości dla inwestorów

Michał Wojciechowski, Dom Maklerski BOŚ S.A.

68





Szanowni Czytelnicy,

W chwili, gdy piszę te słowa (31 lipca) deklarację o chęci pozostania w OFE złożyło około 1,3 mln osób z ponad 14,5 mln uprawnionych. Trwa ostatni dzień, w którym można składać odpowiednie dokumenty w ZUS. Jak bardzo spektakularny wynik nie zostanie osiągnięty ostatniego dnia, można śmiało powiedzieć, że dramat OFE powoli osiąga swój kulminacyjny punkt.

Mam przykrą konstatację całej tej sytuacji i marnej frekwencji w tym „głosowaniu” o przyszłości naszych emerytur. My Polacy nie zdaliśmy egzaminu z wiedzy i świadomości ekonomicznej. Ewidentnie nie dorośliśmy jeszcze do tego, aby być społeczeństwem

właścicielami. Nie rozumiemy, że życie to proces wyboru, z którym wiąże się ryzyko, ale które z czasem przynosi ponadprzeciętne dochody.

Patrzymy z zazdrością na bogate społeczeństwa. Chcielibyśmy być tak majętni jak Niemcy, Francuzi, Anglicy, ale nic w tym kierunku nie robimy. Cały czas uważamy, że wiele rzeczy nam się należy, np. emerytura, czy też opieka zdrowotna. To błąd, nic nam się nie należy. Jak świadomie sobie nie zapracujemy na emeryturę, to jej mieć nie będziemy. Społeczeństwa zachodnie bogacą się od pokoleń, budują majątki rodzinne od wieków. My takiej szansy, z racji przeszłości politycznej, nie mieliśmy, ale jeżeli nie przestawimy się na zachodni tryb myślenia o gromadzeniu kapitału, dalej będziemy biernie podchodzili do kolejnych „świątecznych” rozwiązań, które proponują nam kolejne nieudolne ekipy rządzące, to będziemy biedni przez kolejne dziesięciolecia.

Zwracam oczywiście honor i nie tykam się tych, dla których ZUS był świadomym wyborem. Chcieliście tak, to macie. Mam na myśli w tym krytycznym wywodzie, tych, którzy zapomnieli, nie chciało im się, za daleko mieli na pocztę, drukarka im nie działała i nie można było oświadczenia wydrukować, chcieli, ale po drodze w windzie się zatrzasnęli, itd. Jednocześnie, bardzo mi szkoda tej części społeczeństwa, najmniej uświadomionej ekonomicznie, którzy w ogóle nie wiedzieli, że gdzieś trzeba pójść, coś wypełnić, zdecydować o swojej emeryturze.

Jeżeli Państwo czytacie te słowa, to znaczy, że jesteście w grupie, która jednak myśli o swoich emeryturach. A jeżeli tak jest, to tym bardziej zapraszam do lektury kolejnego Akcyjariusza. Nauczmy się wspólnie oszczędzać pieniądze!

Michał Masłowski
Redaktor Naczelny



Konferencja WallStreet – największe spotkanie inwestorów indywidualnych w Polsce

MICHAŁ MASŁOWSKI

STOWARZYSZENIE INWESTORÓW INDYWIDUALNYCH

Kolejna rekordowa konferencja WallStreet za nami. Ponad 1000 uczestników spotkało się po raz kolejny w dniach 6-8 czerwca 2014 r. w Karpaczu. Gościem specjalnym konferencji był Jan Kulczyk. Niezwykle ciekawe było również spotkanie z Adamem Góralem. Oprócz tego podczas konferencji odbyło się ponad 40 wykładów i paneli dyskusyjnych. Przekazana dawka wiedzy i doświadczenia była z pewnością imponująca, ale to co ważne często dzieje się także poza salą wykładową.

To co jest równie cenne, oprócz prezentowanych treści merytorycznych, to możliwość spotkania

ciekawych osób. Jedną z wartości tej konferencji są możliwości biznesowe jakie ona daje. W Karpaczu, a wcześniej w Zakopanem, od lat spotykają się inwestorzy z osobami, które mają pomysł i potrzebują na ich realizację pieniędzy. Z wielką przyjemnością obserwuję aktualnie załączki spółek, a nierzadko także debiuty spółek na rynku NewConnect, takich, których wiem, że ich założyciele spotkali się kilka lat temu na konferencji WallStreet. Ogromna satysfakcja. Do zobaczenia za rok w Karpaczu!





WallStreet 18 w pigułce

1024

uczestników

60

prezentujących
się spółek

68

partnerów

40

wykładów

9

paneli dyskusyjnych

Czas trwania

3 dni

18 edycja

Jedyna

Konferencja tego typu w Europie







Stowarzyszenie
Inwestorów
Indywidualnych **15^{LAT}**



konferencja
**Profesjonalny
Inwestor**



Chcieliście wrócić do Zakopanego,
spełniamy Waszą prośbę!

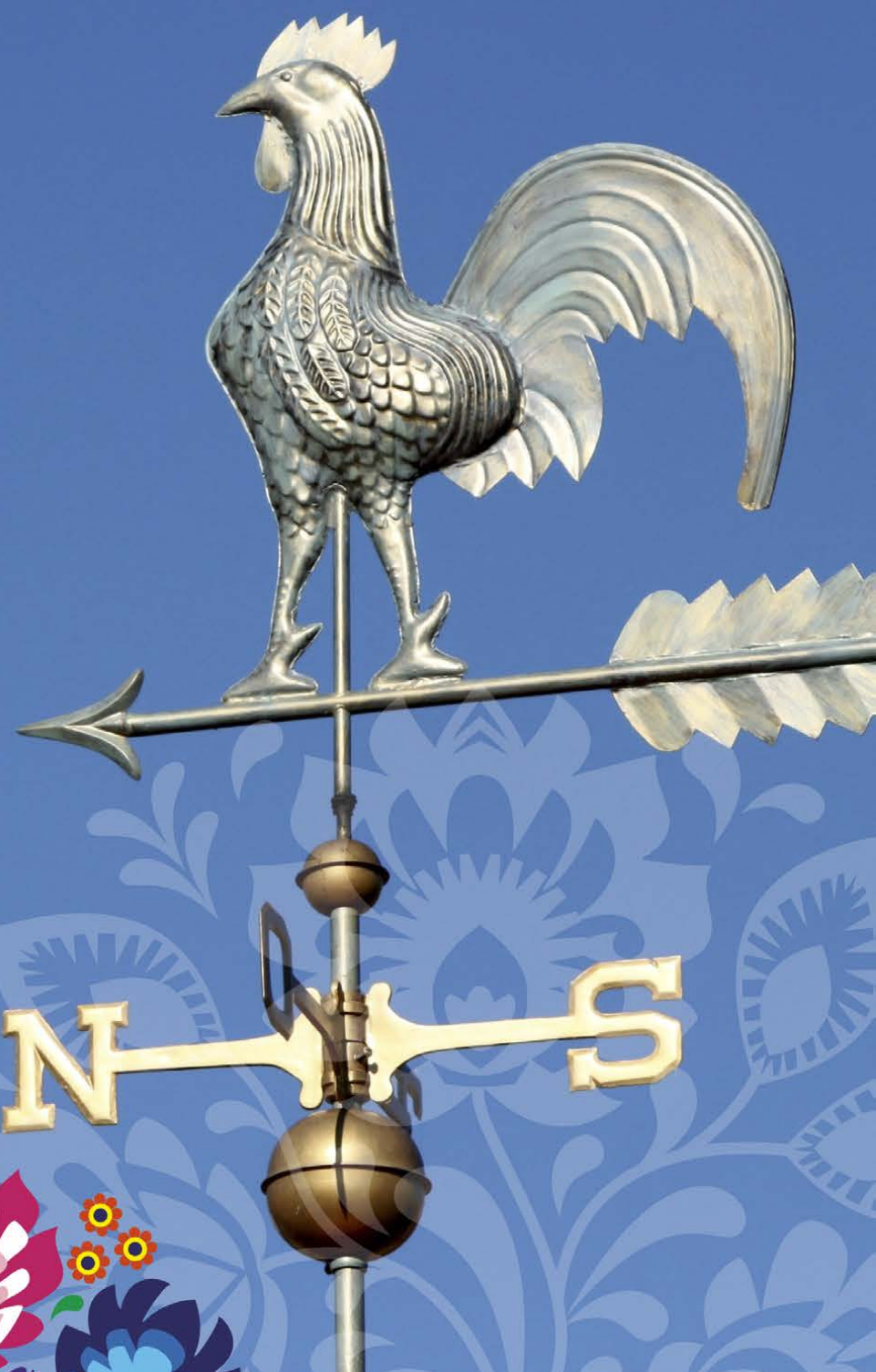
Konferencja **Profesjonalny Inwestor**

Tylko praktyka inwestowania

21-23 listopada 2014 r.
Mercure Kasprowy, Zakopane

Specjalnie na Waszą prośbę wracamy do Zakopanego, gdzie zaproszeni goście wprowadzą uczestników wydarzenia w tajniki inwestowania na giełdzie. W tym roku, podobnie jak i w poprzednich latach, słuchacze spotkają się z najbardziej znanymi nazwiskami na rodzimym rynku kapitałowym. Nie zabraknie dużej ilości wiedzy, praktyki i emocji, które charakteryzują konferencje organizowane przez SII.

www.sii.org.pl/pi2014



Trend boczny na GPW z wyborem między ZUS i OFE w tle

ŁUKASZ POREBSKI
STOWARZYSZENIE INWESTORÓW INDYWIDUALNYCH

Inwestorzy z GPW nie mogą zaliczyć pierwszej połowy 2014 roku do udanych. Zwłaszcza w kontekście kontynuacji hossy na giełdach zachodnich. A przecież stopy procentowe pozostają na najniższym poziomie w historii, wzrost gospodarczy przyspiesza, a spółki wciąż mają spory potencjał do poprawy wyników. Co stoi zatem za marazmem na GPW?

Należy rozważyć kilka czynników ryzyka, które mogą stać za słabością warszawskiego parkietu, pomimo tego, że dno cyklu koniunkturalnego polska gospodarka ma już za sobą. Wśród nich znajdują się przede wszystkim: konflikt na Ukrainie (kolejne sankcje dla Rosji w związku ze wsparciem separatystów na wschodzie kraju), „afery taśmowa” oraz reforma OFE. Ten ostatni czynnik, wywołujący niepewność co do przyszłej skali odpływów

środków z funduszy emerytalnych, dużego gracza na GPW, oraz skali podaży ich akcji ma charakter lokalny. Z końcem lipca 2014 mija bowiem termin, który polski rząd wyznaczył obywatelom na podjęcie decyzji w sprawie oszczędzania na emeryturę. Należało w tym czasie zdecydować o pozostaniu w OFE lub w przeciwnym razie zostać automatycznie przeniesionym w całości do ZUS. Według szacunków, w OFE pozostanie maksymalnie 1 mln osób (około 6% vs pesymistyczne szacunki mówiące o 20-40% z końcówki zeszłego roku), co oznacza znaczące zmniejszenie ich roli na rynku. Przy takim założeniu w 2015 roku saldo napływów i odpływów środków będzie zbliżone do 0 – niższe składki i działanie „suwaka” zostanie zbilansowane z wpływami z odsetek od obligacji i dywidend. Zmniejszenie alokacji w akcje z obecnych około 85% do poziomu funduszy zrównoważonych powinno następować stopniowo. Negatywny efekt wywołuje



również ujemne saldo wpłat i wypłat z funduszy inwestycyjnych inwestujących w polskie akcje.

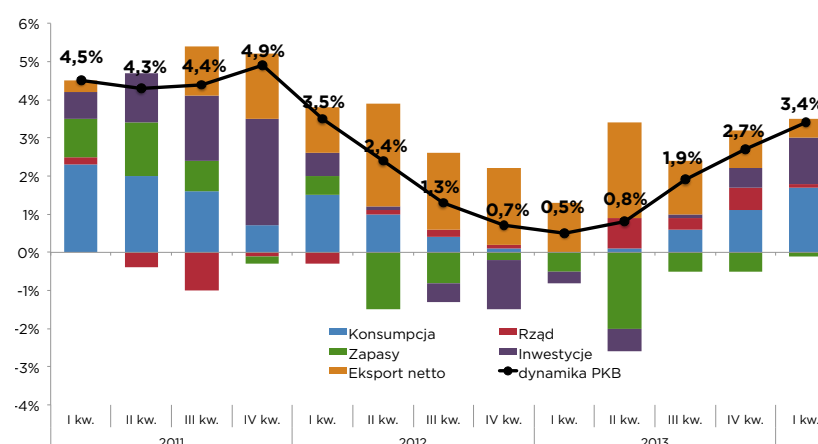
W związku z niską inflacją banki centralne wciąż utrzymują rekordowo niskie stopy procentowe. Przy czym sytuacja w strefie euro i USA jest zgoła odmienna. Z jednej strony Europejski Bank Centralny zapowiada uruchomienie programu skupu aktywów (na wzór amerykańskiego QE) w obawie przed deflacją, z drugiej Rezerwa Federalna stopniowo wygasza swój program w związku z dobrą sytuacją na tamtejszym rynku pracy i poprawą koniunktury (obniżenie skupu aktywów do 35 mld USD). Na czerwcowej konferencji rada EBC podjęła oczekiwane przez rynek kroki: obniżyła stopę referencyjną i depozytową o 10 pkt. bazowych (odpowiednio do poziomu 0,15% i -0,1%), wydłużyła okres obowiązywania niskiego kosztu pieniądza do końca 2016 oraz zapowiedziała dwie operacje płynnościowe mające wspomóc akcje kredytowe, a także rozpoczęcie prac nad projektem skupu instrumentów dłużnych ABS.

W pierwszym kwartale dynamika PKB przyspieszyła silniej od oczekiwań do 3,4% r/r, przy wyraźnym odbiciu popytu krajowego i nakładom inwestycyjnym oraz spadku kontrybucji eksportu netto. W drugim kwartale oczekuje się spowolnienia dynamiki wzrostu PKB ze względu na słabsze dane o dynamice produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, jednak w drugiej połowie roku powinna nastąpić poprawa. Dalsza faza ożywienia gospodarczego powinna pomagać spółkom osiągać

ponadprzeciętne wyniki finansowe, a następnie w związku z niedowartościowaniem akcji wyrwać GPW z marazmu. Dużą szansą dla polskiej gospodarki są wydatki związane z budową infrastruktury – środki unijne w perspektywie 2014-2020.

PKB w I kw.
+3,3%
r/r

Udział poszczególnych składowych w dynamice PKB



Mogłoby się wydawać, że zdecydowanie niższa od założeń budżetowych inflacja spowoduje problem dla finansów publicznych państwa. Jednak według danych Ministerstwa Finansów deficyt po pierwszej połowie roku jest niższy od zakładanego o 8 mld zł. Pozytywnie zaskoczyły dochody podatkowe, w tym VAT. Zadłużenie Skarbu Państwa wzrosło w maju do ponad 740 mld zł, tj. o 4,4% w stosunku do końca 2013 roku, po wyłączeniu efektu umorzenia obligacji w lutym 2014 w związku z reformą systemu emerytalnego (uwzględniając umorzenie dług publiczny spadł o 11,2%). Po załamaniu w ostatnich miesiącach obserwujemy odrodzenie rynku długu

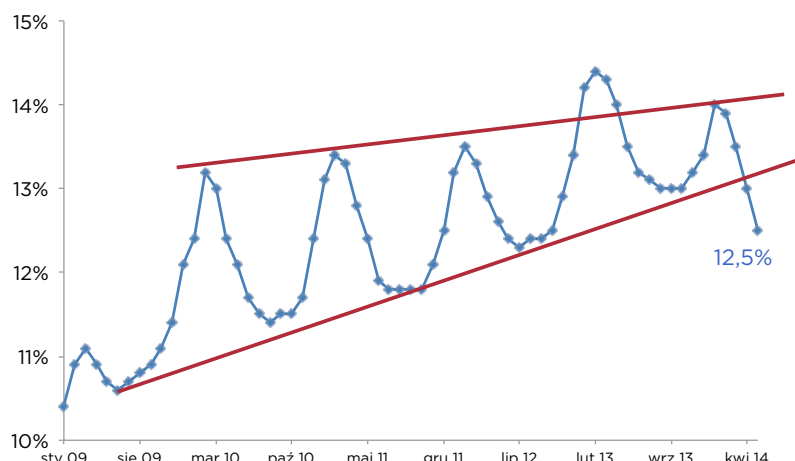
	WIG20	mWIG40	sWIG80	Saldo wpłat i umówień TFI	Saldo funduszy akcji	śr C/Z	śr C/WK
sty 14	-1,9%	2,3%	0,9%	+1,82 mld zł	+0,47 mld zł	17,5	1,42
lut 14	7,3%	2,7%	1,2%	+0,47 mld zł	+0,78 mld zł	17,8	1,44
mar 14	-2,2%	-4,2%	-5,7%	+0,33 mld zł	-0,72 mld zł	17,0	1,33
kwi 14	-0,9%	-1,9%	-3,3%	+3,76 mld zł	+0,01 mld zł	17,4	1,34
maj 14	0,3%	-1,2%	-1,2%	+0,83 mld zł	-0,14 mld zł	16,5	1,33
cze 14	-0,5%	-1,4%	-2,1%	+0,71 mld zł	-0,01 mld zł	15,8	1,32

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych izfa.pl i stooq.pl (wskaźniki dla spółek GPW)



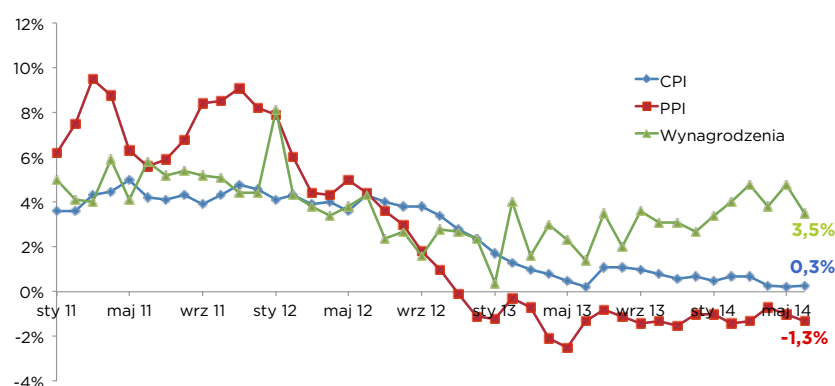
krajów południa Europy, gdzie od połowy 2013 roku trwa hossa.

Stopa bezrobocia



Sytuacja na rynku pracy ulega dalszej poprawie, przez co można wnioskować, że proces ten będzie wspierać rozwój polskiej gospodarki (i vice versa). W maju br. stopa bezrobocia spadła do poziomu 12,5%, a liczba bezrobotnych zarejestrowanych w urzędach pracy spadła poniżej 2 mln osób po raz pierwszy od października 2012. Choć ożywienie na rynku pracy przyspiesza, nie ma ono niestety zbyt dużego pokrycia we wzroście zatrudnienia, a raczej pracach sezonowych i wyrejestrowaniach z ewidencji. W okresie wakacyjnym stopa bezrobocia powinna spaść poniżej 12%. Co ciekawe według metodologii Eurostatu, która za bezrobotnych traktuje tylko osoby poszukujące pracę, stopa wynosi 9,6% (maj 2014).

Dynamika cen i wynagrodzeń

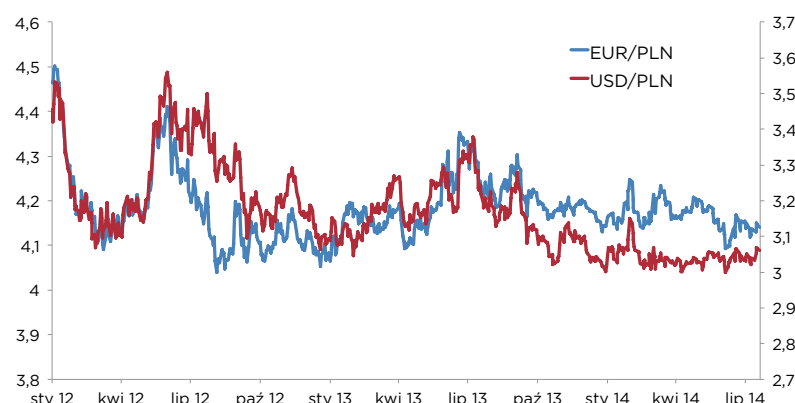


Po rekordowo niskim odczycie inflacji w maju (0,2% r/r) w czerwcu nastąpiło odreagowanie do poziomu

0,3% w skali roku. Oznacza to lekkie odskoczenie od poziomu zero, za którym jest deflacja. Przyczyn jest wiele: aprecjacja złotego, taniejące surowce a co za tym idzie produkty (żywność, energia i paliwa, wszelkie promocje). Co więcej brak wyraźnego wzrostu popytu konsumpcyjnego oraz inwestycyjnego, w tym na kredyt, nie powoduje presji inflacyjnej. Niestety wszystko wskazuje na to, że od lipca możemy mieć do czynienia ze spadkiem cen towarów i usług konsumpcyjnych. Sytuacja ta może doprowadzić do dalszych obniżek stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej lub przynajmniej pozostawienia ich na rekordowo niskim poziomie przez dłuższy okres czasu (prawdopodobnie przynajmniej do połowy 2015 roku). Obecny stan powoduje dalszą hossę na rynku długu, zresztą podobnie jak na całym świecie. To natomiast sprzyja zainteresowaniu funduszami obligacyjnymi. Dopiero silny impuls inflacyjny powinien odwrócić sytuację i powrót do łask akcji na warszawskim parkiecie.

Stopy proc. NBP bez zmian

Kursy walut (w PLN)

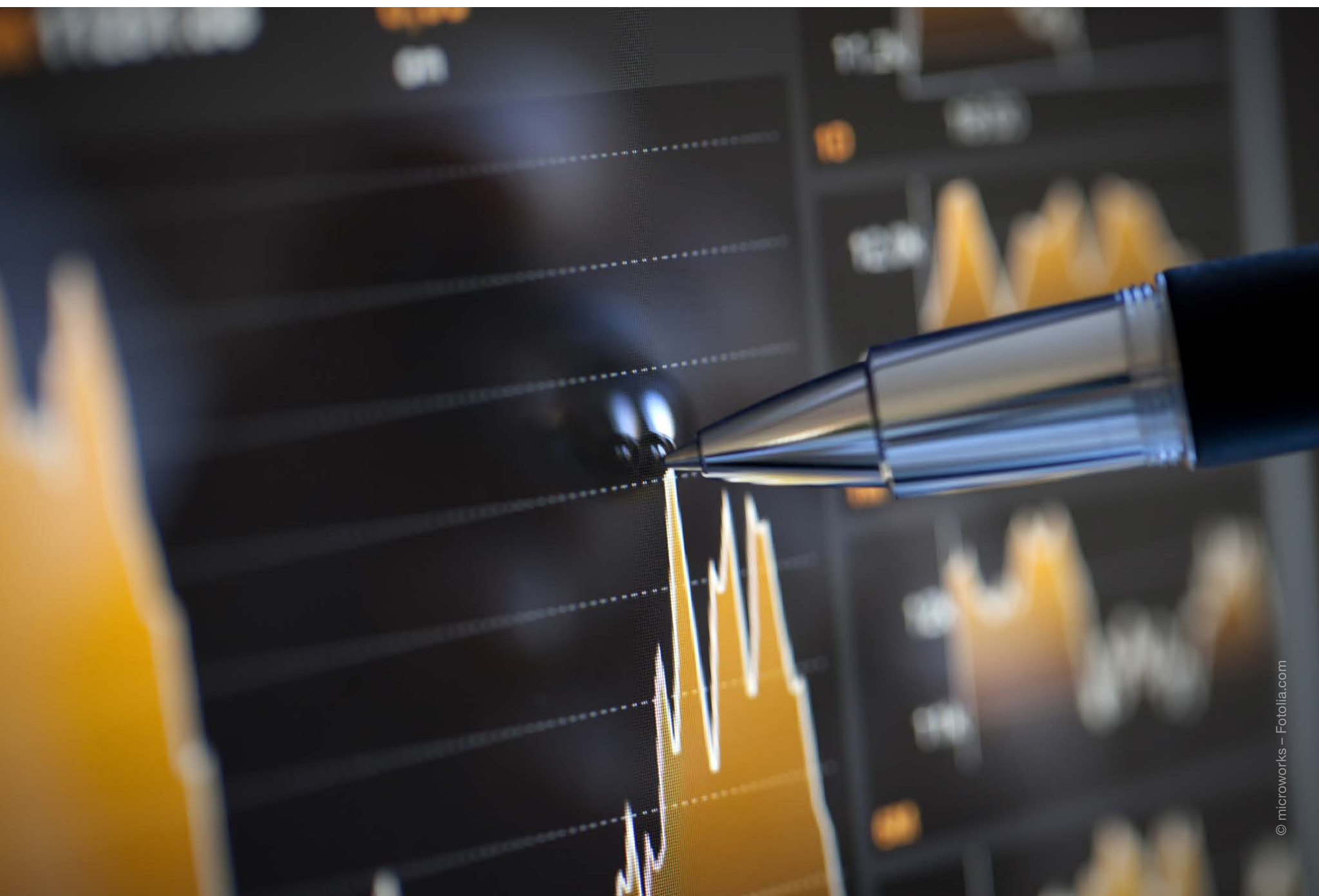


Kursy głównych par walutowych z PLN już od długiego czasu wykazują dużą stabilność. Aprecjacja polskiego złotego powinna jednak postępować ze względu na czynniki fundamentalne, m.in. niski deficyt na rachunku bieżącym, napływ inwestycji zagranicznych czy też ograniczenie nierównowagi w finansach publicznych. **A**



sprzedaż detaliczna (maj)	+3,8%	Wynik poniżej oczekiwań, jednak poprawa sytuacji na rynku pracy powinna sprzyjać poprawie lub utrzymaniu dynamiki w kolejnych miesiącach. Lepsza ocena sytuacji finansowej nie przekłada się jeszcze na większą skłonność do konsumpcji
nowe zamówienia w przemyśle (maj)	+8,6%	Spory spadek w stosunku do kwietnia (-18,1% m/m)
produkcja przemysłowa (czerwiec)	+1,7%	Wynik poniżej oczekiwań, świadczący o pewnego rodzaju zadyszce w związku z niższymi zamówieniami eksportowymi. W kolejnych miesiącach przewidywana jest poprawa wskaźnika.
produkcja budowlano-montażowa (czerwiec)	+8,0%	Dalsza poprawa sytuacji w budowlance, oznaczająca coraz większą liczbę podejmowanych robót.
wskaźnik PMI dla przemysłu (czerwiec)	50,3 pkt.	Kolejny spadek wskaźnika wyprzedzającego koniunkturę, praktycznie do granicy 50 pkt. oznacza brak poprawy warunków w przemyśle. Słabsze dane zostały opublikowane również dla Niemiec i strefy euro, ale lepsze dla Chin

dane procentowe w skali roku



Poprawia się jakość komunikacji spółek podczas walnych zgromadzeń. Podsumowanie „Akcji WZ” 2014

WYWIAD Z PIOTREM CIEŚLAKIEM,
WICEPREZESEM ZARZĄDU STOWARZYSZENIA
INWESTORÓW INDYWIDUALNYCH

Michał Masłowski: Szczyt Akcji WZ za nami. Jak można ocenić tegoroczne efekty Akcji?

Piotr Cieślak, Wiceprezes Zarządu Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych:

Tegoroczną „Akcję WZ” niewątpliwie należy ocenić pozytywnie. Pewne jest, że poprawiła się jakość komunikacji spółek podczas obrad walnych zgromadzeń, szczególnie względem poprzednich lat. Pokazuje to jedynie, że coroczna praca Stowarzyszenia nie idzie na marne. SII uczestniczyło w ostatnich miesiącach w łącznie blisko 30 walnych zgromadzeniach. Oczywiście liczba ta w drugim półroczu zapewne wzrośnie. Stowarzyszenie uczestniczyło w obradach spółek zarówno z NewConnect, jak i WIG 30. Większość odwiedzonych podmiotów stanowiły jednak małe i średnie spółki notowane na GPW. Zatem przekrój spółek jest dość szeroki. Niestety, podobnie jak w poprzednich latach pod względem frekwencji nie dopisali inwestorzy indywidualni. Ich obecność na walnych to wciąż bardzo duża rzadkość. Niemniej bardzo często brakowało na walnych również inwestorów finansowych, szczególnie tych, którzy mają w spółkach pakiety nieprzekraczające progu 5% głosów.

”

Inwestorzy dużo krzyczą, ale na forach internetowych. Gdy trzeba się wykazać i jechać na walne, ta aktywność zamiera.

”

O co najczęściej pytało SII?

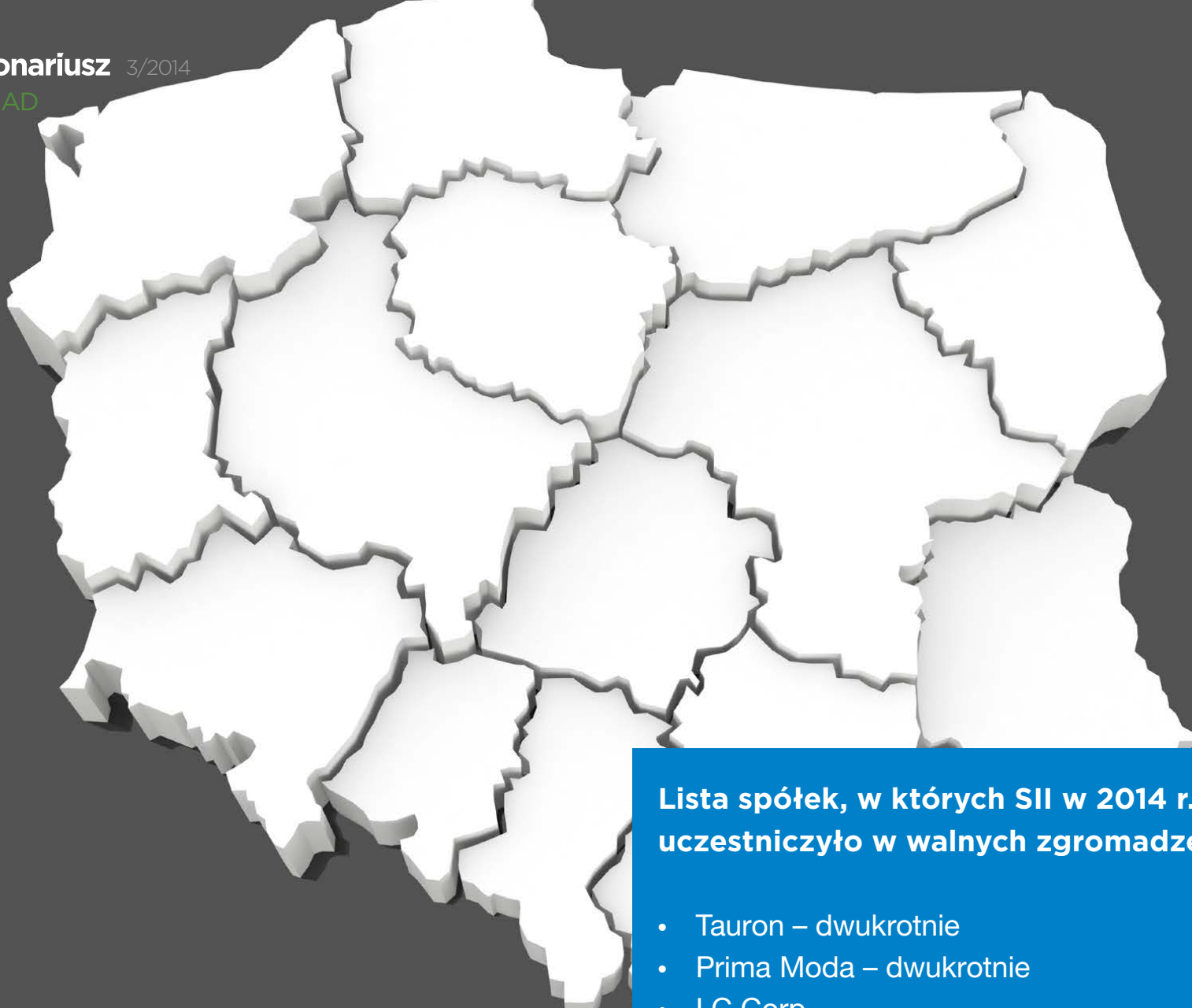
SII kierowało do zarządów spółek przede wszystkim pytania, które były zgodne z przedmiotem obrad. Dotyczyły one zatem najczęściej sytuacji biznesowej spółki, w tym istotnych spraw, nie zawsze w wystarczającym stopniu wyjaśnionych w sprawozdaniu finansowym, czy też sprawozdaniu

zarządu. Pytania kierowane przez SII dotyczyły również spraw problematycznych, zgłaszanych między innymi przez inwestorów i członków Stowarzyszenia. Zdarzało się, że zarządy spółek chętne były do rozmów także na temat sytuacji bieżącej firmy, oczywiście w takim zakresie jakim umożliwiają obowiązujące przepisy.

Czy są spółki, które można w jakiś szczególny sposób wyróżnić? Czy SII często spotykało się z odmową udzielenia odpowiedzi?

Generalnie większość z odwiedzonych spółek sprostała wymaganiom i pytaniom stawianym przez SII. Czasami odpowiedzi były mniej, a czasami bardziej rozbudowane. Niemniej większość z nich pozwalała w wystarczającym stopniu wyjaśnić kwestie poruszane w pytaniach zadawanych przez SII. Stąd wyjątkowo w tym roku trudno kogoś w jakiś szczególny sposób wyróżnić. Z odmową odpowiedzi oczywiście również się spotkaliśmy, jak choćby w przypadku spółek Prima Moda, czy TelForceOne. Warto wspomnieć, że TelForceOne bez wątplenia w codziennej komunikacji i relacjach z inwestorami wyróżnia się zdecydowanie na plus. Niemniej podczas obrad, choć Zarząd na sporą część pytań odpowiedział, to odpowiedzi na pytanie najbardziej nurtujące inwestorów nie przekazał, zasłaniając się tajemnicą handlową. Podobnie było w przypadku wspomnianej Prima Mody. Spółka przekazała wiele wyjaśnień, ale w najbardziej problematycznym punkcie również powołała się na tajemnicę handlową. Z kolei spółka Tim odpowiedziała na część pytań podczas obrad, ale zadeklarowała, że na pytania dotyczące koncentracji odpowiedzi przekaże stosownym raportem bieżącym. Rzeczywiście raport informujący o zawiązaniu spółki EL-IT S.A. ukazał się miesiąc po ZWZ. Spółka mogła jednak przekazać więcej informacji na temat zawiązanej spółki. Należy w tym miejscu również podnieść, że przepisy KSH pozwalają oczywiście spółkom na odmowę odpowiedzi, między innymi w sytuacjach





kiedy w wyniku ujawnienia tajemnicy handlowej mogłoby dojść do wyrządzenia spółce szkody. Niemniej wydawać się może, że w szczególnie problematycznych, czy też kontrowersyjnych kwestiach Zarządy spółek powinny zrobić wszystko, aby przynajmniej w części rozwiązać obawy i wątpliwości akcjonariuszy.

Pytanie co z aktywnością inwestorów indywidualnych na walnych? Czy widać w tym zakresie poprawę względem poprzednich lat?

Jak się okazuje, inwestorzy indywidualni tak jak nie uczestniczyli we wcześniejszych latach w walnych zgromadzeniach, tak nie robią tego nadal, mimo, że nierzadko jest to dla nich jedyny moment, w którym mogą bezpośrednio porozmawiać z zarządem na temat sytuacji spółki, oczywiście w zakresie objętym porządkiem obrad. Dziwić może czasami taka postawa, szczególnie w przypadku kiedy fora danej spółki uginają się pod ilością treści

Lista spółek, w których SII w 2014 r. uczestniczyło w walnych zgromadzeniach:

- Tauron – dwukrotnie
- Prima Moda – dwukrotnie
- LC Corp
- Getin Holding
- PGS Software
- Asseco Poland
- Power Media
- TIM
- Sonel
- EMC Instytut Medyczny
- Tarczyński
- AmRest
- Selenia
- GPF Causa
- KGHM
- EUC Europejskie Centrum Odszkodowań
- Kogeneracja
- Delko
- Giełda Papierów Wartościowych
- Black Point
- Rawlplug
- CCC
- Libet
- TelForceOne
- Precious Metals Investments



”

Aby inwestorzy masowo zaczęli uczestniczyć w walnych trzeba podjąć mnóstwo działań edukacyjnych. Tu z pewnością ważna jest rola wszystkich instytucji rynku kapitałowego.

”

krytykujących poczynania władz, a w momencie kiedy wystarczy się zarejestrować i np. przekazać pełnomocnictwo SII lub innemu akcjonariuszowi, który wybiera się na walne, odzew jest symboliczny, a ilość akcjonariuszy, którzy decydują się na taki krok z reguły można policzyć na palcach jednej ręki.

Co musi się wydarzyć, aby inwestorzy indywidualni zmienili swoją postawę?

Stowarzyszenie od lat organizując „Akcję WZ” stara się przede wszystkim uświadamiać inwestorom rolę, jaką w życiu każdego z nich powinno odgrywać korzystanie z praw korporacyjnych. Wystarczy spojrzeć na rynki zagraniczne, gdzie świadomość odpowiedzialności za zainwestowany kapitał jest zdecydowanie większa, a to z kolei przekłada się na niewspółmiernie większe zainteresowanie uczestnictwem w takich obradach. Tymczasem, w Polsce co ciekawe nie dostrzega się ponadprzeciętnie dużej aktywności inwestorów nawet w spółkach, do których inwestorzy mają uwagi i zastrzeżenia. Pojawia się zatem pytanie, czy taka sytuacja kiedyś się zmieni. Oczywiście Stowarzyszenie chciałoby, aby tak się właśnie stało. Podejmuje w tym celu liczne działania. Niemniej można odnieść wrażenie, że w pierwszej kolejności sam inwestor musi sobie uświadomić, że warto walczyć i korzystać ze swoich praw. Być może kolejne problemy w spółkach, których oczywiście nikomu nie można życzyć, sprawią, że w końcu postawa bierności ulegnie zmianie. Wydawać się jednak może, że powinno dojść także do szerokiej kampanii informacyjnej i edukacyjnej, w którą

powinny być zaangażowane również kluczowe instytucje rynku kapitałowego. Im większa byłaby grupa inwestorów, którzy angażują się aktywnie w życie spółki, choćby przez aktywność na walnych zgromadzeniach, tym mniej pracy powinny mieć instytucje nadzorujące rynki akcji.

W jaki sposób SII próbuje przekonać inwestorów do większej aktywności na walnych?

Jednym z takich sposobów jest właśnie realizowana przez Stowarzyszenie od kilku lat „Akcja WZ”. W ramach tego projektu nie tylko zachęcamy inwestorów indywidualnych do udziału w walnych zgromadzeniach, ale również edukujemy tę grupę uczestników rynku o ich prawach, a przede wszystkim przekonujemy i udowadniamy, że warto brać udział w walnych zgromadzeniach. Pokazujemy inwestorom, że Walne to nie tylko niezwykle cenne dotarcie do zarządu i możliwość bezpośredniej komunikacji, ale także możliwość wpływu na losy spółek. Choć z pozoru wydawać się może, że inwestor indywidualny ma zbyt mały udział w spółce, aby osiągnąć sukces na walnym, to jednak praktyka pokazuje, że czasami wystarczy udział akcjonariuszy dysponujących łącznie około 5-6% głosów, aby można było doprowadzić do zablokowania niekorzystnych uchwał, np. emisji akcji. Oczywiście, od lat również w różnych środkach masowego przekazu promujemy inicjatywę świadomego korzystania ze swoich praw, promujemy udział w walnych, a co ważne licznymi przykładami udowodniliśmy również, że nie mając kontroli nad spółką można osiągnąć podczas walnego zgromadzenia oczekiwany cel.

A co z inwestorami finansowymi? Czy brali udział w walnych, w których uczestniczyło SII? Czy byli stroną aktywną podczas obrad?

Inwestorzy finansowi tradycyjnie podczas niekonfliktowych zgromadzeń pozostawali bierni,

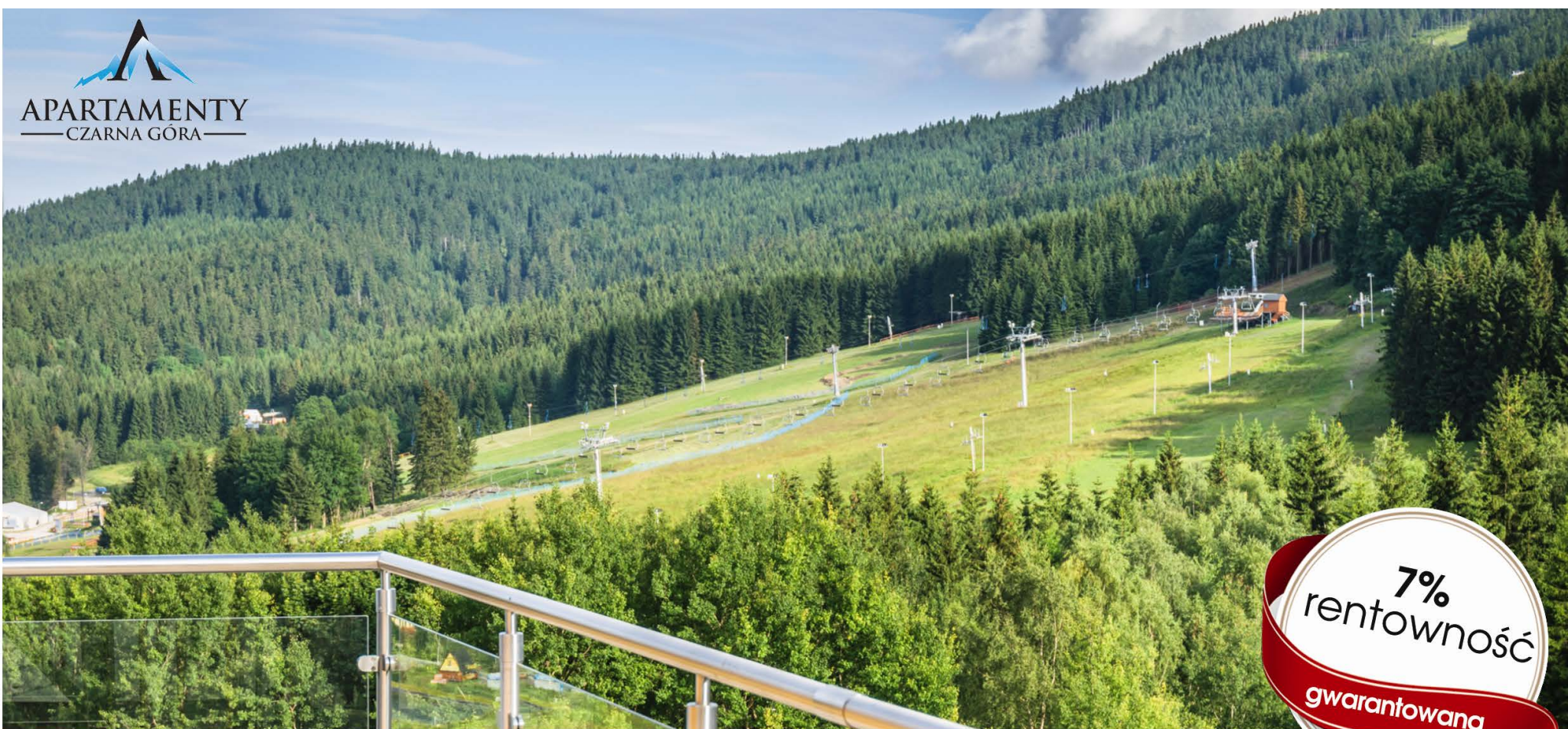


ograniczając się wyłącznie do głosowania. Ta grupa inwestorów częściej wykazywała aktywność jeszcze przed rozpoczęciem obrad, proponując np. zmianę projektu uchwały w zakresie podziału zysku. Co ciekawe rzadko można było spotkać na walnych przedstawicieli akcjonariuszy finansowych dysponujących oficjalnie pakietem np. 3 czy 4% w kapitale zakładowym spółki. Dziwić może taka sytuacja. Co równie ważne, to choć inwestorzy finansowi przez lata wykazywali bierną postawę również względem decyzji podejmowanych przez spółki, to jednak w ostatnich latach sytuacja się zmienia, oczywiście na plus. Instytucje zrozumiały, że mogą mieć wpływ na sytuację w spółce, że mogą wywierać presję na zarządach na respektowanie swoich praw, a więc i pośrednio także praw swoich klientów, z reguły inwestorów indywidualnych.

Zatem w tym zakresie oczywiście należy się instytucjom duża pochwała.

Czy w drugiej połowie roku SII pozostanie aktywne na płaszczyźnie uczestnictwa w walnych zgromadzeniach?

Jak najbardziej. SII również w kolejnych miesiącach będzie aktywnym uczestnikiem walnych zgromadzeń. Niemniej ilość odwiedzonych spółek na pewno zmniejszy się, z racji tego, że szczyt sezonu walnych już za nami. SII będzie z uwagą analizowało zgłoszenia napływające od inwestorów, w tym także informacje rynkowe i w zależności od zasadności będzie decydować o udziale w danym zgromadzeniu. Zachęcamy także inwestorów do zgłoszeń i dzielenia się swoimi uwagami. **A**



Apartamenty Czarna Góra - apartamenty inwestycyjne z własnym ośrodkiem narciarskim - tylko 100m od stoku!

CONDOHOTEL

Luksusowy obiekt z basenem, SPA, restauracją i centrum konferencyjnym

tel. 697 913 412

APARTAMENTY

Gotowe apartamenty z wypłatą od razu stopą zwrotu

www.apartamenty.czarnagora.pl



Stowarzyszenie
Inwestorów
Indywidualnych



Ogólnopolskie
Badanie
Inwestorów

Hej!
Wypełnij ankietę OBI



Weź udział w XII edycji badania inwestorów

Daj znać o swoich potrzebach i preferencjach
przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

Wygraj nagrodę i zgarnij gwarantowany bonus!

www.sii.org.pl/obi

PARTNER MERYTORYCZNY

PARTNERZY STRATEGICZNI



GIEŁDA PAPIERÓW
WARTOŚCIOWYCH
W WARSZAWIE



PROJEKT ORGANIZOWANY W RAMACH PROGRAMU



PARTNER



GŁÓWNY PARTNER MEDIALNY



PARTNERZY MEDIALNI



Z życia SII



Drugi kwartał roku to dla Zespołu SII przede wszystkim czas intensywnej pracy nad przygotowaniem największego spotkania inwestorów w Polsce, Konferencji WallStreet, która odbyła się w dniach 6-8 czerwca 2014 r. Nie zapomnieliśmy jednak o innych projektach.



Herosi Rynku Kapitałowego

W marcu ogłosiliśmy plebiscyt na Herosów Rynku Kapitałowego 2014. W 2 kategoriach nominowani zostali:

- dziennikarze: Katarzyna Kucharczyk (GG Parkiet), Kamil Zatoński (Puls Biznesu), Krzysztof Berenda (RMF FM), Maciej Samcik (Gazeta Wyborcza), Marek Tejchman (TVN24 Biznes i Świat).
- spółki: PZU S.A., Grupa Azoty S.A., Global City Holdings N.V., LW Bogdanka S.A., Tauron Polska Energia S.A., Atende S.A., Serinus Energy Inc. i Grupa Duon S.A.

Konkurs trwał do 18 maja 2014 r., a wręczenie pamiątkowych statuetek odbyło się podczas Konferencji WallStreet. Głosami inwestorów indywidualnych zwyciężyli **Maciej Samcik** i **Grupa Azoty S.A.** Ze względu na wyrównany poziom głosów SII postanowiło przyznać również 2 wyróżnienia dla spółek **PZU S.A.** i **Tauron Polska Energia S.A.**



Ze spółek

Spółki giełdowe chętnie komunikują się za pomocą strony SII ze swoimi akcjonariuszami i klientami. Dzięki nam, zainteresowane osoby mogły dowiedzieć się o następujących sprawach:

- Bardzo dobre wyniki Grupy Atende w 2013 roku!
- Publiczna emisja obligacji Zortrax – spółki z branży druku 3D
- Wywiad z Tomaszem Basińskim, Wiceprezesem Zarządu Eurotel SA
- Przychody Grupy Eurotel za 2013 r. wzrosły do 137 mln zł, wszystkie spółki zależne z lepszymi rezultatami niż rok wcześniej
- Oferta publiczna akcji PRIME CAR MANAGEMENT S.A.
- Prime Car Management S.A. w drodze na GPW – wywiad z Jerzym Kobylńskim, Prezesem Zarządu spółek z Grupy Masterlease
- BEST emituje obligacje by szybciej rosnać
- Zortrax – Pierwsza spółka z branży druku 3D, która podbiła amerykańskie parkiety wkracza na polski rynek kapitałowy
- ATM S.A. rośnie szybciej niż rynek centrów danych w Polsce
- Publiczna emisja obligacji LZMO S.A. Zainwestuj w nowy polski przemysł!
- Eurotel – przychody i zyski spółki w górę,

skonsolidowany wynik Grupy niższy; spółka liczy na usługi bankowe w T-Mobile

- Publiczna emisja akcji Baltic Ceramics Investments S.A. Uwalniamy potencjał ukryty głęboko w ziemi!
- Trwa oferta publiczna Multimedia Polska SA – wywiad z Prezesem Zarządu Andrzejem Rogowskim
- Trwa oferta publiczna spółki Multimedia Polska S.A.
- Zainwestuj w chemię! Pierwsza oferta publiczna akcji PCC Rokita
- Zarząd Eurotela spotkał się z inwestorami indywidualnymi 24 czerwca
- Zapisy na akcje Torpol 25-27 czerwca 2014 r.
- SII pomogło również zorganizować dzień otwarty w ENEL-MED S.A., który odbył się 19 maja w budynku GPW. Zarząd Spółki przedstawił inwestorom wyniki finansowe po pierwszym kwartale br., oraz zaprezentował placówki medyczne pracujące na wyniki finansowe spółki.
- Podobną współpracę podjęliśmy z Capital Park S.A. pomagając w organizacji Pierwszego Dnia Inwestora w spółce (24.06.2014 r.).
- 25 czerwca 2014 r. odbyło się Zwyczajne Walne Zebranie Członków Stowarzyszenia, na którym udzielono absolutorium przedstawicielom Zarządu SII.



Wydarzenia

Już we wrześniu spotykamy się na II Igrzyskach Rynku Kapitałowego – **Capital Market Games**, które odbędą się w dniach 19-21 września br. na terenie Centralnego Ośrodka Sportu w Zakopanem. Dla osób lubiących sportową rywalizację przygotowaliśmy również możliwość wzięcia udziału w Tour de Pologne Amatorów (8 sierpnia 2014 r.). Weź udział w imprezie i poczuj się jak zawodowy kolarz – tę samą rundę kilka godzin później pokona peloton 71 Tour de Pologne UCI World Tour. Pokonaj malowniczą trasę na dystansie 38 km – po drodze kultowe podjazdy takie jak Ząb czy Gliczarów Górny. Poczuć wyjątkową, kolarską atmosferę!



Newsroom

W drugim kwartale rozwinęliśmy dział Newsroom. Analitycy SII na bieżąco komentowali wydarzenia, którymi żył rynek kapitałowy, dostarczając członkom SII wielu cennych informacji. Poruszyli m.in. temat konfliktu na Krymie, wyboru między ZUS a OFE czy dywidend. Zapraszamy do lektury!



Podcast



W ostatnim czasie w Podcaście „Echa rynku” poruszyliśmy tematy:

- Na rynku zostają tylko kontrakty z mnożnikiem 20. Czy to dobrze dla inwestorów? Dobrze!
- Energa i ABC Data płacą wysokie dywidendy.
- PGE, Energa, Tauron i Enea, czyli spółki energetyczne na fali.
- Afera taśmowa i insider trading w spółce Point-Group. CD Projekt i CI Games, czyli o branży gier komputerowych słów kilka.
- Rynek usług mobilnych w Polsce – wywiad z Tomaszem Basińskim Wiceprezesem Zarządu Eurotel S.A.



NEW/connect
RYNEK AKCJI GPW

Biuletyn NewConnect

Dzięki współpracy SII z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. co dwa tygodnie powstaje elektroniczny Biuletyn NewConnect. Zawarte są w nim najciekawsze informacje z Małej Giełdy. W drugim kwartale znalazły się w nim również analizy spółek: Planet Soft, CSY, Elektromont i Mode.



Czat inwestorski

Czaty inwestorskie cieszyły się dużym zainteresowaniem inwestorów. Każde spotkanie dawało możliwość zadania pytań bezpośrednio przedstawicielom spółki. Z inwestorami spotkały się spółki:

Grupy Duon (Wyniki Grupy DUON za 2013 rok oraz perspektywy rozwoju Grupy), Grupy PZU (Omówienie wyników finansowych Grupy PZU za rok 2013), Grupy Tauron (Wyniki Grupy TAURON za 2013 r.), LW Bogdanka (LW Bogdanka po 2013r.), Capital Park (Wyniki finansowe za 2013 r.), Serinus Energy (Podsumowanie wyników finansowych po 2013 roku), Eurotel SA (Podsumowanie wyników finansowych po 2013 roku), INTERSPORT Polska SA (Omówienie wyników za 2013 rok oraz wstępne podsumowanie I kwartału 2014 roku), MFO S.A. (Podsumowanie I kwartału 2014 roku), VOTUM S.A. (Podsumowanie roku 2013 i strategia na kolejne lata), LW Bogdanka (Wyniki spółki po I kw. 2014 r.), Grupa AMBRA (Wyniki finansowe za III kwartał 2013/2014 r.), PKO Bank Polski SA (Omówienie wyników finansowych za

1 kwartał 2014 roku oraz perspektywy rozwoju Banku), LZMO S.A. (Publiczna emisja obligacji), Czerwona Torebka (Strategia rozwoju Grupy Handlowej), Grupy Kapitałowej Redan (Czat inwestorski – omówienie wyników za I kwartał 2014 r.), IMS SA (Rekordowe wyniki w I kw. 2014 i plany przejścia na rynek główny), Grupa Azoty (Po wynikach finansowych za I kwartał 2014), Grupa Kapitałowa Pragma Inkaso S.A. (I kwartał 2014 – pierwsze efekty wprowadzonej strategii przebudowy modeli biznesowych spółek), Grupa PZU (Omówienie wyników finansowych za 1 kwartał 2014), Peixin International Group N.V. (Oferta publiczna akcji), Grodno SA (Oferta publiczna akcji).



Edukacja i analizy

- W dniach 6-8 czerwca 2014 r. odbyła się 18 edycja Konferencji WallStreet, na której świętowaliśmy 15-lecie istnienia SII. Wśród wielu znamienitych gości pojawił się między innymi dr Jan Kulczyk, którego prelekcja cieszyła się ogromnym powodzeniem. Dziękujemy za udział w tym wydarzeniu i zapraszamy za rok!
- W drugim kwartale kontynuowaliśmy projekt Portfel SII. Początkowo spadki na warszawskiej giełdzie negatywnie odbiły się na wartości naszego Portfela. W pierwszych dwóch tygodniach marca stopa zwrotu obniżyła się z poziomu niemal 20 procent do poziomu około 16 procent. W kwietniu nastąpiła rewizja spółek w Portfelu SII – ABC Data, Bogdanka, Duon. Maj przyniósł ocenę bieżącej sytuacji i perspektyw spółek z Portfela SII (Elemental, Magellan, Rawlplug, Redan). Ostatnie tygodnie uwiadamiają słabość polskiego rynku akcji na tle zagranicznych parkietów. Gdzie należy doszukiwać się przyczyn takiego stanu rzeczy i czego można

dalej oczekiwać – tego dowiedzieć się można śledząc Portfel SII.

- Akcjonariusz 1/2014 ukazał się w marcu. Poruszyliśmy w nim tematy: Spółki zagraniczne w niełasce inwestorów; Wikana korzysta z koniunktury na rynku deweloperskim małych miast. Wywiad ze Sławomirem Horbaczewskim, Prezesem Zarządu Wikana S.A; ABC Inwestora: Inwestuj małe kwoty; 7 rzeczy, które powinieneś wiedzieć o podatku giełdowym. W opublikowanym w maju nr 2/2014 poruszono zagadnienia ABC Data sięga po rynki zagraniczne; Grosz do grosza, czyli hazard zamiast inwestowania; Deutsche Telekom wykorzystuje wieloletnią tradycję inwestowania na giełdzie w Niemczech; 6 rzeczy, które każdy inwestor powinien wiedzieć o dywidendzie; Relacje inwestorskie po polsku.



Webinary

W marcu rozpoczęliśmy cykl bezpłatnych webinarów „Oswoić FOREX”. Szkolenia mają na celu przygotowanie uczestników do samodzielnej gry na rynku. Za nami już:

- Wprowadzenie do FOREX (19.03.2014).
- Pierwsze kroki na realnym rynku (16.04.2014).
- Poznajemy platformę MetaTrader4 (12.05.2014).
- Budujemy efektywny Trading Plan (11.06.2014).

Tematykę rynku poruszyliśmy również w artykułach z cyklu „Oswoić FOREX” (m.in. tygodniowe analizy rynku, dodatki edukacyjne).

Nadal badaliśmy Indeks Nastrojów Inwestorów. Jak kształtował się procent inwestorów byków, niedźwiedzi i neutralnych odnośnie kierunku rynku giełdowego przez następne 6 miesięcy.



WEBINAR

Atrakcyjne Spółki, Ciekawe Spółki

W ramach codziennych podsumowań ATrakcyjnych Spółek analitycy SII opublikowali 54 analizy giełdowe. W wyniku głosowania wśród członków Stowarzyszenia, analitycy SII w ramach cyklu Ciekawe Spółki przygotowali analizy:

Ciekawe spółki:

- LW Bogdanka – specjalista zyskownego wydobycia węgla
- EuCO – jak zarobić w branży odszkodowań
- JSW – Jak dekoniumtura wpływa na znaczącego producenta koksu w Europie
- Mercator Medical – znaczący producent rękawic medycznych
- CD Projekt – rynek wyczekuje na sukces Wiedźmina 3
- Alior Bank – jeden z liderów innowacyjności w polskiej bankowości

Raporty IPO:

- Raport IPO Torpol – duży gracz w branży infrastruktury kolejowej wchodzi na giełdę

Raporty specjalne:

- Neuca-Pelion – porównanie dwóch gigantów w branży farmaceutycznej
- Podsumowanie I kwartału 2014 r. w branży deweloperskiej
- Kruk – lider zarządzania wierzytelnościami



Ogólnopolskie Badanie Inwestorów 2014

W drugim kwartale rozpoczęliśmy XII edycję Ogólnopolskiego Badania Inwestorów, którego wyniki posłużą do stworzenia profilu inwestora indywidualnego w Polsce. Do tej pory ankietę wypełniło kilka tysięcy osób. Weź udział w Badaniu – wygraj iPada Mini i zgarnij bonus! Zapraszamy.



Przewodnik edukacyjny

W czerwcu ukazało się kolejne e-wydanie Przewodnika edukacyjnego „Z kim i gdzie po rynku kapitałowym 2014/2015”. Publikacja stanowi zestawienie programów edukacyjnych, a jej celem jest popularyzacja inwestowania oraz wyrównanie poziomu wiedzy finansowej w Polsce.



Zniżki

W ofercie udogodnień dla członków SII pojawiła się nowa pozycja – zniżka na prowizje w Domu Maklerskim BPS. Jesteś klientem DM BPS – sprawdź, co możesz zyskać!



Dział interwencji

W drugim kwartale 2014 roku Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych przeprowadziło kolejną już edycję projektu „**Akcja WZ**”, którego jednym z głównych celów jest aktywizacja mniejszościowych akcjonariuszy oraz edukacja o ich prawach korporacyjnych. W jego ramach przedstawiciele Stowarzyszenia wzięli **udział w obradach walnego zgromadzenia ponad dwudziestu giełdowych spółek**, podczas których każdorazowo zadawali osobom zarządzającym ciekawe pytania odnoszące się do działalności firmy i jej perspektyw. Wybór konkretnych emitentów w dużej mierze zależał od samych inwestorów, którzy mogli zgłaszać swoje propozycje, a ostatecznie Stowarzyszenie odwiedziło następujące spółki: LC Corp, Getin Holding, PGS Software, Asseco Poland, Power Media, TIM, Sonel, EMC Instytut Medyczny, Tauron, Tarczyński, AmRest, Seleno FM, GPF Causa, Prima Moda, KGHM, Europejskie Centrum Odszkodowań, Kogeneracja, Delko, GPW, Black Point, Rawlplug, CCC, Libet, TelForceOne.

W tym samym czasie Stowarzyszenie udzieliło **kilkaset porad prawnych z zakresu rynku kapitałowego**, a także podejmowało liczne aktywności na rzecz bezpieczeństwa obrotu giełdowego i w interesie inwestorów indywidualnych.

W związku z dokonanymi anulowaniami akcji spółek CEDC oraz Nova KBM, w wyniku których dotychczasowi akcjonariusze pozbawieni zostali posiadanych aktywów bez jakiegokolwiek rekompensaty i bez możliwości kwalifikacji wydatków poniesionych na zakup tych papierów wartościowych jako kosztu dla celów podatkowych, na przełomie marca i kwietnia Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych zwróciło się do Ministra Finansów z **wnioskiem o zmianę niekorzystnych dla inwestorów przepisów ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych**.

Ponadto w maju bieżącego roku Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych przekazało Ministerstwu Finansów swoje **stanowisko w sprawie zaproponowanego projektu zmian w ustawie o ofercie publicznej**, w tym w szczególności w zakresie wezwań na akcje, a także **stanowisko odnoszące się do propozycji zmian dyrektyw 2007/36/WE i 2013/34/WE** w zakresie zachęcania akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania oraz w zakresie określonych elementów oświadczenia o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego.



Energetyka dała zarobić w I półroczu 2014 r.

RAFAŁ IRZYŃSKI
STOWARZYSZENIE INWESTORÓW INDYWIDUALNYCH

Branża energetyczna w ostatnim roku jest wyróżniającym się sektorem na całej GPW. Index WIG Energia w okresie lipiec 2013 r. – lipiec 2014 r. wzrósł o ponad 30%. Największy przedstawiciel sektora – PGE (ma niemal połowę udziału w indeksie) w tym samym czasie zwiększył swoją kapitalizację również o około 30%, a w dodatku „po drodze” wypłacił dywidendę w kwocie 1,10 zł na jedną akcję, co oznaczało ponad 5-cio procentową stopę dywidendy. Wzrost kursu akcji wykorzystał też główny akcjonariusz – Skarb Państwa, który sprzedał 3,5% pakiet akcji po cenie 20,25 zł za jedną akcję. Można zaryzykować zatem stwierdzenie, że gdyby nie ta podaż, kurs mógłby być jeszcze wyżej, gdyż przed ofertą Skarbu Państwa przebiegał poziom 22 zł. Równie imponujące stopy zwrotu osiągnęli

akcjonariusze Energi, którzy zakupili akcje w ofercie publicznej w grudniu zeszłego roku. Wówczas mogli to uczynić po 17 zł za akcję, a już po 8 miesiącach kurs osiągnął 21 zł. Również w tym przypadku akcjonariusze otrzymali dywidendę za rok 2013, która wyniosła 1 zł na akcję (minus podatek od dywidendy). Opierając się na tych liczbach stopa zwrotu z inwestycji w Enerę wyniosła 28%. Nieco gorzej wypadły dynamiki wzrostu pozostałych

Branża energetyczna wpadła w łaski inwestorów w I połowie 2014 r. Pomogły wysokie wypłacone dywidendy.





© dgdimension - Fotolia.com

dwóch z największych polskich firm energetycznych – Tauron i Enea, których akcje w rok zyskały po około 20%, a i ich stopy dywidendy były niższe od dwóch pierwszych wymienionych firm.

Czynniki wzrostu

Czym spowodowany jest wzrost całego sektora energetycznego na GPW w ostatnim roku? Oto kilka czynników. Po pierwsze duzi inwestorzy międzynarodowi „polubili” spółki energetyczne w Europie, co widać po wzroście chociażby dedykowanych, europejskich indeksów. Tym samym część środków trafiła w ten sektor na GPW. Po drugie duże dynamiki wzrostu polskich spółek energetycznych z ostatniego roku są spowodowane niską bazą wyceny z poprzednich lat, kiedy to inwestorzy byli straszeni trendem spadkowym cen energii oraz perspektywą bardzo dużych, koniecznych inwestycji w moce wytwórcze i przesyłowe w Polsce. W obydwu przypadkach te scenariusze zostały w istotnym zakresie zniwelowane – rynkowe ceny energii przestały spadać, a w kontraktach terminowych już widać kilkuprocentowe wzrosty cen w perspektywie kolejnych 2 lat. Natomiast widmo koniecznego procesu inwestycyjnego zostało wydłużone w czasie, a dodatkowo spółki miały w ostatnich kwartałach znacznie dogodniejsze warunki rynkowe do pozyskania tańszego kapitału obcego oraz miały i mają więcej czasu na wygenerowanie większej ilości gotówki z bieżącej działalności

operacyjnej. Po trzecie spółki z większościowym udziałem Skarbu Państwa podtrzymały trend z ubiegłych lat i wypłaciły przyzwoite dywidendy mieszczące się w przedziale od 3,5-6%, mierząc je wskaźnikiem stopy dywidendy. W dodatku według wszystkich znaków na niebie i ziemi raczej ciężko sobie wyobrazić, aby w przyszłym roku ten trend nie został podtrzymany, gdyż jak wszyscy wiedzą apetyt budżetu Państwa będzie wciąż nienasycony. Dodatkowo inwestorom instytucjonalnym, szczególnie tym zagranicznym, w erze ultra niskich stóp procentowych skurczyły się instrumenty finansowe, które są w podobnej grupie pod względem bezpieczeństwa, a „wypłacają” blisko 5% dywidendy. Po czwarte nad stabilną kondycją finansową core biznesu „czuwa” w pewnym zakresie państwowy regulator. Po piąte segmentom wytwarzania w poszczególnych spółkach w końcu zaczęły sprzyjać taniejące surowce, których przełożenie cen w kontraktach na dostawę odbywało się z pewnym przesunięciem w czasie.

Wysokie przepływy pieniężne

Silnym mianownikiem fundamentalnym dla spółek energetycznych jest działalność podstawowa pod względem wysokich, dodatnich przepływów pieniężnych. Poniższe zestawienie prezentuje wybrane dane z rachunku przepływów pieniężnych czterech największych przedstawicieli polskiego sektora energetycznego.



1. Przepływy z działalności operacyjnej i inwestycyjnej w spółkach energetycznych w 2013 r.

Rok 2013 (mld zł)	PGE	Tauron	Energa	Enea
Przepływy z działalności operacyjnej	7,9	4,1	2,0	1,7
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-5,7	-4,2	-2,8	-1,8

Źródło: Obliczenia własne na podstawie raportów finansowych spółek

Jak widać w zestawieniu w tab. 1. tylko Energa inwestowała zdecydowanie więcej niż wynosiły jej wpływy z działalności operacyjnej. Tauron i Enea miały obie wartości na zbliżonym poziomie. Z kolei PGE wygenerowało więcej środków niż zainwestowało. Jednak w przypadku tej spółki program inwestycyjny ma zdecydowanie najwyższą wartość. Szacowane nakłady inwestycyjne w latach 2016-2020 wyniosą 40 mld zł, a w kolejnych czterech 67 mld zł. W dłuższej perspektywie to właśnie na PGE ma spaść główne obciążenie przy budowie chociażby elektrowni atomowej. Dlatego już teraz spółka ta przygotowuje się do zbliżających wydatków. Na koniec 2013 r. mogła pochwalić się ujemnym długiem netto – posiadała więcej gotówki (o około 3 mld zł) niż suma oprocentowanego zadłużenia.

Wzrost gospodarczy będzie pomagał branży energetycznej w przyszłości. Polska gospodarka wciąż zaliczana jest do tych rozwijających się, a bogacące się społeczeństwo w większym stopniu konsumuje energię elektryczną.

Gaz łupkowy nadzieją na przyszłość

Optymistycznymi perspektywami na dalszą przyszłość branży energetycznej jest wdrażanie nowych technologii w segmencie wytwórczym,

owocujących znacznie wyższą efektywnością. Postęp technologiczny i inwestycje w infrastrukturę przesyłową również powinny pozytywnie wpływać na rentowność np. poprzez mniejsze straty w przesyłach. Szansą jest też perspektywa polskiego, taniego gazu łupkowego. A właśnie z czasem coraz więcej projektowanych nowych bloków energetycznych opartych jest właśnie o ten surowiec. Perspektywa gazoportu w Świnoujściu i możliwe udostępnienie importu taniego amerykańskiego gazu łupkowego zwiększa dywersyfikację przyszłych dostaw tego surowca. A tani gaz może być bodźcem do utrzymywania rynkowych cen węgla na konkurencyjnym poziomie. Wiele wskazuje na to, że polscy wytwórcy energii elektrycznej nie mają powodów by się martwić o popyt na ich produkt. Polska gospodarka wciąż zaliczana jest do tych rozwijających się, a bogacące się społeczeństwo w większym stopniu konsumuje energię elektryczną (większa ilość urządzeń elektrycznych, w tym klimatyzatorów). W dodatku przed nami nadchodząca dużymi krokami rewolucja w motoryzacji dotycząca napędu elektrycznego. **A**

**Podobała Ci się taka analiza?
Chcesz takich więcej?
Czytaj Newsroom
na stronie SII!**



SII patronuje serwisowi

inwestomierz
inwestycje w jednym miejscu

Twój wirtualny dziennik inwestora!



**Odstaw notatnik i arkusz kalkulacyjny.
Wprowadź swoje transakcje giełdowe
resztę zrobimy za Ciebie.**

**Sprawdzaj na bieżąco statystyki portfela,
notowania i wiadomości ze spółek.**

**Szukaj okazji inwestycyjnych korzystając
z naszych skanerów.**

Zacznij kontrolować swoje inwestycje



Trzymasz akcje latami? Uważaj na operacje na akcjach

MICHAŁ MASŁOWSKI

STOWARZYSZENIE INWESTORÓW INDYWIDUALNYCH

Grupa inwestorów, która inwestuje swoje środki długoterminowo, jest stosunkowo nieduża. Według wyników Ogólnopolskiego Badania Inwestorów powyżej roku inwestuje około 34% badanych. W Polsce póki co inwestowanie na giełdzie kojarzy się z krótkoterminową spekulacją. Mało kto myśli o giełdzie jako o miejscu, w którym się oszczędza pieniądze, tak jak w bankach na lokacie.

Cały zachód tak oszczędza

A to błąd, doświadczenia krajów zachodnich pokazują, że jest mnóstwo osób, które kupują akcje na kilkadziesiąt lat. Przekazują akcje z pokolenia na pokolenie, czerpiąc korzyści przede wszystkim z dywidendy. Przy tak długich, kilkudziesięcioletnich okresach przetrzymywania akcji, korzyści z ewentualnego wzrostu kursu akcji są widoczne jedynie na papierze, w wycenach rachunków maklerskich, ale nie przekładają się na jakiegokolwiek



strumienie gotówki. Zatem tylko dywidenda jest tym co skłania takich bardzo długoterminowych inwestorów do zakupu i trzymania akcji.

Przy wieloletnich horyzontach inwestycyjnych mogłoby się wydawać, że bieżąca analiza lub chociażby pobieżny okresowy monitoring stanu naszego portfela jest niepotrzebny. Przecież co za różnica, czy nasze akcje wzrosły, czy spadły w danym roku o 20%, skoro w długim terminie i tak ważna jest tylko i wyłącznie stopa dywidendy. To jest jeden, nierzadko słuszny, punkt widzenia. Ale uwaga, ten mechanizm będzie działał prawidłowo tylko w przypadku bardzo dobrze działających spółek, tj. takich, które co roku przynoszą zysk, mają wystarczająco gotówki zarówno na bieżące inwestycje jak i na wypłatę dywidendy. Gorzej, gdy spółka ma problemy lub też gdy potrzebuje kapitału na większe inwestycje.

Uwaga na bankrutów

Oczywiście podstawowym zagrożeniem dla każdej spółki jest bankructwo lub znaczna utrata wartości. Nie chroni przed tym w zasadzie nic. Nawet spółki giganty, wchodzące w skład np. indeksu WIG20, dzisiaj wydawałoby się niezłomne, działające na bardzo trwałych fundamentach, mogą przecież za kilka lat mieć kłopoty. Ponad 20-letnia historia naszej giełdy pokazuje przecież mnóstwo przykładów spółek, które były lokomotywami polskiej giełdy, a dzisiaj albo zbankrutowały albo są mało znaczącymi podmiotami. Przykładem jest choćby PBG, którego akcja w szczycie hossy z 2007 r. kosztowała ponad 400 zł. Dzisiaj te same akcje są warte 1,40 zł, a spółka walczy o przetrwanie. Są też przykłady z bardzo dawnych czasów. Te spółki wchodziły w skład indeksu WIG20: Irena, Krosno, Swarzędz i Uniwersal, a dzisiaj nie istnieją.

Oszczędzając długoterminowo należy mieć na uwadze, że na akcjach czasami dokonywane są rozmaite operacje, które zmieniają ich wartość

jednostkową. Część powinniśmy jedynie odnotować, a na część niestety musi zareagować.

Nie reagujemy

Jest kilka operacji na akcjach, które co prawda zmieniają jednostkową wartość naszych akcji, ale nie zmieniają wartości portfela. Nic zatem nie musimy robić.

Pierwszym najbardziej typowym przykładem, najczęściej występującym w praktyce, jest wypłata dywidendy. Po dniu dywidendy, kurs odniesienia jest korygowany o wartość dywidendy w dół. Nasze akcje są co prawda następnego dnia mniej warte, ale za to na nasz rachunek za pewien czas trafi gotówka. Bilans wychodzi na zero. Oczywiście trzeba mieć na uwadze, że od wypłaconej dywidendy zostanie wcześniej pobrany podatek, a my dostaniemy kwotę netto. Wyjątkiem jest sytuacja, gdy nasz rachunek maklerski jest rachunkiem IKE.

Splity i resplity akcji również nie niosą ze sobą zmian wartości portfela i mogą być przez inwestorów pominięte. Oczywiście warto wiedzieć, że się odbyły. Ominie nas wówczas niemiłe zaskoczenie, gdy nagle się okaże, że na naszym rachunku jest więcej akcji, w przypadku splitu (podziału akcji) lub mniej w przypadku resplitu (scalenie akcji). To co warto wiedzieć, to to, że split jest najczęściej oznaką pozytywnych tendencji w spółce. Dokonuje się ich z reguły wówczas, gdy akcje są bardzo dużo warte i przez to handel nimi jest utrudniony. Spółki dokonują wówczas splitów, aby zmniejszyć jednostkową wartość akcji i dzięki temu, zwiększyć ich dostępność dla inwestorów indywidualnych i poprawić płynność. Gorzej, gdy spółka dokonuje resplitu. Najczęściej świadczy to o bardzo niskiej wycenie akcji i spółka, aby wydostać się z poziomów groszowych jest zmuszona do dokonywania scalenia akcji. Praktyka pokazuje, że w dłuższym terminie raczej należy unikać spółek dokonujących resplitu. Na rynku jest bardzo niewiele pozytywnych



przykładów spółek, które po dokonaniu scalenia akcji dalej sprawnie funkcjonują i przynoszą zyski akcjonariuszom.

Musimy zareagować

Wyżej wymienione operacje na akcjach nie wymagają reakcji ze strony inwestorów. Warto wiedzieć, że się wydarzyły i to wszystko. Są natomiast wydarzenia w spółkach publicznych, które nie pozwalają inwestorom na bierność. Tymi wydarzeniami są nowe emisje akcji z prawem poboru.

Jeżeli Walne Zgromadzenie spółki przegłosuje nową emisję akcji z prawem poboru, to na rachunku inwestora w wyznaczonym dniu znajdą się dodatkowo prawa poboru. Problemem jest to, że

wartość jednostkowa akcji zostanie skorygowana o wartość praw poboru. Sytuacja z punktu widzenia inwestora wygląda tak, że jednego dnia ma rachunku akcje, a drugiego akcje i dodatkowo pewną liczbę praw poboru uprawniających go do kupna akcji nowej emisji. Teoretycznie więc wartość jego portfela z dnia na dzień nie powinna się zmienić. Jednakże w tym momencie przed inwestorem stoi bardzo ważna decyzja, tj. czy chce uczestniczyć w nowej emisji akcji, czy nie. Jeżeli tak, to musi złożyć zapis na nowe akcje w ściśle określonym terminie, musi je opłacić, zaangażować dodatkową gotówkę. Jeżeli natomiast nie chce uczestniczyć w nowej emisji akcji, powinien posiadane prawa poboru sprzedać na rynku. Uwaga! Czasami dochodzi do patologicznych sytuacji, w której prawa poboru nie są notowane na giełdzie. Pozostaje wówczas



poszukiwanie kupca na własną rękę poza rynkiem giełdowym, co jest oczywiście bardzo trudne, a często wręcz niemożliwe.

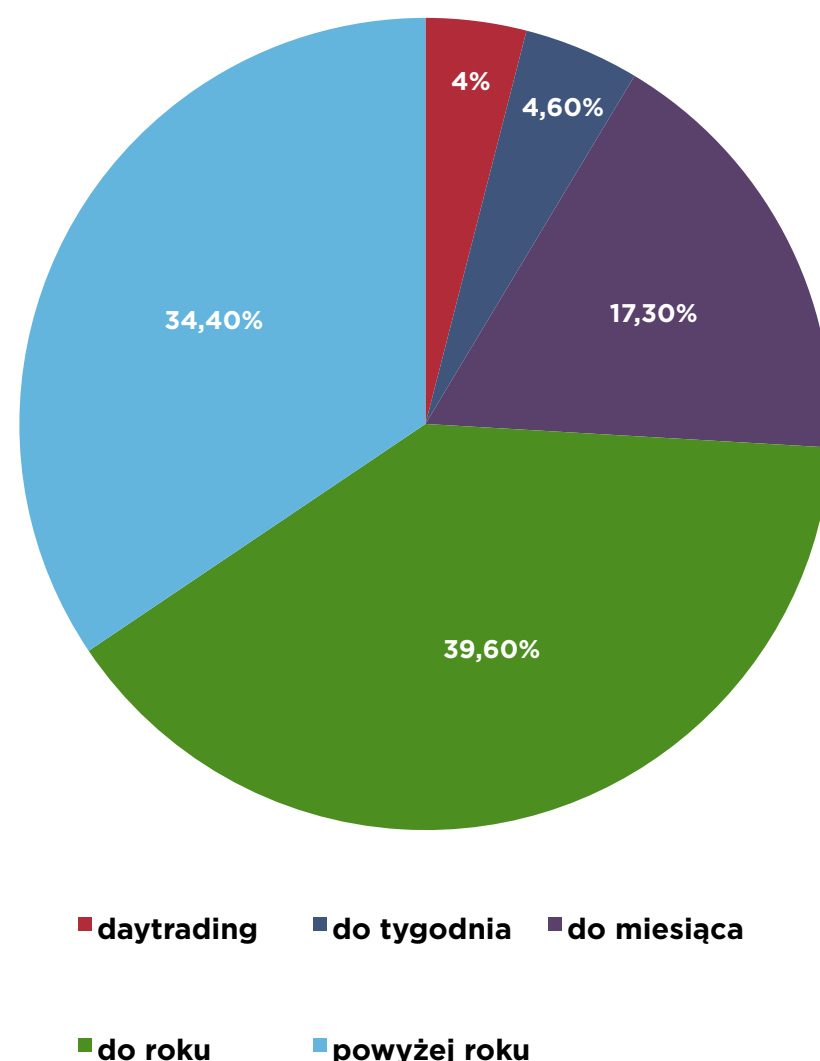
Najgorszą sytuacją z możliwych jest w takiej sytuacji nie zrobienie niczego, zapomnienie o posiadanych prawach poboru. Wówczas to, po przegapieniu terminu zapisów na akcje nowej emisji prawa poboru znikną z naszego rachunku bezpowrotnie, a my stracimy pieniądze. Nie wolno więc tego terminu przegapić. Przed jego upływem należy zareagować – sprzedać prawa poboru lub zapisać się na akcje nowej emisji. Jedną ze strategii stosowanych przez inwestorów jest także sprzedaż akcji przed odcięciem praw poboru, a następnie odkupienie akcji już bez tego prawa. Co by nie było, nie wolno w takiej sytuacji nic nie zrobić, gdyż wartość naszego portfela zostanie w takim przypadku uszczuplona. O ile? To zależy od konstrukcji emisji nowych akcji. Czasami wartość praw poboru może wynieść dużo więcej niż wartość akcji pozostałych po odcięciu tych praw. Dzieje się tak wówczas, gdy cena emisyjna nowych akcji jest bardzo niska w porównaniu do bieżących notowań giełdowych.

Tak jeszcze słowem wyjaśnienia, o emisjach akcji bez prawa poboru też warto wiedzieć. Powoduje to bowiem tzw. rozwodnienie kapitału. Na rynek trafiają dodatkowe akcje, które powodują, że akcje posiadane przez inwestora reprezentują mniejszą część kapitału w spółce.

Podsumowując, oszczędzanie długoterminowe jest dobrym rozwiązaniem dla osób, które liczą na dywidendę i nie mają dużo czasu na monitorowanie własnych inwestycji. Jednakże całkowite zapomnienie o posiadanych akcjach na lata też nie wchodzi w grę. Zawsze przecież możemy zostać z akcjami bankruta w portfelu lub też przegapić kolejne emisje z prawem poboru, co także znacznie uszczupli nasz stan posiadania. W tym drugim przypadku spółka może być w znakomitej kondycji

finansowej, może przynosić zyski akcjonariuszom, a i tak w ten sposób można stracić na takiej inwestycji pieniądze. Stała kontrola jest więc niezbędna. **A**

1. Na jaki okres inwestorzy kupują akcje w Polsce



Źródło: Ogólnopolskie Badanie Inwestorów 2013



K.I.S.S.

Zasady chodzą na wysokich obcasach

K.I.S.S., czyli kobieta, inwestycje, sensacja, spiski...

RECENZJA KSIĄŻKI K.I.S.S.
AUTORSTWA TOMASZA PRUSKA

MICHAŁ KOBOSKO*

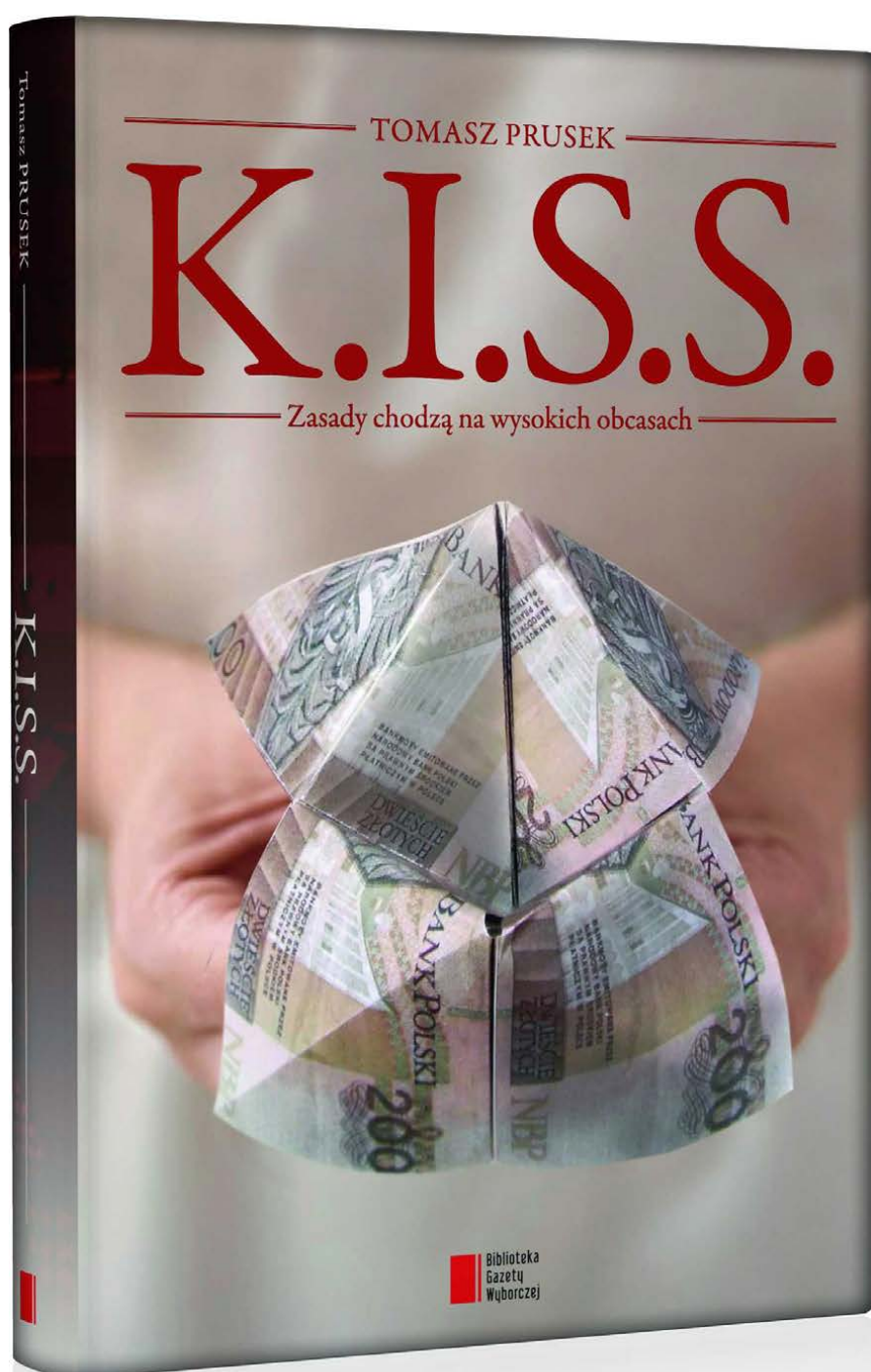


Tomasz Prusek od prawie ćwierć wieku śledzi wydarzenia towarzyszące rozwojowi Giełdy Papierów Wartościowych. Jest przy największych transakcjach, największych giełdowych wojnach, głośnych roszadach personalnych. To co wie, a jest to wiedza rzadka i dostępna nielicznym, przekłada potem z sukcesem na szeroko dyskutowane artykuły w „Gazecie Wyborczej”.

Teraz Prusek próbuje sił na nowym polu. Przekłada swoją wiedzę i obserwacje rynkowe na fabułę powieści. Business fiction

w połączeniu z political fiction – to gatunek w Polsce niezwykle rzadki. Bo też diabelnie trudny. Nie jest łatwo godzić chęć naświetlenia skomplikowanych operacji rynkowych – takich, które doprowadziły do upadku Lehman Brothers – z chwytliwą ludzką historią, pełną emocji, rozpalonych uczuć, przerośniętych ambicji. Prusek, choć debiutant, robi to bardzo przekonująco. Z zapartym tchem śledzimy jego bohaterkę Olgę, gdy prowadzi batalię na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, gdy stawia się swoim szefom, ale też gdy zdobywa ekstremalny szlak w Tatrach, weryfikując przy okazji twardość towarzyszących jej facetów. Jest kobietą nowych czasów, zdecydowaną, niezależną, potrafiącą iść do przodu, nie bacząc na krytykę i ataki ze strony licznych wkoło samców alfa.

W tej książce sporo głośnych postaci polskiej giełdy znajdzie swoje odbicie. Autor nikogo nie przenosi żywcem do swojego tekstu, ale wiele wątków brzmi bardzo znajomo. Warszawa po 23 latach istnienia GPW jest bowiem pełna kolorowych postaci, pikantnych opowieści, atrakcyjnych plotek. Giełda to nie tylko czarne i białe, jest tu wiele odcieni szarości. Są szefowie spółek, którzy traktują małych inwestorów jak utrapienie. Urzędnicy, którzy mają wolny rynek za nic. Inwestorzy, którzy pojawiają się znikąd, robią wiele szumu, a potem znikają niczym w czarnej dziurze. Są wreszcie ludzie, którzy nagrywają – i ci którzy są nagrywani. Takie postaci licznie zaludniają strony powieści K.I.S.S., czyniąc z niej niemal gotowy materiał na film. Ja jednak z jeszcze większą niecierpliwością czekam na drugi odcinek książkowej dramy. Pierwszym Tomasz Prusek narobił mi dużego apetytu. **A**



* Autor jest byłym redaktorem naczelnym magazynów Forbes, Newsweek Polska i WPROST. Obecnie kieruje warszawskim biurem think-tanku Atlantic Council of the US, prowadzi portal wiedzy i analiz Project Syndicate Polska www.prosyn.pl



SII patronuje serwisowi



Twoje indywidualne sygnały techniczne online!



Login

Hasło

Zaloguj się

Zapamiętaj mnie

Nie masz jeszcze konta?

Skaner Techniczny

Sala Notowań

Alerty

Baza Wiedzy

Forum

**NIGDY WIĘCEJ
NIE NARZEKAJ NA
BRAK AKCJI**

Inwestujesz? Nie chcesz przegapić okazji lub
sygnałów ostrzegawczych, a nie masz czasu na
codzienną analizę wykresów setek spółek? Zrobimy
to za Ciebie!

**Analiza techniczna
jeszcze nigdy nie była taka prosta.**

1

**Wybierz sygnały techniczne, z których korzystasz
i zawęż kryteria wyszukiwania - nasz skaner
przejrzy dla Ciebie cały rynek.**

2

**Wszystko dzieje się automatycznie, bez konieczności
przeglądania setek wykresów giełdowych.**

3

**Nie przegapisz już żadnej okazji inwestycyjnej
ani sygnałów ostrzegawczego!**

Inwestujesz?

Nie chcesz przegapić okazji, a nie masz czasu na codzienną analizę wykresów setek spółek?

Zrobimy to za Ciebie!

Bądź na bieżąco i wykorzystaj swoją szansę.



Uczestnicząc w projekcie Atrakcyjne Spółki zyskujesz:

- dostęp do komentarza rynkowego wideo analityka technicznego,
- codzienną analizę wideo dobrze rokujących walorów oraz sygnałów ostrzegawczych.

Partner projektu

Deutsche Bank





Stowarzyszenie
Inwestorów
Indywidualnych



Ogólnopolskie
Badanie
Inwestorów

CZŁONKOSTWO W SII W WAKACYJNEJ CENIE!

TYLKO DO KOŃCA SIERPNIA PRZYSTĄPISZ DO SII
LUB PRZEDŁUŻYSZ CZŁONKOSTWO TANIEJ

WYPEŁNIJ ANKIETĘ OBI
I ZGARNIJ BONUS W POSTACI
ZNIŻKI NA SKŁADKĘ CZŁONKOWSKĄ

www.sii.org.pl/obi



Spółki dywidendowe na polskiej giełdzie (2/3)

MACIEJ OLSZOWY
PROMETEIA CAPITAL

© singkham - Fotolia.com

W kolejnym artykule z cyklu skupimy się na podstawowych zasadach ustalania polityki dywidendowej przez spółki oraz jej analizie przez inwestorów.

Przyjęta polityka dywidendy zwłaszcza w przypadku spółek publicznych ma istotne znaczenie zarówno dla inwestorów jak i dla samego przedsiębiorstwa. Jest ona ściśle związana ze zdolnością spółki do generowania zysków, jej potrzebami inwestycyjnymi oraz wpływa na rozwój firmy.

Decyzja odnośnie podziału zysku netto jest uzależniona między innymi od potrzeb finansowych spółki i jej planów inwestycyjnych wynikających z przyjętej strategii rozwoju. Polityka dywidendy



Chcesz przeczytać poprzedni artykuł z cyklu? Sięgnij po Akcjonariusza 2/2014.



jest ściśle powiązana z cyklem życia i fazą rozwoju przedsiębiorstwa. Każdy z klasycznych etapów rozwoju firmy (początek, szybki rozwój, stabilny wzrost, dojrzałość i schyłek) charakteryzuje się odmiennym zapotrzebowaniem na finansowanie, a co się z tym wiąże, różną zdolnością do wypłaty dywidendy.





Odwieczny dylemat zarządów spółek: wypłacać dywidendę, czy reinwestować. Wyższa dywidenda, to mniejsze zyski zatrzymane, a to oznacza mniejsze nakłady inwestycyjne. Spółki młode i dynamiczne wręcz dywidendy płacić nie powinny.

Początkowy okres działania oraz okres szybkiego rozwoju wiąże się z ponoszeniem wysokich nakładów inwestycyjnych. W tych fazach, spółki często nie generują dodatnich przepływów pieniężnych, a zatem nie są w stanie wypłacić dywidendy. W fazie stabilnego wzrostu zapotrzebowanie na finansowanie jest umiarkowane, a zdolność do wypłaty dywidendy niska. Dopiero w momencie, gdy podmiot wkracza w fazę dojrzałości, charakteryzującą się rosnącymi przepływami pieniężnymi będących efektem wcześniejszych inwestycji, przedsiębiorstwo jest w stanie wypłacić dywidendę. Przedstawiony model jest oczywiście dużym uproszczeniem, niemniej jednak pokazuje, iż wysokich dywidend można spodziewać się głównie od spółek dojrzałych o stabilnej pozycji i uznanej marce aniżeli od firm dopiero rozwijających się.

Polityka dywidendy w analizie inwestora

Indywidualne podejście inwestorów do tematu dywidendy sprawia, iż polityka dywidend jest różnie postrzegana. W przypadku analizy spółki w tym zakresie należy postawić pytanie, czy zatrzymany przez przedsiębiorstwo zysk jest efektywnie wykorzystywany i przyczynia się do wzrostu wartości firmy? Jednym słowem, czy zwrot z zainwestowanego kapitału (np. mierzony wskaźnikiem ROE) przewyższa oczekiwany koszt kapitału własnego. Spełnienie tego warunku oznacza, że spółka efektywnie wykorzystuje zatrzymane środki, inwestując w nowe, rentowne projekty. W takim przypadku, brak wypłaty dywidendy rekompensowany jest poprzez wzrost wartości przedsiębiorstwa (wzrost ceny akcji). W przeciwnym wypadku, gdy spółka osiąga gorsze rezultaty niż prognozowała, firma powinna dążyć do wypłaty dywidendy przynoszącej akcjonariuszom wymierną korzyść. Inwestorzy chcący ocenić sprawność działania spółki i efektywność wykorzystania zysków zatrzymanych mogą spróbować ocenić historyczne wyniki osiągnięte przez firmę oraz zapoznać się z jej aktualnymi planami rozwoju. Odpowiedzi na poniższe pytania powinny ułatwić ocenę działalności przedsiębiorstwa:

- Czy spółka wypłacała wcześniej dywidendę? Jakiego osiągała przepływy pieniężne z działalności operacyjnej?



- Jakież okazały się rezultaty zrealizowanych projektów inwestycyjnych? Czy przyczyniły się do wzrostu wartości firmy?
- Jakież są plany przedsiębiorstwa co do przyszłych projektów inwestycyjnych? Jak jest planowany zwrot z planowanych inwestycji?

Uproszczoną ocenę polityki dywidendowej spółki należałoby zacząć od sprawdzenia, jakie spółka osiągała przepływy pieniężne w przeszłości oraz czy i jakiej wysokości wypłacała dywidendy? Gdy przedsiębiorstwo w większości zatrzymywało osiągnięte zyski (brak lub niska dywidenda), zgodnie z powyższymi informacjami warto porównać ROE do kosztu kapitału własnego. Jeżeli stopa zwrotu z kapitału własnego jest wyższa, oznacza to że firma dokonuje trafnych wyborów inwestycyjnych, lokuje nadwyżki kapitału w opłacalne projekty wpływające na wzrost wartości przedsiębiorstwa. W takiej sytuacji inwestor powinien zaufać władzom spółki i dać jej więcej elastyczności w zakresie wykorzystania gotówki. Z kolei w przypadku nietrafnych inwestycji, które realnie nie wpływają na wartość firmy, spółka powinna raczej gromadzić gotówkę szukając bardziej opłacalnych projektów lub w przypadku ich braku, nadwyżki pieniężne

zwrócić akcjonariuszom w postaci wysokiej dywidendy.

Rekomendacja zarządu spółki odnośnie wypłaty dywidendy nie oznacza jeszcze wypłaty środków. Konieczna jest akceptacja akcjonariuszy na Walnym Zgromadzeniu, a ta potrafi zmienić propozycję zarządu.

W drugim wariantcie, gdy spółka wypłaca wysokie dywidendy, sytuacja wygląda podobnie, z tym że ocenie powinniśmy poddać planowane wyzwania inwestycyjne. Gdy planowane inwestycje charakteryzują się wysoką opłacalnością, zasadne będzie obniżenie dotychczasowej dywidendy celem zwiększenia nakładów inwestycyjnych. Z kolei w przypadku braku opłacalnych projektów, wysoka dywidenda co prawda jest po części uzasadniona, jednak wyłącznie krótkoterminowo. W dłuższym terminie nie jest to sytuacja pożądana, bowiem oznaczać może, że władze spółki nie mają pomysłu na dalszy rozwój przedsiębiorstwa. Należy



pamiętać, że przyszłe zyski wynikają w dużym stopniu z bieżących inwestycji. Z drugiej strony, nie zawsze wypłata wysokiej dywidendy oznacza ograniczenie inwestycji. Spółka, która posiada bardzo dobrą zdolność kredytową, przy realizacji projektów inwestycyjnych może wesprzeć się kapitałem obcym, który może okazać się lepszym rozwiązaniem niż kapitał własny.

Powyższy model analizy polityki dywidend jest podstawowym schematem, według którego można dokonywać oceny spółki, który wykorzystuje wybrane elementy działalności firmy oraz konkretne wskaźniki. Każdy z inwestorów indywidualnie określa oczekiwania wobec spółki i jej polityki dywidend, dlatego nie ma uniwersalnego schematu oceny. Warto zaznaczyć, iż realizacja każdego projektu inwestycyjnego obarczona jest niepewnością co do przyszłej stopy zwrotu, co wiąże się z ryzykiem niepowodzenia projektu i utraty zaangażowanego kapitału. Pod tym względem dywidenda jest korzystniejsza dla inwestora, gdyż wypłata zysku wiąże się z pewną korzyścią w przeciwieństwie do przyszłych, niepewnych zysków kapitałowych. Na politykę dywidend i preferencje inwestorów można również spojrzeć z perspektywy podatków. Mianowicie, może zaistnieć taka sytuacja, w której stopa podatku od dywidendy będzie wyższa niż stopa podatku od zysków kapitałowych. W takim przypadku, inwestor dążąc do maksymalizacji zysku będzie skłonny zrezygnować z otrzymania dywidendy licząc, iż zatrzymany zysk przyczyni się do wzrostu wartości firmy. Aktualnie w Polsce, stopa podatku od dywidendy oraz od zysków kapitałowych wynosi 19%, więc podatek nie wpływa na preferencje inwestorów co do polityki dywidend. Należy również pamiętać, iż dywidenda jest podwójnie opodatkowana, raz w przypadku podatku dochodowego od zysku spółki, a drugi raz w przypadku podatku od dochodu (dywidendy) inwestora.

Podsumowanie

Pojęcie polityki dywidendy jest bardzo ważnym, a zarazem trudnym do zdefiniowania elementem strategii rozwoju spółki, gdyż musi pogodzić interesy akcjonariuszy, inwestorów (dawców kapitału) z interesami samego przedsiębiorstwa. Wspólny interes obu stron, jakim jest wzrost wartości firmy w kontekście omawiania polityki dywidendy wydaje się pozorny, albowiem często inwestorzy preferują wypłatę wyższej dywidendy, która co do zasady nie sprzyja planom rozwoju spółki (wyższa dywidenda, to mniejsze zyski zatrzymane, a to oznacza mniejsze nakłady inwestycyjne). Niewątpliwie każda zmiana polityki dywidendy niesie ze sobą istotne informacje dla inwestorów oraz stanowi określone zobowiązanie spółki wobec akcjonariuszy. Polityka dywidendy powinna być ustalana rozważnie, w odniesieniu zarówno do obecnej sytuacji spółki jak i jej przyszłych planów. Pomimo, iż to zarządy spółek rekomendują wypłatę dywidendy trzeba pamiętać, że ostateczną decyzję podejmują sami akcjonariusze na Walnych Zgromadzeniach. To od właścicieli przedsiębiorstwa zależy w jakim kierunku będzie rozwijać się spółka i co zrobi z nadwyżkami pieniężnymi, dlatego będąc akcjonariuszem spółki publicznej warto brać udział w Walnych Zgromadzeniach.

Alternatywnym sposobem podziału zysku z akcjonariuszami jest przeprowadzenie skupu akcji własnych, który będzie tematem trzeciego i zarazem ostatniego artykułu z tego cyklu. **A**

ROE – wskaźnik rentowności kapitału własnego (zysk netto/kapitał własny)





Stowarzyszenie
Inwestorów
Indywidualnych



CapitalMarket
games

Tylko na Capital Market Games



Profesjonalna sprawa



Zmagania i konkursy indywidualnych



Numerowy startowe



Rozgrzewki ze zawodami sportowymi



Rywalizacja



Dyskusje panelowe



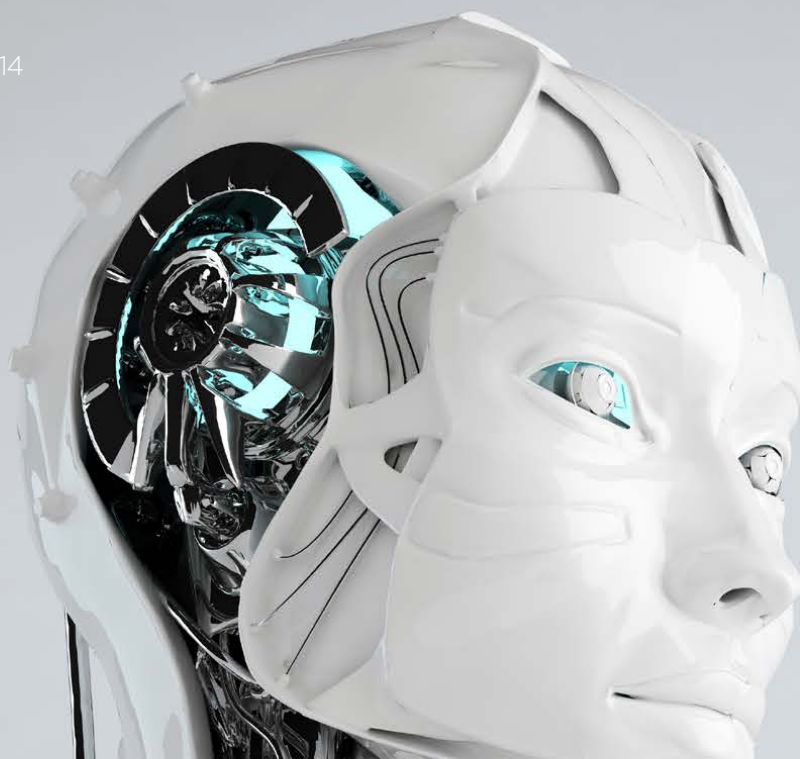
Budowanie ducha zespołu



Moc zabawy



Ceremonia dekoracji zwycięzców



Testowanie strategii fundamentalnych na danych historycznych

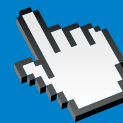
KLAUDIUSZ RYBAK
QUANT RESEARCH

W poprzednim wydaniu Akcjonariusza (2014/2) omówiliśmy, w dużym skrócie, założenia automatycznej analizy fundamentalnej na przykładzie prostych zestawów kryteriów. Stwierdziliśmy, że odpowiednie dobranie zakresu wskaźników pozwala znacznie przyspieszyć proces podejmowania decyzji inwestycyjnych, a portfel zbudowany z tak odfiltrowanej grupy spółek pozwala oczekiwać przyzwoitych stóp zwrotu.

W drugiej części rozważań nad automatyzacją analizy fundamentalnej zajmiemy się oceną strategii na podstawie testów opartych o dane historyczne (z angielskiego zwanymi także *backtestami*). Problem oceny, czy nasze kryteria mają szansę sprawdzić się w przyszłości można rozwiązać na



Chcesz przeczytać
poprzedni artykuł
z cyklu?
Sięgnij po
Akcjonariusza
2/2014.



kilka sposobów: poprzez analizę samych kryteriów pod kątem zasadności ich użycia, poprzez analizę statystyczną, czy poprzez symulację wyników strategii w oparciu o dane historyczne. Relatywnie prostą metodą jest ta ostatnia.

Okresowa przebudowa portfela

Testowanie strategii na danych historycznych polega na symulowaniu budowy portfela inwestycyjnego,



bazując na wartościach historycznych, zarówno wskaźników użytych w kryteriach strategii, jak i historycznych cenach akcji wchodzących w skład portfela. Aby podnieść wiarygodność wyników symulacji powinniśmy maksymalnie zbliżyć proces budowy wirtualnego portfela do realnego procesu inwestycyjnego. W tym celu musimy przede wszystkim określić jak często powinna następować przebudowa portfela (*rebalancing*). Pozwala ona na sprzedaż spółek, które już nie spełniają kryteriów strategii i zakup nowych, które w poprzednim okresie jeszcze nie przechodziły naszych filtrów. Dzięki procesowi przebudowy portfela automatycznie realizujemy także zyski i/ lub straty, nawet dla tych spółek, które pozostają w portfelu na kolejny okres. Najczęściej stosuje się tutaj okres kwartalny. Jeżeli chcemy aby nasze testy były bardziej „czułe” na zmiany danych płynących ze spółek, możemy użyć bardzo krótkiego okresu, na przykład miesięcznego. W praktyce oznacza to, że co miesiąc (w okresie trwania naszej symulacji) sprzedajemy całość naszego portfela a za uzyskane „wirtualne” pieniądze kupujemy nowy portfel. Standardem w tego typu symulacjach jest założenie, że dostępną kwotę do zainwestowania w kolejnym okresie dzielimy po równo pomiędzy wszystkie spółki spełniające kryteria strategii (każda spółka wyjściowo ma równy udział procentowy w portfelu).

Kolejnym ważnym czynnikiem w symulacji jest czas trwania naszej wirtualnej inwestycji. Tutaj można śmiało stwierdzić, że im jest on dłuższy tym lepiej. Jako minimum powinniśmy przyjąć, że taka symulacja powinna obejmować jeden pełny cykl giełdowy, czyli 5-7 lat, tak abyśmy mogli ocenić zachowanie strategii zarówno w okresie hossy jak i bessy.

Gdy już uda nam się uzyskać listy spółek spełniających kryteria naszej strategii dla każdego dnia, w którym następowałaby przebudowa naszego portfela w przeszłości (dla 7 lat i co-miesięcznego *rebalancingu* będą to 84 listy) możemy obliczyć

Przy opracowywaniu różnych strategii inwestycyjnych inwestorzy często zapominają o takich czynnikach jak wielkość spreadu, prowizji, czy też dostępności danych.

wartość portfela na początku i końcu każdego okresu symulacji. Ostateczny wynik pozwoli nam wyliczyć symulowaną całkowitą stopę zwrotu z inwestycji, czyli ile moglibyśmy zarobić na naszej strategii gdybyśmy te kilka lat temu (przykładowo 7) zainwestowali swoje pieniądze zgodnie z naszymi kryteriami a następnie co miesiąc dokonywali przebudowy portfela.

Tutaj warto zadać sobie pytanie, czy taka całkowita stopa zwrotu jest najlepszą miarą zyskowności naszej inwestycji. O wiele lepszym wskaźnikiem jest średnioroczna składana stopa zwrotu liczona wg wzoru:

$$CAGR = \left(\left(\frac{WKI}{WPI} \right)^{1/LLTI} - 1 \right) \times 100\%$$

Gdzie:

WKI – Wartość końcowa inwestycji

WPI – Wartość początkowa inwestycji

LLTI – Liczba lat trwania inwestycji

Dzięki niej możemy porównać naszą stopę zwrotu z efektywnością innych inwestycji, takich jak rentowności obligacji, oprocentowanie lokat bankowych czy inflacją, publikowanych najczęściej jako wartości annualizowane.

Warto również ocenić na ile ryzyko naszej strategii jest porównywalne z ryzykiem rynku jako całości. W tym przypadku sprawdza się proste odchylenie standardowe miesięcznych stóp zwrotu.

Mając średnioroczną stopę zwrotu z naszej strategii i odchylenie standardowe miesięcznych stóp zwrotu





możemy już wstępnie ocenić przydatność naszych kryteriów w praktyce.

Założmy, że wyniki symulacji są obiecujące. Czy zatem uwzględniliśmy już wszystkie czynniki mające wpływ na naszą inwestycję i możemy zacząć używać naszych kryteriów jako strategii inwestycyjnej?

Solidny skaner fundamentalny

Niestety nie, lub „jeszcze nie“. Warto przyjrzeć się w tym momencie kilku istotnym kwestiom. Pierwszym, często niedocenianym aspektem jest jakość danych użytych do symulacji. O ile w miarę łatwo możemy zdobyć dokładne dane z cenami spółek, to dostęp do wiarygodnej i co równie ważne, zestandaryzowanej bazy danych finansowych spółek może być już trudniejszy.

Wszelkiego rodzaju braki lub błędy w bazie danych finansowych spółek mogą oznaczać błędy w wynikach naszej symulacji. Drugi istotny aspekt to czasochłonność. Uzyskanie kilkudziesięciu list spółek spełniających nasze kryteria fundamentalne jest praktycznie niewykonalne bez odpowiedniego skanera fundamentalnego. Nawet, jeżeli już mamy listy spółek dla każdego dnia przebudowy portfela w naszej symulacji, przeliczenie wartości portfela także warto zostawić wyspecjalizowanemu systemowi. Jednym z takich narzędzi jest gieldowyradar.pl, który pozwala na przeszukiwanie dobrej jakościowo bazy danych według zadanych kryteriów, a następnie przetestowanie strategii włącznie z wyliczeniem stosownych stóp zwrotu i miar ryzyka.



Gdy już mamy przetestowaną strategię, znamy jej stopy zwrotu i ryzyko musimy jeszcze pamiętać o dwóch grupach zagadnień, które z pewnością będą miały wpływ na nasze wyniki inwestycyjne na giełdzie.

Dodatkowe czynniki przeszkadzają

Pierwsza grupa to czynniki kosztowe lub przychodowe, o których często zapominamy inwestując. Do tej grupy należą podatki, prowizje, różnica pomiędzy ceną kupna i sprzedaży (*spread*) oraz dywidendy. O ile te ostatnie są uwzględniane w dobrych skanerach rynkowych to kwestie podatków (mówimy tu przede wszystkim o podatku od zysków kapitałowych), prowizji maklerskich i innych kosztów związanych z naszymi inwestycjami, a także *spreadów* (stanowiących dla nas koszt) są trudne do zasymulowania ze względu na ich indywidualny charakter (związany sytuacją konkretnego inwestora). Warto również pamiętać, że na koszt *spreadu* istotny wpływ ma płynność danego waloru. Można ustrzec się po części kłopotów z tym związanych wprowadzając odpowiednie kryterium płynnościowe do naszego zestawu filtrów.

Druga grupa czynników związana jest charakterystyką dostępnej bazy danych i podejścia do tworzenia strategii. W tej kategorii należy wymienić trzy główne zagadnienia: brak spółek, które już nie są notowane w bazie (z ang. *survivorship bias*), moment uwzględnienia dostępności danych finansowych (z ang. *look-ahead bias*), oraz dopasowanie strategii do danych historycznych (z ang. *optimisation bias*).

Aby zachować możliwe małe rozmiary bazy danych finansowych spółek giełdowych ich dostawcy często decydują się na usuwanie danych finansowych spółek, które już nie są notowane na danym rynku choć były notowane w przeszłości. Im dalej cofamy się w naszej symulacji, tym więcej podmiotów już nie notowanych powinno być uwzględnianych (przecież

mogłyby spełniać nasze kryteria, gdy jeszcze były notowane). Dla młodej giełdy takiej jak GPW ten problem zazwyczaj nie jest zbyt istotny ale wraz z wydłużaniem okresu symulacji wyników naszej strategii wpływ tego zjawiska będzie narastał.

Warto pamiętać, że spółki publikują wyniki finansowe dla danego kwartału z istotnym opóźnieniem. Z tego powodu aby zachować maksymalny realizm naszej symulacji powinniśmy zawsze przyjmować, że dane finansowe pojawiły się w przeszłości w dniu publikacji raportu finansowego a nie w dniu końca kwartału. Ta subtelna różnica ma olbrzymi wpływ na wyniki symulacji i wymaga aby baza danych zawierała datę publikacji sprawozdania finansowego (co nie jest niestety regułą). Oczywiście nasz algorytm testowania strategii także powinien uwzględniać fakt, że do momentu publikacji danych „obowiązują” dane z poprzedniego kwartału.

Ostatnie zagadnienie związane jest z naszym dążeniem do znalezienia jak najlepszej strategii inwestycyjnej. Dostępność takich narzędzi jak gieldowyradar.pl sprawia, że możemy w ciągu kilku minut przetestować kilkanaście wariantów danej strategii inwestycyjnej. To z kolei może prowadzić do nadmiernego „dopasowania” naszej strategii do danych historycznych. Wiemy już, że historia nie zawsze się powtarza a nadmierne skupianie się na tym co już było może oznaczać, że nasza strategia w przyszłości nie zadziała.

W kolejnej części naszego cyklu przybliżymy kilka najciekawszych strategii znanych guru inwestycji.

A





VOTUM S.A.

ul. Wyścigowa 56
53-012 Wrocław
www.votum-sa.pl

Branża: Odszkodowawcza
Prezes Zarządu: Dariusz Czyż

Dane finansowe VOTUM S.A. (w tys. zł)	1Q 2014	1Q 2013
Przychody ze sprzedaży	11 936	10 246
Koszt sprzedanych produktów, towarów i materiałów	8175	7523
Zysk brutto	3761	2723
Koszty sprzedaży	187	390
Koszty administracyjne	1920	1666
Pozostałe przychody operacyjne	42	405
Pozostałe koszty operacyjne	61	55
Pozostałe zyski / (straty) – netto		
Zysk operacyjny	1635	1017
Przychody finansowe	1648	1378
Koszty finansowe	37	12
Przychody finansowe – netto		
Udział w zyskach / (stratach) jednostek stowarzyszonych		
Zysk przed opodatkowaniem	3246	2383
Podatek dochodowy	388	393
Zysk netto roku obrotowego	2858	1989
z tego:		
– przypadający na akcjonariuszy Jednostki dominującej	2858	1989
– przypadający na udziały nie dające kontroli		
Dochód całkowity za okres	2858	1989
z tego:		
– przypadający na akcjonariuszy Jednostki dominującej	2858	1989
– przypadający na udziały nie dające kontroli		
Bilans		
Aktywa trwałe	18 212	17 802
Aktywa obrotowe	14 873	12 200
Kapitał własny	21 774	19 928
Zobowiązania długoterminowe	1 168	1 182
Zobowiązania krótkoterminowe	10 143	8 892



Szanowni Państwo,

I kwartał tego roku odzwierciedlił rozwój VOTUM S.A. i spółek Grupy w kilku obszarach – osiągnięcia lepszych niż w analogicznym okresie wyników oraz rosnącego wolumenu spraw i zwiększającej się wartości roszczeń.

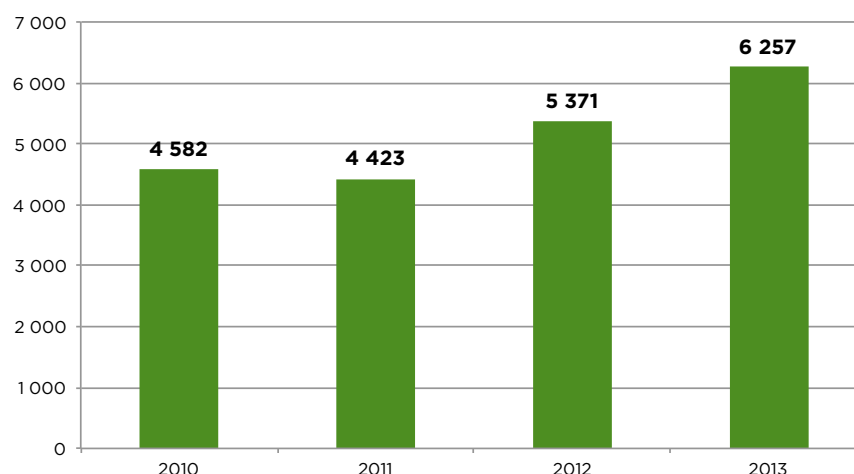
W okresie od stycznia do marca VOTUM S.A. osiągnęła przychody ze sprzedaży na poziomie niemalże 12 mln PLN (wzrost o ponad 16% w stosunku do okresu porównawczego) oraz zysk netto wynoszący 2,86 mln zł (wzrost o ponad 43%). Zwiększyły się także wyniki Grupy kapitałowej, choć tu wzrosty nie były już tak duże: przychody ze sprzedaży były wyższe o 14%, natomiast zysk netto o 2,8%.

Warto zwrócić uwagę także na zwiększenie wolumenu prowadzonych spraw oraz ich wartości – zarówno w samym VOTUM S.A., jak i w prowadzącej sprawy procesowe Kancelarii Adwokatów i Radców Prawnych A. Łebek i Wspólnicy sp. k.. Liczba spraw prowadzonych na koniec I kwartału roku była większa niż na koniec marca 2013 roku o 14% w spółce dominującej oraz o 175% w Kancelarii, natomiast wartość prowadzonych spraw wzrosła odpowiednio o 122% i 162%. Zwiększenie wolumenu spraw w naszej opinii przełoży się na wzrost wyników w kolejnych okresach sprawozdawczych.

I kwartał 2014 roku przyniósł także rekordową sprzedaż w jednym miesiącu – w marcu VOTUM S.A. pozyskało 2 235 spraw – oraz przekroczenie granicy 1 mld złotych odszkodowań uzyskanych dla klientów.

Dariusz Czyż
Prezes Zarządu VOTUM S.A.

Zysk netto (w tys. zł)



Akcjonariuszy Votum mogły zadowolić dynamiki wyników finansowych w raporcie jednostkowym. Na poziomie Grupy wzrosty nie są już tak okazałe, a szczególnie wyższe oczekiwania mogły odnosić się do wzrostu zysku netto. W kolejnych okresach najważniejszym bodźcem na wzrost zyskowności będzie miał rosnący portfel prowadzonych spraw. Szczególnie imponująco wygląda dynamika pozyskiwania spraw przez Kancelarię. Obecnie w branży odszkodowawczej przyjmuje się wskaźnik odzyskiwalności na poziomie około 80%, a prowizję Kancelarii około 30%. Znając wartość prowadzonych spraw, termin ich pozyskiwania oraz średni czas trwania spraw sądowych można oszacować ich wpływ na przyszłe wyniki finansowe. Dobre perspektywy na wzrost Grupy Votum może dodatkowo generować stosunkowo wciąż niska świadomość ubezpieczeniowa społeczeństwa. Spółka kontynuuje też ekspansję na rynkach ościennych oraz dywersyfikację działalności poza sprawy dotyczące szkód komunikacyjnych.

Rafał Irzyński
Główny Analityk
Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych



X20

Nowy mnożnik, nowe możliwości dla inwestorów

MICHAŁ WOJCIECHOWSKI
DOM MAKLERSKI BOŚ S.A.

Czy prowizja ma znaczenie? Praktycznie od zawsze i zapewne „do końca świata” inwestorzy będą narzekali na zbyt wysokie prowizje maklerskie.

„Gdyby były niższe, zarabiałbym więcej. Jeśli mi je obniżą, będę robił więcej transakcji – zarobicie i Wy i ja. Z takimi prowizjami nie da się przeżyć na rynku”

Te i podobne tezy wygłaszane jako argument za zmniejszeniem wysokości prowizji (albo najlepiej zrezygnowaniem z nich), słysząc szczególnie często, gdy rynek popada w letarg (trend boczny) lub warunki do inwestowania pogarszają się. Obserwując jednak ostatnie zmiany na rynku kontraktów, mam nieodparte wrażenie, że wysokość prowizji staje się barierą w rozwoju rynku tylko do pewnego poziomu. Późniejsze jej obniżanie niewiele zmienia.



Większy mnożnik = niższa prowizja

Po długich dyskusjach na rynku na temat obniżenia prowizji na kontraktach FW20, zdecydowano o zwiększeniu mnożnika FW20 z 10 na 20.

Co ma piernik do wiatraka?

Ktoś zapyta, co ma mnożnik do prowizji? Przecież skoro płaciłem za jeden kontrakt FW20 z mnożnikiem 10 – 9,90zł, a teraz płacę za jeden kontrakt FW20 z mnożnikiem 20 – 9,90 zł to gdzie jest obniżka? Stosując stylistykę marketingową „Kupując jeden kontrakt, 50% dostajemy gratis”.

Przykład 1

Hieronim Ryzykant spekulował na kontraktach FW20 od dawna. Jego indywidualna prowizja wynosiła 8 zł

(6zł przy zamykaniu tego samego dnia), posiadał kapitał 10 000 zł. Gdy były notowane stare kontrakty FW20x10, przy cenie 2450 i depozycie 7,4%, otwierał 4 kontrakty i płacił za to 32 zł od otwarcia oraz 24 zł od zamknięcia tego samego dnia. Razem 56 zł. Jego pozycja warta była 98 000 zł, wniesiony depozyt – 7252 zł. Zysk 6 zł na kontrakt uzyskiwał przy zmianie ceny kontraktu o 2 pkt (20 zł)

Kontrakt	Ilość	Wartość	Depozyt	Prowizja w dwie strony	Zysk przy zmianie o 1 pkt
FW20x10	4	98 000	7252	56	-16 zł
FW20x20	2	98 000	7252	28	+12 zł

Źródło: Obliczenia własne

Przy kontraktach FW20x20 i niezmienionej prowizji, wystarczy, że kupi 2 kontrakty. Pozycja będzie warta również 98 000 zł, wniesiony depozyt również 7252



zł ale prowizja będzie dwa razy niższa – 2 kontrakty $8 \text{ zł} + 2 \cdot 6 \text{ zł} = 28 \text{ zł}$. Dzięki temu, pozytywna dla Hieronima zmiana ceny już o 1 pkt, przyniesie 6 zł na kontrakt, a zmiana o 2 pkt, przyniesie 2 razy większy zysk.

Na wzrost płynności i spreadu musimy poczekać. Niższe prowizje na kontraktach na WIG20 dostaliśmy już teraz.

Mniejszy koszt do wartości i zmienności

Czy niższy koszt może przyciągnąć nowych inwestorów? Spójrzmy, jak po zmianie mnożnika kształtuje się procentowy udział kosztu w wartości otwieranych pozycji. Potraktujmy kontrakt, jako portfel akcji.

Przykład 2

Alfred Spokojny zastanawia się nad kupnem akcji z indeksu WIG20 za 98 000 zł. Biorąc pod uwagę kryterium kosztów, ma do wyboru:

- kupić akcje bezpośrednio i zapłacić prowizję w wysokości 372 zł (czyli 0,38%)
- kupić 2 kontrakty FW20x20 i zapłacić 20 zł (czyli 0,02%)

Oczywiście, kupując kontrakty, musi uwzględnić ich specyfikę (kontrolę depozytu, wartość bazy, stopę dywidendy itd.) ale biorąc pod uwagę tylko koszty, przewaga kontraktów jest prawie 19-krotna.

Prowizja to nie wszystko

Oprócz spekulujących aktywnie, na rynku są jednak grupy, dla których prowizja ma mniejsze znaczenie. Dla inwestorów przetrzymujących pozycje dłużej niż jedną sesję lub szukających okazji (zawierający niewiele transakcji w miesiącu), większe znaczenie będzie miała zmienność i trendowość rynku.

W tym zakresie nawet Giełda nie jest w stanie wiele zrobić, a przynajmniej nie powinna wpływać na trendy cenowe. Czy jednak i Ci inwestorzy nie uzyskują dodatkowych możliwości?

Przykład 3

Benedykt Trendowy zawiera transakcje na podstawie opracowanego systemu transakcyjnego opartego o dzienne notowania. Od kilku miesięcy boryka się brakiem trendów, krótkimi, urywanymi ruchami rynku.

W czym pomoże mu niższy koszt zawierania transakcji? Dzięki lepszym warunkom, powinien przejrzeć skuteczność analogicznego systemu dla mniejszego interwału np. godzinowego czy 30-minutowego, którego trendy mogą być bardziej czytelne. Zyskuje dzięki temu więcej okazji, a niższe koszty dają mu większy margines na błąd. Jego strategia może mieć mniejszą skuteczność (stosunek zyskowych do stratnych transakcji).

Zejsście na niższy poziom interwału pozwala również zmniejszyć ryzyko w jednej transakcji – np. jeden z pomiarów ryzyka – wskaźnik zmienności ATR z 14 sesji jest wartościowo dużo większy niż ATR z 14 godzin. Pozwala to budować większe pozycje, przy zachowaniu tego samego ryzyka straty. Oczywiście, przed zmianą interwału, inwestor powinien przetestować swoją strategię oraz zachowanie się kontraktu w mniejszych oknach czasowych, żeby potwierdzić te tezy.

Większy mnożnik i te same depozyty?

Kontestujący zmiany wartości mnożnika wskazują na dwie niedogodności – konieczność dysponowania większymi depozytami oraz mniejszą możliwość dostosowania wielkości portfela do posiadanego kapitału.





Odpowiedzią na te argumenty jest oferta niektórych biur maklerskich np. DM BOŚ – depozyty intraday, czyli obniżenie wymagań depozytowych dla pozycji zamykanych na tej samej sesji.

Przykład 4

Wróćmy do Hieronima Ryzykanta z Przykładu nr 1. Ponieważ jego strategia zakłada zamykanie pozycji na noc, ma możliwość wyboru:

- otwarcie 2 kontraktów FW20x20 (na tyle starczy mu depozytu),
- otwarcie 5 kontraktów korzystając z depozytów intraday.

Kontrakt	Ilość	Wartość	Depozyt	Prowizja w dwie strony	Zysk przy zmianie o 1 pkt
FW20X20 - depozyty intraday	5	245 000	9800	70	+30
FW20x20	2	98 000	7252	28	+12

Źródło: Obliczenia własne

Dzięki depozytom intraday jego możliwości (oraz oczywiście ryzyko) wzrastają.

Biorąc pod uwagę zejście na niższy interwał czasowy oraz obserwowany ostatnio letarg na

rynku, zwiększenie dźwigni nie musi być krokiem samobójczym. Zarządzanie ryzykiem portfela nie polega przecież tylko na dostosowywaniu nominalnych wielkości pozycji. Można to robić sterując również parametrami strategii (m.in. odległością stopa, częstotliwością transakcji czy wreszcie stylem strategii).

Co z tą prowizją?

Jak widać na powyższych przykładach, zmianę mnożnika połączoną z depozytami intraday, można porównać do obniżki prowizji o 50%. Czy wywoła to wzrost zainteresowania (wolumenu) inwestorów zgodny z wcześniejszymi deklaracjami? Czy też okaże się, że wpływ wysokości prowizji na rozwój rynku w pewnym momencie ma mniejsze znaczenie?

Pierwsze dwa tygodnie handlu wysyłają sprzeczne odpowiedzi na te pytania. Obserwujemy wprowadzić większy wolumen i LOP ale tylko w przeliczeniu na złotówki. Wzrost płynności oraz zmniejszenie spreadu dopiero przed nami. Pozostaje mieć nadzieję, że w czasach kiedy mikrosekundy decydują o zyskach, inwestorzy nie będą zbyt długo zastanawiali się i wykorzystają nadarżającą się okazję. **A**



UMIESZ LICZYĆ? LICZ NA SIEBIE I NA EMERYTURĘ ZACZNIJ OSZCZĘDZAĆ JUŻ DZISIAJ!

BEZ WZGLĘDU NA WIEK I STAN PORTFELA
TRZEBA OSZCZĘDZAĆ JUŻ DZIŚ,
ABY MIEĆ SPOKOJNĄ STAROŚĆ.
POZNAJ RÓŻNE FORMY OSZCZĘDZANIA,
OD LOKAT BANKOWYCH
DO DŁUGOTERMINOWYCH
INWESTYCJI GIEŁDOWYCH.



SZUKAJ ARTYKUŁÓW OZNACZONYCH ZNACZKIEM „OSZCZĘDZAJ NA EMERYTURĘ”
W AKCJONARIUSZU I NA STRONIE SII!



Akcjonariusz



Stowarzyszenie
Inwestorów
Indywidualnych

To nie jest kompletne wydanie Akcjonariusza.

W pełnej wersji Akcjonariusza znajdziesz dodatkowo następujące artykuły:

- **Inwestowanie dywidendowe – czy można tak w Polsce?**
Adrian Mackiewicz,
Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych
- **20-letnia historia indeksu WIG20**
Adrian Mackiewicz,
Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych
- **Było i nie ma, czyli system emerytalny w Polsce**
Anna Skopowska,
Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych
- **Pięć podstawowych zasad budowy własnego portfela inwestycyjnego**
Paweł Juszcak,
Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

**Chcesz otrzymywać kompletnego Akcjonariusza prosto do swojej skrzynki mailowej?
Zapisz się teraz do SII.**

