



Geneza powstania SII

Wywiad

z **Jarosławem Dominiakiem**

Prezesem Zarządu

Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych

**Program lojalnościowy
dla inwestorów Grupy
Energa**

Wywiad

**Wartość wewnętrzna
a wartość rynkowa akcji**

Edukacja

Spis treści

Drogi Czytelniku	3
Jakub Ciepiela	
Geneza powstania największej organizacji inwestorskiej w Polsce	6
Rozmowa z Jarosławem Dominiakiem, Prezesem Zarządu SII	
Fundusze ETF – instrumenty z dużym potencjałem	13
Bogdan Kornacki, GPW w Warszawie i Robert Sochacki, Beta Securities	
Wartość wewnętrzna a wartość rynkowa akcji – pojęcia bliskie, a jednocześnie dalekie	18
Adrian Mackiewicz, SII	
Program lojalnościowy dla inwestorów Grupy Energa	24
Rozmowa z Grzegorzem Ksepko, p.o. Prezesa Zarządu Energa S.A.	
OFE, PPK, czyli słów kilka o wzroście świadomości konieczności samodzielnego oszczędzania na emeryturę	31
Michał Maśłowski, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych	
Inwestować aktywnie czy pasywnie? Oto jest pytanie!	37
Emil Łobodziński, PKO BP Dom Maklerski	
Amerykańskie IPO w portfelach polskich inwestorów	42
Kamil Szymański, mBank Dom Maklerski	
Czy ekspozycja cen złota jest nieunikniona?	47
Łukasz Chojnacki, Chojnacki & Kwiecień	
Niebezpieczeństwo długiego trendu wzrostowego	53
Kamil Jaros, Admiral Markets	
Ochrona danych osobowych akcjonariuszy przez spółki publiczne	61
Jarosław Dzierżanowski, SII	
Potęga dywidendy, czyli indeksy cenowe kontra dochodowe	68
Przemysław Ławrowski, SII	

Akcjonariusz

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

www.sii.org.pl



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

Wydawnictwo Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

Redaktor Naczelny:
Zastępca:
Sekretarz Redakcji:
Reklama:

Redakcja:

Skład:

Jakub Ciepiela
Michał Maśłowski
Alicja Czyżewska
Bartosz Dziemaszkiewicz
bdziemaszkiewicz@sii.org.pl
ul. Długopolska 22
50-560 Wrocław
tel: +48 71 332 95 60
tel/fax: +48 71 332 95 61
www.akcjonariusz.pl
akcjonariusz@sii.org.pl
Idee Sp. z o.o.
ideeconcept.pl

Drogi Czytelniku

Od Redakcji



Jakub Ciepiela
Redaktor Naczelny



Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych obchodzi w tym roku 20-lecie działalności. Bez względu na to, czy pamiętasz nasze początki czy dołączyłeś niedawno, dziękujemy że z nami jesteś! Przez te 20 lat wszystkie nasze działania zawsze były i dalej będą podyktowane interesem inwestorów indywidualnych, zabieganiem o przejrzystość na rynku kapitałowym i transparentność funkcjonowania instytucji tworzących ten rynek. W niniejszym wydaniu Akcjonariusza poznacie m.in. nie wszystkim znane fakty z początków działalności Stowarzyszenia.

Kolejne duże zmiany w systemie emerytalnym w Polsce, które właśnie się dzieją i za chwilę będą dotyczyć już większości Polaków to Pracownicze Plany Kapitałowe (PPK). Niestety według różnych badań, odsetek deklarujących



rezygnację z uczestnictwa w PPK waha się od czterdziestu kilku do nawet siedemdziesięciu procent. Z powtórzonych badań wynika niepokojący trend, w których odsetek deklarujących rezygnację z PPK już na starcie wzrasta. Przyczyn można dopatrywać się na wielu płaszczyznach, a jedną z najczęściej wymienianych jest brak zaufania. Przez wiele lat kolejne rządy traktowały nie tylko inwestorów, ale i cały rynek kapitałowy jako niepotrzebny element gospodarki. Oczywiście adresatami zmian w systemie emerytalnym nie są jedynie inwestorzy. Jednak ogólny obraz, który docierał do Polaków okraszony kolejnymi wybuchającymi aferami spowodował, że mimo bogacenia się społeczeństwa, statystyczny Polak nie tylko nie inwestuje, ale też nie ma żadnej wiedzy na temat rynku kapitałowego. Drugą najczęściej powtarzaną przyczyną braku zaufania jest to, że Polacy wciąż jeszcze mają dość świeżo w pamięci wytransferowanie środków z OFE.

Jeśli ten pesymistyczny scenariusz się zrealizuje, w którym tak znacząca grupa osób zrezygnuje z PPK, wyrażając tym samym brak zaufania, mam nadzieję na chociaż jeden pozytywny efekt. Rządzący otrzymają wyraźny sygnał, że kampanią telewizyjną przed najchętniej oglądanymi serialami nie zdobędzie się zaufania i poparcia dla działań, w których chodzi o bezpieczeństwo finansowe na emeryturze. Potrzebne są przemyślane i długoterminowe działania stawiające na szeroką edukację i wzrost świadomości finansowej już na poziomie szkolnym pod którymi SII z całą pewnością się podpisze. Na kolejnych stronach Akcjonariusza artykuł Michała Maśłowskiego „Słów kilka o OFE i PPK”.

Życzę sobie i Państwu dobrych decyzji inwestycyjnych, również tych dotyczących PPK.





Ogólnopolskie Badanie Inwestorów



17 edycja

Ogólnopolskiego Badania Inwestorów
Inwestorze daj się przebadać!

Weź udział w badaniu, w którym co roku
bierze udział kilka tysięcy inwestorów!

Wypełnij krótką ankietę na

www.obi.sii.org.pl

i wygraj atrakcyjne nagrody!

Organizator



Stowarzyszenie
Inwestorów
Indywidualnych

Partnerzy strategiczni



KDPW
KDPW | CCP

KNF

KOMISJA
NADZORU
FINANSOWEGO



Partner in
Business
Strategies

Partnerzy medialni

Bankier.pl

STOCKWATCH

EQUITY

Comparic.pl

MYSAVER

PROFIT
JOURNAL

Geneza powstania największej organizacji inwestorskiej w Polsce.

Wywiad

Rozmowa z **Jarosławem Dominiakiem**

Prezesem Zarządu Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych (SII) powstało 29 grudnia 1999 r. W tym roku organizacja obchodzi 20-lecie działalności.

Jakub Ciepiela: Jaka jest geneza powstania Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych? Skąd pojawił się pomysł?

Jarosław Dominiak, Prezes Zarządu SII: Jeszcze jako studenci należący do międzynarodowej organizacji AIESEC interesowaliśmy się tematyką rynku kapitałowego. Wiele z nas już wtedy stawiało pierwsze kroki w inwestowaniu. Dlatego działając w organizacji AIESEC zajmowaliśmy się tematyką giełdową i organizowaliśmy wydarzenia z nią związane. Jednym z takich projektów edukacyjnych była



konferencja WallStreet. Pierwsza edycja miała miejsce już w 1997 roku. Wydarzenie cieszyło się ogromną popularnością. Uczestnikami byli nie tylko studenci, dla których na początku było dedykowane to wydarzenie. Zainteresowanie nim wyszło daleko poza mury uczelni. Ze względu na zmiany wewnętrzne w AIESEC, które miały miejsce w tamtym czasie i duże oczekiwania uczestników na kolejne edycje konferencji WallStreet, postanowiliśmy zorganizować się wokół projektu i zawiązać Stowarzyszenie.

... GPW sfinansowała nam wyjazd do Szwecji, abyśmy poznali bliżej funkcjonowanie jednej z najprężniej działających organizacji tego typu.

Był pomysł i co dalej?

Szybko zauważyliśmy, że jest duże zapotrzebowanie na wiedzę giełdową. Przyglądaliśmy się jak wyglądają podobne organizacje w krajach bardziej rozwiniętych, o dłuższej historii rynku kapitałowego, które zrzeszały, edukowały i chroniły inwestorów indywidualnych. Tak projekt edukacyjny wyewoluował do Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych, które od początku i aż do dzisiaj ma wpisane w swoją statutową działalność edukację i ochronę praw inwestorów indywidualnych. Duże wsparcie otrzymaliśmy na początku od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Nie byliśmy dla GPW całkowicie anonimowi, ponieważ znaliśmy się już ze współpracy przy poprzednich edycjach konferencji WallStreet. Cały rynek w tam-



tym czasie prężnie się rozwijał, dlatego GPW postanowiła wesprzeć nasze działania i przeznaczyła środki na naszą działalność statutową. Jeśli dobrze pamiętam około 20 tysięcy złotych, co na tamte czasy było kwotą pozwalającą myśleć o systemowym budowaniu prężnej organizacji. Poza tym GPW sfinansowała nam wyjazd do Szwecji, abyśmy poznali bliżej funkcjonowanie jednej z najprężniej działających organizacji tego typu.

...przy zmianach kluczowych przepisów prawnych w Polsce nasze stanowisko było brane pod uwagę.

Wszystko działało się dość szybko?

Tak, pojechaliśmy na Giełdę licząc na rozmowę, nawiązanie dłuższej współpracy. Na miejscu okazało się, że jest przygotowana konferencja prasowa z ogólnopolskimi mediami. Nazajutrz wszyscy obecni dziennikarze ogłosili powstanie nowej inicjatywy i nie było już odwrotu. Wkrótce później zaczęły pojawiać się oferty pracy z centrali dużych korporacji finansowych. Jednak entuzjazm i determinacja aby zbudować Organizację był na tyle duży, że nie odwiodły nas od tego kuszące propozycje.

Otrzymaliście na początku duże wsparcie od GPW. Mieliście swoje cele do zrealizowania, a jako grupa młodych osób pewnie niejedno do udowodnienia. Pamiętasz moment przełomowy w działalności SII? Kiedy uznałeś, że się udało?



To było po kilku latach działalności. Gdy inni uczestnicy rynku kapitałowego w Polsce zauważyli i zaakceptowali naszą obecność. Nasza aktywna działalność na rzecz inwestorów indywidualnych i transparentności rynku kapitałowego spowodowała, że m.in. przy zmianach kluczowych przepisów prawnych w Polsce nasze stanowisko było brane pod uwagę. Widziałem, że gdy zachodzą zmiany na rynku to nie odbywają się one bez naszego udziału. Miałem poczucie, że nasza pozycja na tyle się ugruntowała i mocno utkwiała w świadomości wszystkich uczestników rynku, że realnie staliśmy jego częścią.

Powiedziałeś, że podglądaliście jak to robią inni. Jak więc to wygląda na zachodzie i na kim się wzorowaliście?

Po 20 latach możemy powiedzieć, że mamy już swój własny styl, ale faktycznie na początku szukaliśmy dobrych wzorców. Każda organizacja inwestorska ma swoją płaszczyznę głównych działań, która pozwala im się utrzymać i działać na rzecz swoich członków. Anglicy skupili się głównie na edukacji, wielu szkoleniach i konferencjach często płatnych. Niemcy i Holendrzy zbudowali swoją siłę w oparciu na reprezentowaniu inwestorów na walnych. Prawo gwarantuje organizacjom zrzeszającym poszkodowanych udział w odszkodowaniach, a te często są liczone w milionach euro. W Polsce nie mogliśmy na to postawić. Do tej pory działalność interwencyjna głównie generuje koszty. My postanowiliśmy się wzorować na najprężniej działającej organizacji szwedzkiej, która działa w wielu obszarach. Wiedzieliśmy, że musimy organizować i wypracować różne gałęzie, aby mieć nadwyżkę finansową. Taka dywersyfikacja pozwala nam działać w różnych czasach i oferować członkom więcej korzyści. Jako, że twórcami Stowarzyszenia są osoby po ekonomii i finansach, to sami nałożyliśmy na siebie obowiązki raportowania i transparentności finansów.



Jakie wyzwania stoją przed organizacją w perspektywie następnych 20 lat?

Jestem przekonany, że dzisiaj trudniej powiedzieć jak coś będzie wyglądać za 20 lat niż gdybyś zapytał mnie o to 20 lat temu. Kiedyś dla nas była walka o to, czy w ogóle uda zaistnieć się poprzez nasze działania, a głos inwestorów indywidualnych zostanie usłyszany. Dzisiaj wiemy już, że potrafimy walczyć o naszych członków. Dzisiaj prawdziwym wyzwaniem jest czy mamy taką siłę i czy jesteśmy w stanie zmienić standardy w podejściu do inwestorów indywidualnych. Coś o czym kilka lat temu nie byliśmy w stanie marzyć to dzisiaj możemy stanąć przed takim wyzwaniem. Dla nas już na początku działalności perspektywa 20 lat była abstrakcją, a tym bardziej teraz, gdy postęp znacząco przyspieszył, a technologia zmienia się na naszych oczach co pośrednio dotyka również rynek kapitałowy i SII.

...tokenizacja giełd, która jest zarówno szansą dla rynku ale też rodzi duże niebezpieczeństwo dla inwestorów.

Jak zmieni się inwestor indywidualny?

SII organizuje coroczne Ogólnopolskie Badanie Inwestorów i w tym roku będzie kolejna edycja. Jak każdego roku zadamy wiele pytań ale w tym roku szczególnie m.in. o postrzeganie zmian na rynku, oczekiwania i przyszłość. Czuję jednak, że zmiany, które zajdą nieporównywalnie zmienią



obraz rynku. Handel automatyczny, algorytmy, blockchain, globalne platformy handlowe. Wszystko to skraca dystans między światowymi rynkami, którymi również polski inwestor jest coraz częściej zainteresowany. Przykładowo tokenizacja giełd, która jest zarówno szansą dla rynku ale też rodzi duże niebezpieczeństwo dla inwestorów. My natomiast jak zawsze od 20 lat będziemy bacznie się przyglądać i w odpowiednim momencie reagować.

Zawsze stawialiśmy edukację jako jeden z najważniejszych elementów naszej działalności...

Jak w tej globalizacji odnajdzie się SII?

Należymy do europejskich i światowych struktur zrzeszających takie organizacje jak nasza. Podjęliśmy w ostatnim czasie działania mające na celu większą integrację SII z innymi organizacjami oraz wzmacniamy działania na tej płaszczyźnie. Inni też widzą coraz więcej wspólnych inicjatyw. Rynek się globalizuje na poziomie rynków i inwestorów. Ponieważ nie jesteśmy korporacją, jesteśmy bliżej inwestora i nie jesteśmy niewolnikami poszukiwania za wszelką cenę zysku, który w całości służy jak najlepszemu działaniu na rzecz inwestorów indywidualnych w Polsce. Taka elastyczność pozwala nam szybciej odpowiadać na pojawiające się oczekiwania. Dzięki współpracy z organizacjami podobnymi do nas będziemy mogli stworzyć wartości dla inwestorów chcących inwestować za granicą. Zawsze stawialiśmy edukację jako jeden z najważ-



niejszych elementów naszej działalności i myślę, że mimo zmian na rynku to się nie zmieni. Edukacja, wykształcenie finansowe, wiedza były i będą ważne.

Ilu pracowników zatrudnia SII?

Aktualnie zatrudniamy 14 osób, a każdy pracuje za dwóch. Jesteśmy organizacją pozarządową i to jest wyzwanie również w kwestii zatrudnienia. Mamy bardzo kompetentny zespół, mimo że nie możemy konkurować wynagrodzeniem na rynku z korporacjami finansowymi. Mimo tego pracują i pracowali u nas ludzie z tytułami naukowymi, wyróżnieniami, certyfikatami i licencjami. Część osób jest z nami już bardzo długo. Niektórzy odchodzą poszukując nowych wyzwań ale też są tacy co po latach wracają. Pracując w Stowarzyszeniu trzeba mieć poczucie misyjności.

Czy kierowanie już od 20 lat największą organizacją inwestorską w Polsce nie powoduje spadku motywacji?

Staram się ciągle wyznaczać sobie nowe cele i wyzwania. Na przestrzeni lat powody motywacji oczywiście się zmieniały ale nigdy jej nie brakło. Wyzwań dla mnie i Organizacji przy tak szybko zmieniającym się świecie jest bardzo wiele: nowe przepisy, zmieniające się oczekiwania członków. Poza tym obecność w Stowarzyszeniu, w którym jest wielu niesamowitych ludzi potrafiących zainspirować do działania, nie pozwala wpaść w rutynę.



Fundusze ETF

– instrumenty z dużym potencjałem

Edukacja

Bogdan Kornacki

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

Robert Sochacki

Beta Securities

Akcje i obligacje – to głównie z tego rodzaju papierami wartościowymi powszechnie kojarzy się giełda. Jednak handel na warszawskim parkiecie odbywa się na wielu różniących się od siebie produktach, dzięki temu każdy inwestor może znaleźć idealny dla siebie instrument.

Jednymi z ciekawszych są Exchange Traded Funds (ETF), notowane na giełdzie fundusze inwestycyjne, których zadaniem jest wierne odzwierciedlanie zachowania się określonego indeksu giełdowego. Na świecie rynek ten liczy sobie już blisko trzy dekady, a w Polsce prawie dziewięć lat. Obecnie globalny rynek funduszy ETF to ponad 5,7 tys. produktów wartych ponad 5 bln USD.



Z pewnością ETF-y są wartą zainteresowania alternatywą dla inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych szukających miejsca do lokowania kapitału w dłuższym okresie (ale również do innych celów – np. krótkoterminowa spekulacja i arbitraż). Fundusze ETF łączą w sobie najlepsze cechy instrumentów giełdowych oraz tradycyjnych funduszy inwestycyjnych. Dzięki temu, że podobnie jak akcje, są w obrocie giełdowym, ich wyceny są dokonywane na bieżąco w trakcie sesji giełdowej. Produkty te charakteryzują się dużą płynnością, dają możliwość kupna i sprzedaży w trakcie sesji giełdowej po znanej z góry cenie. Dzięki formie prawnej – funduszu inwestycyjnego – dają inwestorom wysoką efektywność podatkową. Obecna oferta emitentów funduszy ETF na GPW obejmuje cztery fundusze. Są to dwa ETF-y na indeks największych spółek krajowych – WIG20TR (TR oznacza Total Return – indeks dochodowy, uwzględniający dywidendy wypłacane przez spółki) oraz ETF-y na indeksy grupujące największe spółki amerykańskie i niemieckie – S&P500 i DAX30. W styczniu 2019 r. zadebiutował pierwszy, wyemitowany na bazie polskiego prawa, Beta ETF WIG20TR bazujący na indeksie WIG20TR.

Wiele jest powodów, dla których inwestorzy na całym świecie doceniają fundusze ETF. Te, na które szczególnie warto zwrócić uwagę to:

- 1. Niskie koszty** – jedna z ważniejszych cech, które biorą pod uwagę inwestorzy. Fundusze ETF charakteryzują się niskim lub bardzo niskim wynagrodzeniem za zarządzanie oraz niskimi kosztami funkcjonowania (szczególnie w zakresie kosztów transakcyjnych). Jest to możliwe dzięki stosowaniu pasywnych strategii inwestycyjnych oraz obrotowi giełdowemu, dzięki czemu inwestorzy mogą kupować



wać i sprzedawać jednostki (czy też certyfikaty) funduszy ETF bezpośrednio między sobą, bez udziału funduszu. Pośrednictwo funduszu (konieczne w tradycyjnych funduszach) powoduje konieczność dokonywania wielu transakcji zwiększających koszty funkcjonowania.

2. Przejrzystość to kolejna istotna cecha ETF. Szczególnie polscy inwestorzy powinni docenić brak niespodzianek w zakresie inwestycji dokonywanych przez fundusze ETF. Z uwagi na cel inwestycyjny ETF-ów, którym jest wierne naśladowanie indeksów giełdowych, każdy inwestor wie jakie spółki są w portfelu ETF i w jakich proporcjach. Łatwo śledzić zmiany wartości indeksu i podejmować decyzje inwestycyjne w zależności od sytuacji rynkowej.

3. Płynność – ETF jest, po przejrzystości, szczególnie istotną cechą wyróżniającą fundusze ETF spośród szerokiej gamy funduszy dostępnych inwestorom zarówno indywidualnym jak i instytucjonalnym. Są trzy poziomy płynności dające komfort inwestującym w ETF-y. Po pierwsze możliwość dokonywania transakcji z innymi inwestorami giełdowymi. Po drugie możliwość zawierania transakcji bezpośrednio z market makerem (pośrednikiem pomiędzy funduszem a inwestorami). Po trzecie możliwość nabycia lub zbycia certyfikatów bezpośrednio na rynku pierwotnym tak, jak ma to miejsce w przypadku tradycyjnych funduszy inwestycyjnych.

4. Efektywność podatkowa – Obrót giełdowy pozwala posiadaczom certyfikatów funduszy ETF na ich wspólne podatkowe traktowanie wraz z pozostałymi inwestycjami giełdowymi. Dzięki temu straty na innym instrumencie mogą być kompensowane z zyskami na ETF (lub odwrotnie), a to oznacza niższy podatek od zysków kapitałowych



(loss harvesting). Dodatkowo, dzięki formie funduszu inwestycyjnego, inwestorzy posiadający akcje poprzez ETF-a, mogą uniknąć podatku od dywidendy, co może przynieść oszczędność na poziomie przekraczającym nawet 1 punkt procentowy w skali roku.

5. Wreszcie **dywersyfikacja** – kolejny problem, z którym często borykają się inwestorzy indywidualni. Minimalna wartość inwestycji, np. w Beta ETFWIG20TR, to jeden certyfikat o bieżącej wartości około 40 PLN. Już za taką kwotę inwestor nabywa ekspozycję na cały zestaw spółek z WIG20. Żeby samodzielnie i efektywnie odwzorować cały indeks WIG20, kupując spółki w proporcjach takich, jakie giełda używa do kalkulacji indeksu trzeba by zainwestować blisko 200 tys. PLN, a i tak na końcu dopadnie nas wspomniany podatek od dywidendy.

***...mogą one odpowiadać
na zróżnicowane potrzeby inwestorów.***

To, co dodatkowo charakteryzuje fundusze ETF, to profesjonalne zarządzanie, elastyczność odnośnie momentu dokonywania transakcji kupna/sprzedaży oraz wykorzystania instrumentu, przejrzystość informacji wynikająca z publicznego charakteru funduszu oraz ta odnośnie ceny certyfikatu. Szeroki wybór produktów ETF (a także w szerszym kontekście całej rodziny produktów typu ETP – Exchange Traded Products), w zależności od metod replikacji i klas aktywów (m.in. akcje, obligacje, surowce, towary, waluty) sprawia, że mogą one odpowiadać na zróżnicowane potrzeby inwestorów.



Giełda wspólnie z uczestnikami rynku zamierza edukować i promować wiedzę o możliwości inwestowania w tytuły uczestnictwa funduszy ETF. Mamy nadzieję, że wzrost popularności tych instrumentów wśród inwestorów przełoży się na pojawienie się kolejnych tego typu produktów.

Zapraszamy nowych emitentów, którym pomożemy w prostym, przejrzystym i szybkim procesie dopuszczania do obrotu. Wierzymy, że sukcesywnie będzie poszerzać się oferta ETF-ów na GPW. Przykładowo już we wrześniu zadebiutuje BetaETFmWIG40TR, który będzie bazował na indeksie mWIG40TR, a w czwartym kwartale dwa kolejne fundusze odwzorowujące indeksy WIG20Short oraz WIG20Lev.

REKLAMA

ŁĄCZYMY ŚWIAT NAUKI I BIZNESU

ODPOWIADAMY NA POTRZEBY RYNKU.
REDUKUJEMY RYZYKO INNOWATORÓW.
www.ncbr.gov.pl



Narodowe Centrum
Badań i Rozwoju

ialnych

Wartość wewnętrzna a wartość rynkowa akcji

– pojęcia bliskie, a jednocześnie dalekie

Edukacja

Adrian Mackiewicz

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych



Rekomendacje inwestycyjne powszechnie publikowane przez instytucje finansowe to obszerne raporty analityczne, które składają się z wyceny spółki (najczęściej stosowane wyceny to model zdyskontowanych przepływów pieniężnych – DCF i metoda porównawcza), często zawierające także rozbudowaną analizę fundamentalną. Efektem końcowym takiego raportu jest szacunkowa wartość wewnętrzna spółki i zalecenie inwestycyjne: kupuj/trzymaj/sprzedaj. Jednak kierowanie się wyłącznie ceną docelową jest błędem. Rzeczywistość giełdowa jest zdecydowanie bardziej złożona. Nie oznacza to jednak, że rekomendacja inwestycyjna nie może być cennym źródłem informacji i narzędziem w procesie inwestycyjnym.



Wartość wewnętrzna i wartość rynkowa – dwa skłócone bratanki

Zaczynając na wysokim poziomie ogólności, aby z czegoś korzystać, trzeba wiedzieć, jak to działa. Jeśli nie potrafimy prowadzić samochodu, nie powinniśmy tego robić, bo jesteśmy zagrożeniem dla siebie, a także dla innych uczestników ruchu drogowego. Nieumiejętne korzystanie z noża może spowodować skaleczenie, a nawet utratę palca. Podobnie jest na rynku finansowym, przy czym stawką są nasze oszczędności. Inwestorzy starają się regularnie zwiększać swoje kompetencje, zgłębiając tajniki analizy technicznej, czy też analizy fundamentalnej. Dzięki temu są w stanie lepiej poruszać się po rynku finansowym, a jednocześnie są w stanie skonfrontować swoje opinie z analizami innych uczestników rynku. Jednocześnie wiedza o wycenach jest znikoma wśród inwestorów, a przez to, że otrzymały one łatkę „narzędzi, które się nie sprawdzają”, a do tego są „trudne”, nikt specjalnie nie kwapi się do zgłębiania ich tajników. Z kolei bez elementarnej wiedzy na temat wycen trudno analizować rekomendacje inwestycyjne i umiejętnie korzystać z nich w praktyce.

...bez elementarnej wiedzy na temat wycen trudno analizować rekomendacje inwestycyjne...



Otrzymując raport, który już na pierwszej stronie bezpośrednio zaleca „kupowanie” (bądź jakieś inne zalecenie, jednak skupmy się na ten moment na rekomendacji „kupuj”), rzeczywiście można się w tym wszystkim pogubić. Dlaczego? Dlatego, że taka rekomendacja wcale nie musi oznaczać, aby kupować tu i teraz. Zalecenie inwestycyjne powstaje poprzez porównanie wyniku wyceny do aktualnej wartości rynkowej spółki. Sama wycena próbuje znaleźć odpowiedź na pytanie, jaka jest wartość wewnętrzna firmy na dany moment (wartość wewnętrzna też zmienia się w czasie, wraz z nowymi informacjami napływającymi na rynek). O ile w długim terminie kurs akcji powinien podążać w kierunku wartości wewnętrznej, o tyle w krótkim terminie sprowadza się to do podstawowej reguły ekonomii – o bieżącej wycenie zaważy rozkład sił pomiędzy popytem a podażą. Zapewne wszyscy zdajemy sobie sprawę z tego, jak wiele czynników wpływa na bieżące notowania giełdowe, z czego wiele z nich nie jest powiązana i nie wpływa na wartość wewnętrzną firmy, np. bieżący sentyment do giełdy i ryzykownych aktywów, czy bilans napływów i odpływów kapitału z giełdy.

...wiele czynników wpływa na bieżące notowania giełdowe, z czego wiele z nich nie jest powiązana...

Podkreślmy to jeszcze raz – wycena ma za zadanie oszacować wartość wewnętrzną spółki, po jakiej dana firma powinna być wyceniana, gdyby rynek był efektywny. Wycena próbuje odpowiedzieć na pytanie, jaka jest długotermino-



wa wartość spółki. Jednocześnie oparta jest na prognozie przyszłych wyników finansowych i wielu innych założeniach dotyczących przyszłości i dalszego rozwoju firmy. Idąc dalej tym tropem dochodzimy do wniosku, że wycena daje odpowiedź, jaka może być wartość wewnętrzna spółki w jednym konkretnym scenariuszu.

...często w raporcie opisane są czynniki ryzyka, które mogą wpływać już na krótkoterminowe zachowanie kursu akcji...

Trudna sztuka prognozowania zmian kursu akcji

Jak mantrę powtarzam, że wycena ma za zadanie oszacować wartość wewnętrzną spółki. Uważam, że jest to jedno z kluczowych zagadnień związanych z wycenami i rekomendacjami. Jednocześnie tak jak w każdej innej analizie, szczególnie takiej dotyczącej prognozowania przyszłości, można popełnić błąd. Nie zmienia to jednak faktu, że wyceniając spółkę chcemy poznać jej długoterminową wartość. Jeśli chcemy prognozować krótkoterminowe zmiany kursu akcji, dobrym pomysłem może być sięgnięcie po inne narzędzia, których wcale nie trzeba daleko szukać. Już analiza finansowa może dać cenne wskazówki, a jest ona przecież częścią wyceny.



Publikowane rekomendacje inwestycyjne mają najczęściej formę raportu analitycznego, w którym przedstawiony jest model wyceny spółki. Pamiętajmy, że wycena to ostatni etap analizy fundamentalnej (składa się ona z analizy makroekonomicznej, branżowej, sytuacyjnej, finansowej i wyceny). Zasadnym byłoby zatem zapoznać się z całym raportem przed podjęciem decyzji inwestycyjnej, zamiast korzystać tylko z jednej linijki z ceną docelową i zaleceniem inwestycyjnym. Ponadto, często w raporcie opisane są czynniki ryzyka, które mogą wpływać już na krótkoterminowe zachowanie kursu akcji. Zdarza się także, że w pozytywnej rekomendacji analitycy wprost stwierdzają, że spodziewają się kontynuacji negatywnych tendencji w najbliższych miesiącach, a poprawy oczekują później. Wszystkie te informacje są cenną wskazówką dla wnikliwego inwestora.

Rekomendacje inwestycyjne mogą być cennym źródłem informacji o spółce...

Warto też pamiętać, że żyjemy w bardzo turbulentnym otoczeniu, w którym pewne założenia co do przyszłości potrafią się szybko zmieniać. Dotyczy to również prognoz co do przyszłości i dalszego rozwoju konkretnych firm. Dlatego inwestorzy muszą być elastyczni i na bieżąco reagować na nowe informacje. Niektóre z nich mogą oddziaływać głównie na krótkoterminowe zachowanie notowań, nie wpływając istotnie na wartość wewnętrzną spółki. Inne z kolei mogą być kluczowe dla długotermino-



wych perspektyw rozwoju, a przez to mocno oddziaływać na wynik wyceny.

Podsumowanie

Wyceny mają swoje mankamenty. Jednak niech pierwszy rzuci kamieniem ten, kto zna metodę analizowania instrumentów finansowych, która nie ma żadnych ograniczeń. Najważniejsze jest, aby zdawać sobie sprawę z tych ograniczeń i uwzględniać je w procesie inwestycyjnym. Jednocześnie należy dobierać odpowiednie narzędzia do konkretnych celów analizy. Jeśli chcemy szukać długoterminowej wartości spółki, wycena jest dobrym narzędziem. Jeśli chcemy prognozować krótkoterminowe ruchy cenowe, lepszym rozwiązaniem może być np. połączenie analizy technicznej i finansowej.

Rekomendacje inwestycyjne mogą być cennym źródłem informacji o spółce, a także narzędziem pomagającym w podjęciu decyzji inwestycyjnej. Żeby z nich skutecznie korzystać trzeba najpierw zgłębić tajniki wyceny, aby zrozumieć, jak powstają i jakie mają ograniczenia. Wydaje się jednak, że na początek wystarczy już samo przeczytanie raportu z rekomendacją, aby zwiększyć swoją świadomość inwestycyjną. Jednocześnie sama rekomendacja inwestycyjna nie powinna być jedynym źródłem przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Staram się Państwa przekonać do świadomego korzystania z narzędzia, jakim jest wycena. Nie twierdzę jednak, że wycena to Święty Graal i każdy musi z niej korzystać. Jeśli jednak chcemy to robić, róbmy to z głową.



Program lojalnościowy dla inwestorów Grupy Energa

Wywiad

Rozmowa z **Grzegorzem Ksepko**
p.o. Prezesa Zarządu Energa S.A.

Michał Maśłowski, SII: Skąd pomysł na program „Energa w Akcji!”?

Grzegorz Ksepko: Ten program to nasz autorski pomysł. Z przyjemnością podkreślamy, że jest pierwszym tak szerokim i kompleksowym przedsięwzięciem spółki energetycznej notowanej na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, adresowanym konkretnie do inwestorów indywidualnych. Dla odpowiedzialnego emitenta, jakim jest Energa, to naturalne działanie na rynku kapitałowym, wzmacniające i poszerzające nasze relacje z akcjonariatem. Chcemy poprzez dedykowany inwestorom indywidualnym program lojalnościowy docenić ich długoterminowe zaangażowanie. Zastosowaliśmy szeroką formułę korzyści za posiadanie w portfelu określonego pakietu akcji Energi przez co najmniej pół



roku. Takim inwestorom proponujemy wraz z naszymi partnerami – Giełdą Papierów Wartościowych, Stowarzyszeniem Inwestorów Indywidualnych oraz Domem Maklerskim PKO Banku Polskiego – szeroki zakres świadczeń, ale i atrakcyjnych form edukacji dotyczącej rynku kapitałowego. Mamy satysfakcję, że tuż po ogłoszeniu rozpoczęcia programu lojalnościowego wzbudził on zainteresowanie szerokiego grona Inwestorów

...oferta programu ma kompleksowy charakter i zapewnia elastyczność w korzystaniu z niej.

Na czym dokładnie polega ten program lojalnościowy? I kiedy startuje?

„Energa w Akcji!” ruszy we wrześniu. Zasady tego programu muszą być i są transparentne, aby każdy inwestor miał pełną wiedzę na temat reguł uczestnictwa oraz korzyści, jakie ono daje. Proponujemy inwestorom atrakcyjne świadczenia i zniżki, np. na zakup instalacji fotowoltaicznej czy zakupy w naszym sklepie internetowym. Dzięki współpracy z Giełdą Papierów Wartościowych i Stowarzyszeniem Inwestorów Indywidualnych oferujemy możliwość uczestnictwa w szerokiej ofercie szkoleń i seminariów. Uczestnicy, którzy będą nowymi klientami Domu Maklerskiego PKO Banku Polskiego, otrzymają czasowe zwolnienie z opłaty za prowadzenie rachunku inwestycyjnego. Warunkiem skorzystania z oferty jest posiadanie w portfelu przez co najmniej



pół roku, na rachunku inwestycyjnym w Domu Maklerskim PKO Banku Polskiego, pakietu 500 akcji Energi. Inwestorom damy komfort samodzielnego wyboru, jakie świadczenia są dla nich korzystne i z jakich chcą skorzystać w danym okresie. Dzięki współpracy z naszymi partnerami – oferta programu ma kompleksowy charakter i zapewnia elastyczność w korzystaniu z niej. Obecnie finalizujemy wszystkie aspekty formalno-prawne. Na europejskich rynkach kapitałowych, mających dłuższą historię niż polski, takie programy są standardem w relacjach emitentów z inwestorami. Dla nas satysfakcja jest tym większa, że jesteśmy w elitarnym gronie spółek prekursorów programów lojalnościowych dla inwestorów na GPW i współuczestniczymy w tworzeniu nowych standardów na naszym rynku.

Nie zakładamy żadnych progów udziału inwestorów w programie, które wartościowałyby jego powodzenie.

Na ilu inwestorów liczycie Państwo na początek, powiedzmy do końca roku? Ilu członków programu „Energa w Akcji!” będzie przez Państwa odczytane jako sukces?

Już spotkał się z bardzo dobrym przyjęciem inwestorów. Przygotowując ten projekt chcieliśmy wyprzedzić oczekiwania inwestorów w Polsce w zakresie nowych aktywności i nowej jakości relacji ze spółką. Mając dziś ponad 3 miliony klientów, będąc na giełdzie od sześciu lat i działa-



jąc jako spółka dystrybucyjna mamy budowane od dawna, dobre relacje z interesariuszami. Każdy inwestor, który ma w portfelu walory Energi, jest szczególnie ważny, ponieważ ma swój udział w rozwoju firmy, i zasługuje na naszą aktywność w relacjach wzajemnych. Jeśli zdecydował się na inwestycję w akcje, zrobił to zakładając określone efekty swojego działania. I dlatego chcemy poprzez program benefitów nagrodzić go za to, że podszedł do akcji Energi jak do inwestycji długoterminowej oraz że tym samym docenia nasze starania w budowaniu wartości spółki. Nie zakładamy żadnych progów udziału inwestorów w programie, które wartościowałyby jego powodzenie. Będziemy też dbać o to, aby wraz z rozwojem projektu był on systematycznie wzbogacany o kolejne elementy. W czerwcu podczas inicjowania programu w Karpaczu zapytaliśmy w ankietach inwestorów, czego oczekiwaliby od spółki właśnie w zakresie współpracy z akcjonariuszami. Uzyskaliśmy bardzo dużo interesujących wskazań i propozycji. Na pewno część z nich znajdzie się docelowo w naszej ofercie programu „Energa w Akcji!”, wzbogacając jego atrakcyjność.

Liczymy, wprowadzając program „Energa w Akcji!”, że grupa inwestorów indywidualnych powiększy się...

Debiut Energi w 2013 roku był prawdopodobnie najgłośniejszym wydarzeniem w tamtym roku. Zapisano się na Państwa akcje ponad 70 tys. inwestorów. Ilu dzisiaj, po 6 latach notowań na GPW, szacunkowo macie Państwo inwestorów indywidualnych? Jaki stanowią oni procent w akcjonariacie?



W naszym akcjonariacie mamy aktywną grupę inwestorów indywidualnych. Kontaktują się z nami na bieżąco, uczestniczą w organizowanych dla nich dniach inwestora. Trudno jest określić jak liczną w danym okresie grupę stanowią konkretnie nasi inwestorzy indywidualni. Ta wielkość zmienia się ze względu na naturalną swobodę inwestowania w różne akcje na GPW. Widzimy duże aktywności inwestorów na forach internetowych dotyczących naszej spółki. Cieszy nas rosnący poziom zainteresowania tym jakie mamy plany, jakie podejmujemy decyzje i jaki jest wpływ zmian w naszym otoczeniu na naszą aktywność. Liczymy, wprowadzając program „Energia w Akcji!”, że właśnie grupa inwestorów indywidualnych powiększy się i wzrośnie zainteresowanie Energią. Praktyka pokazuje, że inwestorzy, którzy w sposób przemyślany analizują i oceniają daną spółkę oraz jej otoczenie, mają znacznie większą szansę na wyższą stopę zwrotu z podjętej inwestycji w jej akcje.

Czy nie obawia się Pan tego, że w czasach, w których kursy spółek energetycznych są pod bardzo dużą presją uruchamianie programu lojalnościowego dla inwestorów indywidualnych może nie zostać przychylnie odebrane?

Wręcz przeciwnie. Uważamy, że właśnie ten projekt, jest odpowiedzią na oczekiwania inwestorów. Dziś trudno przesądzać o takim czy innym scenariuszu dla przyszłych trendów i kursów akcji na giełdzie. I dlatego szczególnie w okresach większej zmienności rynku, liczą się atrakcyjne formy nagradzania inwestorów za ich aktywność i lojalność. Tak forma zróżnicowanych benefitów ma też na celu przynieść konkretną satysfakcję inwestorom z faktu posiadania naszych akcji. Nie mamy wpływu na tendencje giełdowe, są one obserwowane także na głównych parkietach europejskich. Przeceny spółek energetycznych nie są adekwatne do ich solidnych



fundamentów, a wynikają głównie z nastawienia inwestorów do procesu spowolnienia gospodarczego w kluczowych gospodarkach Unii Europejskiej i rosnących niektórych kosztów w segmencie energetyki. Dlatego swoistym obowiązkiem odpowiedzialnych podmiotów notowanych na giełdzie, szczególnie w okresach o dużej dynamice jest dbanie o inwestorów, zwłaszcza indywidualnych.

Na przestrzeni ostatnich lat widzimy zmienność w podejściu inwestorów do akcji energetycznych spółek.

W nawiązaniu do poprzedniego pytania, czy akcje spółek energetycznych dzisiaj, przy takich uwarunkowaniach makroekonomicznych są dobrą długoterminową inwestycją?

Rynek kapitałowy od zawsze charakteryzuje się podatnością na zmiany wewnętrzne np. regulacje oraz zewnętrzne. Energetyka w kraju oczywiście odczuwa te wpływy, a dodatkowo jest teraz w procesie intensywnych zmian – inwestycji i modernizacji. Na przestrzeni ostatnich lat widzimy zmienność w podejściu inwestorów do akcji energetycznych spółek. Duże znaczenie dla inwestorów ma ich elastyczność w działaniu, sprawność organizacyjna, a ostatnio zaangażowanie inwestycyjne w Odnawialne Źródła Energii. Energa jest dziś najbardziej zieloną z krajowych spółek energetycznych. Rozwijamy źródła OZE, magazyny energii i inwestujemy w inteligentną sieć, wprowadzamy energooszczędne technologie. To są konkretne atuty przemawiające za długoterminową inwestycją. Dodatkowe wsparcie inwestorów



naszym programem lojalnościowym „Energa w Akcji!” powinno dać im dodatkowo satysfakcję z właściwie dokonanej przez nich inwestycji.

Inwestorzy indywidualni są bardzo przywiązani do dywidendy, których aktualnie spółki energetycznie nie płacą. Czy to ma szansę się zmienić?

Obserwujemy, wynikającą z ożywienia krajowej gospodarki, bardzo dużą aktywność inwestycyjną giełdowych spółek. Te ambitne plany rozwoju i budowy wartości, oznaczają w praktyce konieczność angażowania ogromnych środków. Tak dzieje się i w energetyce. Wielomiliardowe nakłady na budowę nowych aktywów, ich modernizację i dostosowywanie do wymogów środowiskowych, stałe unowocześnianie sieci przesyłowej, to wszystko wpływa na obecne decyzje akcjonariuszy w spółkach energetycznych o przeznaczaniu zysków na rozwój. Zmiany w otoczeniu energetyki przebiegają w sposób wręcz rewolucyjny i w takim tempie musimy działać. Energa jest spółką dywidendową. Obecnie nasze ambitne plany rozwojowe, zwłaszcza w aktywa OZE, zdaniem akcjonariuszy przemawiają za przeznaczaniem zysków na inwestycje. Dzięki nim tworzymy nową wartość spółki na przyszłość i zapewniamy jej długofalowy rozwój. Mamy odpowiedzialnych akcjonariuszy i na pewno, gdy uznają, że jest już właściwy czas na wypłatę dywidendy, to taką decyzję podejmą. Program lojalnościowy nie ma zastąpić dywidendy, a jest wobec niej komplementarny za to, że pozostają naszymi lojalnymi inwestorami. Chcę podkreślić, że korzyści dla wszystkich uczestników programu „Energa w Akcji!” są konkretne i co równie ważne – gwarantowane.



OFE, PPK

czyli słów kilka o wzroście świadomości konieczności samodzielnego oszczędzania na emeryturę

Edukacja

Michał Mastowski

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych



Trzeba sobie powiedzieć wprost, że Pracownicze Plany Kapitałowe są nawet niezłym pomysłem na oszczędzanie, ale kiepskim na to, aby na nich oprzeć swoją przyszłą emeryturę.

PPK są dobre, ale niewystarczające

Dlaczego są niezłym pomysłem? Bardzo ogólnie i teoretycznie do sprawy podchodząc, już na wstępie, zapewniają wysoką stopę zwrotu. To z kolei wynika z dopłat do naszych składek od pracodawcy i dopłat Państwa. Oczy-



wiecie należy mieć na uwadze, że dopłata pracodawcy będzie tak naprawdę ukrytą formą podwyżki (zamiast dostać ją do kieszeni, dostaniemy dopłatę do naszego PPK), a dopłaty Państwa pochodzą z naszych podatków, więc sami się na nią zrzucamy. Nie zmienia to faktu, że bez względu na jakość zarządzania środkami będącymi w PPK, końcowa stopa zwrotu powinna być bardzo wysoka.

Dlaczego z kolei PPK nie są super pomysłem na oszczędzanie na emeryturę? Wynika to z tego, że owszem emerytury będą dzięki PPK wyższe, ale tylko nieznacznie. Rzeczywistą różnicę poczują jedynie ludzie bardzo młodzi, którzy mają przed sobą kilkadziesiąt lat oszczędzania i w perspektywie przynajmniej przez część życia zawodowego, niezłe zarobki. Pozostałe osoby, które przystąpią do PPK, na przykład na kilka lub kilkanaście lat przed emeryturą, różnicę w wypłatach odczują jedynie symbolicznie. Ale, samo przystąpienie do PPK, samo zainteresowanie się tematem da jeszcze jeden pozytywny efekt.

Na emeryturę i tak musimy oszczędzać samodzielnie

Otóż należy jednak zaznaczyć, że efekt ekonomiczny, czyli wzrost, mniejszy bądź większy, naszych oszczędności, a przez to przyszłych emerytur ma tutaj, jak wspomniano wyżej, wymiar jedynie symboliczny. O wiele większe znaczenie będzie miało podnoszenie świadomości Polaków o konieczności samodzielnego oszczędzania na emeryturę.

Można powiedzieć, że PPK jest kolejnym dużym wydarzeniem na skalę krajową, która pomoże w podnoszeniu



świadomości Polaków co do konieczności samodzielnego oszczędzania na emeryturę. Pierwszym takim wydarzeniem był tzw. „drugi rozbiór OFE” w 2013 roku, w trakcie którego Polacy „stracili” około 140 miliardów złotych, które mieli zgromadzone w OFE.

Ten rozbiór OFE przebił się do świadomości osób, które nie są zawodowo związane z rynkiem finansowym w Polsce. Do tej pory różnymi wydarzeniami na skraju giełdy, finansów publicznych i polityki ekscytowali się głównie ludzie rynku finansowego, czyli inwestorzy giełdowi, pracownicy rynkowych instytucji infrastrukturalnych, przedstawiciele mediów, itp. Rozbiorem OFE zaczęli interesować się wszyscy. Nawet po tylu latach postrzeganie tego „przesunięcia” środków z OFE do ZUS-u jest takie, że przeciętny Polak jest przekonany, że w OFE ukradziono nam pieniądze. To jest jedna sprawa. Druga to wzrost świadomości tego, że przekazujemy do ZUS-u nasze składki, one są jakoś dzielone, ktoś tym składkami zarządza, a na samym końcu emerytur i tak nie będzie. Tzn. prawie nie będzie, ale dla wielu osób stopa zastąpienia na poziomie poniżej 30-50% bieżącej pensji brzmi wystarczająco katastroficznie. A to już działa na wyobraźnię Polaków. Sporo osób właśnie wtedy, w 2013 roku, zaczęło szukać dodatkowych sposobów na oszczędzanie na emeryturę.

Widać to np. w wynikach Ogólnopolskiego Badania Inwestorów. Od 2014 roku ankietowani po raz pierwszy zaczęli deklarować, że inwestują na giełdzie w celu oszczędzania na emeryturę (około 20-25% ankietowanych). Wcześniej praktycznie nikt nie interesował się giełdą w kontekście oszczędności emerytalnych.



Podobny efekt ma szansę teraz zostać wywołany. Wprowadzenie PPK po raz kolejny daje pretekst do publicznej dyskusji o przyszłej wysokości naszych emerytur. Wielu z nas po raz pierwszy sprawdzi ile one wyniosą, choćby z listów otrzymywanych z ZUS-u. Są one zresztą znakomitymi negatywnymi motywatorami do samodzielnego oszczędzania.

Teoretycznie dobre PPK

Warto w tym miejscu wspomnieć, że PPK ma wszystkie cechy, żeby być dobrym systemem wspomagającym oszczędzanie na emeryturę. Uwaga na słownictwo! Tak powinno być moim zdaniem PPK reklamowane, jest to system wspomagający, ale nie wystarczający. Tj. samo przystąpienie do PPK nie gwarantuje w żadnym razie wysokich i wystarczających emerytur. Zresztą podobnie było robione (i słusznie), gdy 20 lat temu startowało OFE, też oprócz startu II filara ubezpieczeń społecznych, czyli OFE, szeroko zachęcano wszystkich do samodzielnego oszczędzania w III filarze, czyli na kontach IKE i IKZE.

Wracając do dobrych cech PPK, to są one następujące:

1. System jest dobrowolny. Nikt nas do niczego nie zmusza. Mam wrażenie, że od czasów OFE Polacy są uczuleni na różne obowiązkowe systemy, w których „zabiera” nam się część wynagrodzenia
2. Z PPK można się wypisać. Jest to wybitnie nieopłacalne (ze względu na wspomniane wyżej dopłaty), ale jak ktoś się uprze, to może.
3. Składki pobierane od wynagrodzenia są niewielkie, a ponadto cały proces pobierania tych składek odbywa



się bez udziału pracowników. To jest zupełnie inna sytuacja niż ta w przypadku rachunków IKE i IKZE, gdzie świadomie trzeba się powstrzymać od bieżącej konsumpcji i przelać jakieś środki z naszego bieżącego rachunku bankowego. Dobrze wiemy, że taki proces jest ciężki z psychologicznego punktu widzenia i przez to między innymi ciągle bardzo niewiele osób oszczędza za pomocą IKE i IKZE w III filarze ubezpieczeń. W przypadku PPK będziemy dostawać na rachunek wynagrodzenie netto, już po potrąceniu wszystkich składek. Dla wielu osób te 2% wynagrodzenia nie będzie też dużym wyrzeczeniem.

4. System PPK jest całkowicie prywatny.

olacy z dużą nieufnością podchodzą do kolejnego programu emerytalnego, w ramach którego mamy się sami pozbawić części wynagrodzenia

Co z zaufaniem do kolejnych propozycji rządowych?

Przy ostatnim, czwartym, punkcie oczywiście należy zastrzec się na dłużej. To że PPK są prywatne jest jednym z najczęściej wypowiedzianych zdań, podczas różnego rodzaju wystąpień medialnych, przedstawicieli rządu. Pro-



blem jednak w tym, że Polacy już raz to słyszeli. Gdy 20 lat temu ruszały Otwarte Fundusze Emerytalne, mówiono nam, że to są nasze prywatne pieniądze, ale nie mamy do nich dostępu, gdyż Państwu zależy na naszych wysokich emeryturach, w związku z tym ktoś za nas będzie tymi pieniędzmi zarządzał. Wiemy jak to się skończyło, wyrokiem Trybunału Konstytucyjnego, który mówił, o tym, że jednak nam się tylko wydawało, że to są nasze prywatne pieniądze, potem zostaliśmy pozbawieni części obligacyjnej, a do dzisiaj wisi nad nami nierozwiązana sprawa pozostałej części akcyjnej.

To wszystko Polacy mają świeżo w pamięci. I oto serwuje nam się kolejny system emerytalny, który przynajmniej w zamyśle, powinien być niezmienny przez kilkadziesiąt lat i ponownie zapewnia się wszystkim, że gromadzone środki mają charakter prywatny. Trudno więc mieć do kogośkolwiek pretensje, że Polacy z dużą nieufnością podchodzą do kolejnego programu emerytalnego, w ramach którego mamy się sami pozbawić części wynagrodzenia.

Jest zatem wielką rolą strony rządowej, wprowadzającej PPK, aby tym razem zapracować na zaufanie Polaków. Nie ma nic gorszego dla Pracowniczych Planów Kapitałowych, gdyby skończyły jako kadłubowy program, do którego zapisze się kilkanaście procent uprawnionych. Wówczas to przestałyby też mieć znaczenie wszystkie efekty dodatkowe, o których się mówi w przypadku PPK, a mianowicie stymulowanie gospodarki, inwestycji, pozytywny wpływ na koniunkturę giełdową, itd.



Inwestować aktywnie czy pasywnie?

Oto jest pytanie!

Edukacja

Emil Łobodziński

PKO BP Dom Maklerski

Tytułowe pytanie jest bardzo często zadawane zarówno przez początkujących jak i doświadczonych inwestorów. A wbrew pozorom odpowiedź wcale nie jest taka oczywista, jak się wydaje. Wiele zależy tu nie tylko od horyzontu czasowego i rynku, ale także indywidualnych predyspozycji psychicznych.

Na początek krótkie wyjaśnienie na czym polega różnica pomiędzy tymi dwoma podejściami. Inwestowanie pasywne oznacza lokowanie środków którego celem jest osiągnięcie stóp zwrotu porównywalnych z wybranym benchmarkiem (czyli indeksem odniesienia, np. indeksem giełdowym). Cechami charakterystycznymi takiego podejścia są: niskie koszty, mała rotacja portfela, horyzont dłu-



goterminowy oraz brak konieczności aktywnego i częstego zaangażowania inwestora. Z kolei inwestowanie aktywne to przeciwieństwo powyższego. Celem w tym przypadku jest takie lokowanie kapitału, które ma prowadzić do osiągnięcia stopy zwrotu powyżej ustalonego benchmarku. Styl ten wiąże się z wyższymi kosztami, zmiennym horyzontem czasowym, częstszą rotacją portfela oraz większym zaangażowaniem inwestora.

...pasywnie można także inwestować samemu poprzez strategię kup i trzymaj na wybranych spółkach czy indeksach...

Klasycznymi przykładami inwestowania pasywnego są fundusze ETF, czyli naśladowujące wybrany indeks. Ta grupa funduszy jest w ostatnich latach zdecydowanie najsilniej rozwijającym się segmentem zarządzania aktywami. Oprócz ETF-ów do inwestowania pasywnego można zaliczyć część funduszy inwestycyjnych, ale tylko tych, które zarówno deklarują się jak i faktycznie prowadzą portfel benchmarkowy. Na koniec oczywiście pasywnie można także inwestować samemu poprzez strategię kup i trzymaj na wybranych spółkach czy indeksach, choć to wymaga już pewnego poświęcenia czasu i wiedzy aby wybrać odpowiednią spółkę. Z kolei klasycznym inwestowaniem aktywnym jest samodzielne inwestowanie (nie będące strategią kup i trzymaj). Z pozostałych instrumentów warto chociażby wspomnieć o usługach asset management czy doradztwie inwestycyjnym. Na koniec warto wskazać, że formą pośrednią po-



między aktywnym a pasywnym podejściem są fundusze inwestycyjne nie będące benchmarkowymi jak i fundusze absolutnej stopy zwrotu, czy też fundusze hedgingowe. Z punktu widzenia portfeli tych funduszy, jest to podejście aktywne, ale od strony klienta może być traktowane dwojako tj. jako aktywne lub też jako pasywne.

Trudno jednoznacznie powiedzieć która strategia jest lepsza. Z badań naukowych wynika, że w długim terminie (czyli horyzont minimum 5-10 letni) bardzo atrakcyjne jest inwestowanie pasywne poprzez np. ETF-y. Tylko mały odsetek inwestorów (w tym funduszy) jest w stanie wypracować wyższą stopę zwrotu. Problem jednak w tym, że takie podejście wymaga od inwestora dużej dawki cierpliwości oraz odporności na przejściowe korekty czy nawet bessę. A o to jest bardzo trudno. Ponadto warto pamiętać, że takie podejście sprawdza się dobrze, kiedy rynek generalnie rośnie czyli mamy okres hossy. Jeśli natomiast mamy długi okres trendu bocznego to nawet mimo długiego okresu inwestowania nasze zyski mogą nie być rewelacyjne. I zwłaszcza wtedy atrakcyjne może być inwestowanie bardziej aktywne. Wymaga ono więcej czasu i wiedzy ale może zapewnić, zwłaszcza w krótszym horyzoncie czasowym, wyższe stopy zwrotu.

Jeśli zatem chcielibyśmy zacząć inwestować aktywnie to od czego zacząć? Moim zdaniem ciekawą propozycją jest doradztwo inwestycyjne. Łączy ono w sobie kilka zalet w postaci: pełnej kontroli nad rachunkiem inwestycyjnym, możliwością nauki od osób zawodowo zajmujących się inwestowaniem, szansą na zdobycie wiedzy (zwłaszcza fundamentalnej) o poszczególnych spółkach, relatywnie niskich kosztach oraz, co chyba najważniejsze, nie wymaga poświęcania dużej ilości czasu.



No dobrze, a co z wynikami? Kluczowe w przypadku inwestowania aktywnego jest to czy nasza stopa zwrotu jest wyższa niż odpowiedniego benchmarku. Można to zmierzyć np. tzw. wskaźnikiem alfa, czyli różnicą pomiędzy osiągniętą stopą zwrotu a benchmarkiem. Jako przykład, poniżej zamieszczamy tabele ze wspomnianym wskaźnikiem dla portfeli w ramach doradztwa DM PKO.

	Obligacyjny plus	Zrównoważony	Dochodowy	Globalny	Agresywny
Wynik portfela od startu (3.07.2017)	6,28%	2,39%	-4,08%	19,69%	10,42%
Alfa	2,96%	3,34%	-0,27%	4,04%	18,64%

Tabela 1. **Wyniki portfeli i alfa od startu portfeli**

Źródło: Obliczenia własne DM PKO BP na dzień 28.06.2019

	Obligacyjny plus	Zrównoważony	Dochodowy	Globalny	Agresywny
Wynik portfela od startu (3.07.2017)	3,15%	5,45%	3,59%	8,03%	13,87%
Alfa	1,48%	4,02%	2,33%	1,32%	10,8%

Tabela 1. **Wyniki portfeli i alfa za okres ostatnich 12 miesięcy**

Źródło: Obliczenia własne DM PKO BP na dzień 28.06.2019





Forum Finansów i Inwestycji

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

Wydarzenie dla każdego kto myśli o swojej finansowej przyszłości

10-11 stycznia 2020 r.

Stadion Narodowy w Warszawie

Giełda | Waluty | Nieruchomości | Blockchain
Fundusze Inwestycyjne | Produkty bankowe | Startupy
Inwestycje w systemie condo | Inwestycje alternatywne

Poznaj różne formy inwestowania
Weź udział w targach inwestycyjnych
Zdobądź wiedzę o inwestowaniu podczas warsztatów

WWW.FORUMFINANSOW.PL

ORGANIZATOR



Stowarzyszenie
Inwestorów
Indywidualnych

Amerykańskie IPO

w portfelach polskich inwestorów

Felieton

Kamil Szymański

mBank Dom Maklerski

Większość inwestorów giełdowych w Polsce posiada obecnie nieskrępowany dostęp do handlu na zagranicznych giełdach. W jaki sposób mogą brać oni udział w amerykańskich IPO i jak atrakcyjny jest ten rynek?

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie potrzebuje ponad czterech lat, aby osiągnąć jednodniowy obrót giełdy nowojorskiej, a kapitalizacja samego indeksu S&P500 przekracza 150-krotnie wartość wszystkich spółek notowanych na GPW. Różnica skali między oboma rynkami widoczna jest też w liczbie IPO. W 2019 na parkiecie w Nowym Yorku debiutowało ponad 100 spółek a od początku roku 2018 już ponad 300. Dla porównania na GPW mieliśmy



w tym roku 1 nową ofertę publiczną. W parze z ilością ofert za oceanem idzie też rozmiar debiutujących spółek. Przeciętne IPO opiewa na sumę kilkuset milionów dolarów, a wartość wielu ofert liczona jest w miliardach. Spółki debiutujące w USA to absolutni liderzy swoich branż oraz prawdziwe rekiny nowych technologii.

Najbardziej zaawansowanym projektem polskiej spółki jest aktualnie MabionCD20 – lek biopodobny do szeroko stosowanego w leczeniu nowotworów krwi oraz reumatoidalnego zapalenia stawów

Ogromna atrakcyjność amerykańskich IPO i ponadprzeciętny popyt na nowo emitowane akcje ma jednak negatywne konsekwencje dla większości inwestorów indywidualnych. Banki inwestycyjne wprowadzające spółki na giełdę, nie mają problemu ze znalezieniem chętnych na nowe emisje. Ograniczają więc dostęp do IPO do bardzo wąskiej grupy brokerów obsługujących inwestorów indywidualnych. Wybrani brokerzy są z kolei tak samo selektywni w stosunku do własnych klientów. W efekcie do IPO dopuszczana jest ekskluzywna grupa najbardziej aktywnych inwestorów detalicznych, posiadających salda rachunków maklerskich dochodzących nawet do \$500,000 jako wymóg minimum lub należąca do segmentu typu Private Banking.

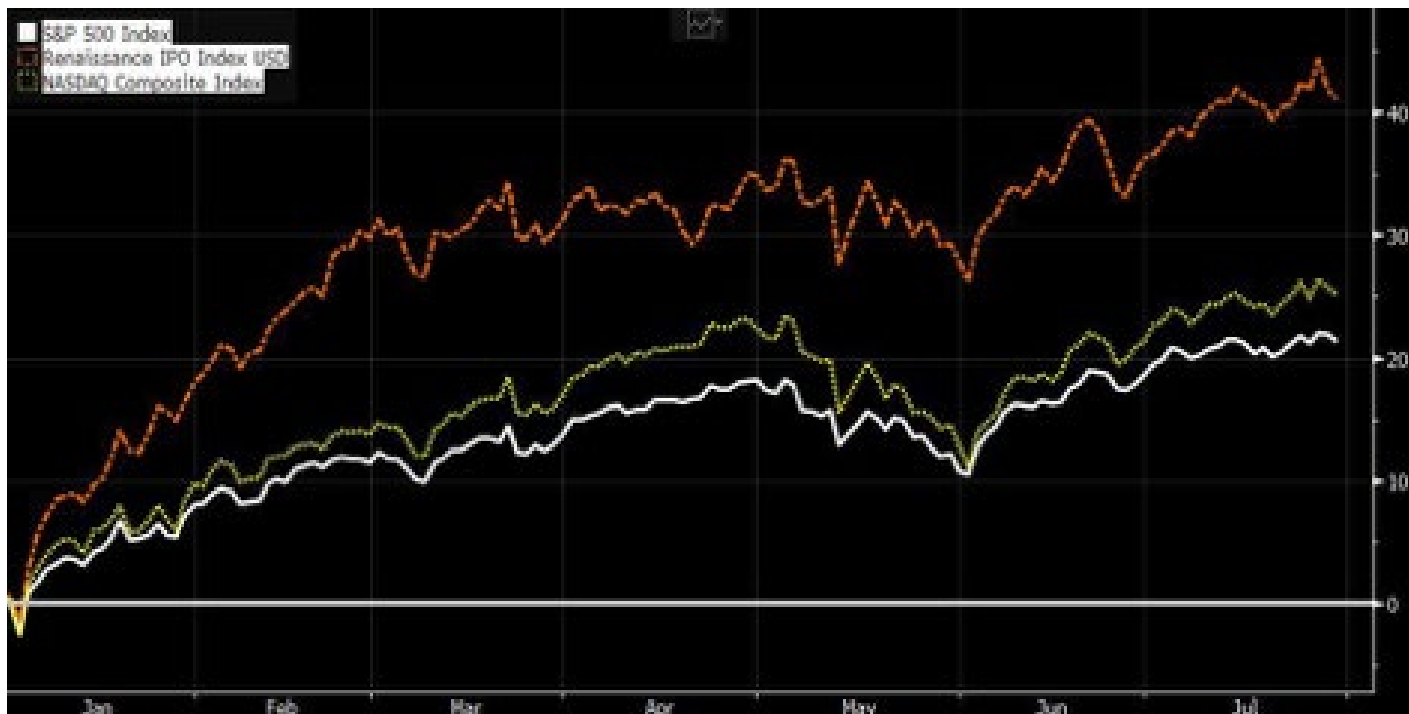


Okres po samym debiucie jest zazwyczaj bardzo istotny dla spółki i obfituje w wiele wydarzeń.

Opisane ograniczenia oznaczają, że dla większości klientów w USA przygoda z amerykańskimi debiutami wygląda tak samo jak w przypadku większości klientów polskich – w momencie rozpoczęcia notowań na giełdzie. Okres po samym debiucie jest zazwyczaj bardzo istotny dla spółki i obfituje w wiele wydarzeń. Spółka nie ma jeszcze żadnej historii notowań, a sesje giełdowe często charakteryzują się wtedy ponadprzeciętną zmiennością oraz wolumenami obrotu. Inwestorzy oczekują pierwszych informacji płynących ze spółki, w tym pierwszych raportów finansowych. Na giełdzie zaczyna kształtować się cena akcji. Kształtują się również pierwsze formacje, które mogą zostać poddane analizie technicznej. Należy też pamiętać, że nie wszystkie nowe emisje to natychmiastowe sukcesy. Często to właśnie okres bezpośrednio po debiucie daje okazję kupna po atrakcyjniejszej cenie niż samo IPO.

Renaissance IPO Index daje ciekawy wgląd w zachowanie amerykańskich spółek w okresie po giełdowym debiucie. Index zawiera notowania spółek już po wejściu na giełdę, ale zanim spędzą na niej 500 dni lub staną się częścią istniejącego indeksu. Obecny rok jest przychylny dla tego typu akcji. Index IPO osiągnął w 2019 (stan na koniec lipca) zwrot ponad 40% i jest prawie dwukrotnie większy niż zwrot z indeksów S&P 500 oraz Nasdaq Composite.





Źródło: Bloomberg. Okres 1 Styczeń – 31 Lipiec 2019

Rok 2019 to także okres wyjątkowo spektakularnych debiutów. Tegoroczne IPO to między innymi Uber – największy debiut amerykańskiej spółki od czasu Facebooka, Levis – firma weszła na giełdę już drugi raz podczas swojej 150-letniej historii, Luckin Coffe, Douyu – kolejni giganci chińskiej ekonomii szturmujący światowe giełdy, Zoom, Pinterest, CrowdStrike – niezwalniający tempa liderzy nowych technologii oraz Beyond Meat – niekwestionowana gwiazda IPO 2019. Spółka Beyond Meat specjalizuje się w produkcji wegańskiego substytutu wołowiny, a jej burgery można kupić też w polskich restauracjach. Akcje w IPO zostały wycenione na \$25 podczas majowego debiutu. Giełdowe notowania otworzyły się ceną \$45, a na zamknięciu pierwszej sesji wyniosły już \$65. Pod koniec lipca cena doszła do poziomu \$239. Takie IPO rozgrzewają wyobraźnię inwestorów i przypominają o tym, jaki potencjał oferują innowacyjne spółki kupione we wczesnej fazie wzrostu.



Do debiutu w drugiej połowie roku przygotowują się m.in. Airbnb, RobinHood oraz WeWork. Te emisje nie są jeszcze oficjalnie zarejestrowane, ale już wywołują duże poruszenie wśród inwestorów.

Szeroko komentowane debiuty giełdowe są doskonałą okazją, by na spokojnie przyjrzeć się nowym spółkom, ocenić ich atrakcyjność i rozpocząć przygodę

Polscy inwestorzy posiadają obecnie bezproblemowy dostęp do handlu na zagranicznych giełdach. Wygląda on tak jak na GPW. Ceny zakupów są również atrakcyjne, w Domu Maklerskim mBanku opłata transakcyjna to 0,29%, min. 19 zł. Koszt przewalutowania, jeżeli do takiego dochodzi przez platformę transakcyjną, jest atrakcyjniejszy niż w kantorach internetowych. Po zakupie stajemy się posiadaczami prawdziwych akcji, z prawem do dywidendy i możliwością udziału w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy.

Rynek amerykański onieśmiela swoimi rozmiarami. Liczba płynnych spółek mimo bardzo znanych nazw, jak Coca-Cola czy Disney może na początku przytłaczać. Szeroko komentowane debiuty giełdowe są więc doskonałą okazją, by na spokojnie przyjrzeć się nowym spółkom, ocenić ich atrakcyjność i rozpocząć przygodę z największym rynkiem kapitałowym świata.





Czy ekspozycja cen złota jest nieunikniona?

Edukacja

Łukasz Chojnacki
Chojnacki & Kwiecień

Złoto zwraca uwagę na siebie w ostatnich latach ponieważ jego cena rośnie. To typowe, że ludzką uwagę przyciąga to co drożeje. To „normalne”, że ludzie podążają za trendami a nie trendy za ludźmi. Czy to co się dzieje na rynku złota oznacza jego dalsze wzrosty? Czy perspektywy dla tego kruszcu są pozytywne?

Realna wartość złota

Złoto w odróżnieniu od innych aktywów nie traci swojej wartości. Oczywiście bywały trendy spadkowe (lata 80. i 90.), lecz w okresie długoterminowym metal trzyma swoją wartość. Chodzi o wartość nabywczą.



W 1927 roku Henry Ford zoptymalizował proces produkcyjny auta dla mas. Najbardziej standardowa wersja Forda, czyli „auta dla mas” kosztowała 270 dolarów. Można było płacić w papierowych banknotach lub w złotych monetach. W przypadku tych drugich trzeba było mieć 14,5 uncji, a więc 14,5 monety aby nabyć auto.



Do 1934 roku cena złota wynosiła 20 dolarów za uncję. Później – do 1971 roku – wynosiła 35 dolarów.

Współcześnie papierowe 270 dolarów pozwala na nabycie używanych opon, podczas gdy 14,5 uncji złota to równowartość około 20 tysięcy dolarów, co pozwala na nabycie... najbardziej standardowej wersji Forda Focusa, a więc „auta dla mas”. Takich porównań jest znacząco więcej. 20 dolarów 100 lat temu pozwalało na nabycie skrojone-



go na miarę garnituru. Dziś na to samo potrzeba starych złotych 20 dolarów. Za papierowe 20 „zielonych” możemy kupić sobie co najwyżej krawat.

Przez dwie kolejne dekady polityka wysokich stóp procentowych sprawiła że cena złota spadała.

Nominalne wartości również wskazują na to samo. Do 1934 roku cena złota wynosiła 20 dolarów za uncję. Później – do 1971 roku – wynosiła 35 dolarów. Kiedy przestała być regulowana, zaczęła być odzwierciedleniem zjawiska inflacji, które jako główne powoduje wzrost ceny złota.

Inflacja

Inflacja nie jest wzrostem cen. Jest wzrostem podaży pieniądza, który to dopiero powoduje wzrost ceny kruszcu. Ten mechanizm jest stary jak świat. Dobitnie pisali o tym m.in. Kopernik, Hume, von Mises.

Dynamiczne wzrosty ceny złota wiążą się z dodrukiem dolara, w którego posiadaniu w największej mierze byli Amerykanie. Ich polityka socjalna i militarna w latach 60. i 70. XX wieku sprawiła że cena kruszcu pobiła rekord w 1980 roku, osiągając poziom 850 dolarów. Przez dwie kolejne dekady polityka wysokich stóp procentowych sprawiła że cena złota spadała. Nigdy jednak nie spadła poniżej 250 dolarów. Dlaczego?



Czy złoto będzie drożeć?

Klamka zapadła już lata temu. Eksplozja cenowa jest tylko kwestią czasu.

Polityka banków centralnych

Wzrost wartości złota gwarantują rządy i banki centralne, które zgodnie realizują inflacyjną politykę monetarną. Oznacza to, że permanentnie zwiększają one dług oraz ilość pieniądza w obiegu. Nominalnie wszystkie kraje stają się coraz bogatsze. O realnych tego konsekwencjach nie mówi się już wprost. Uczy się za to, że inflacja pomaga w zwiększaniu konsumpcji, a ta z kolei służy PKB, które to ostatecznie przekłada się na nasz standard życia. Pomija się w tym wszystkim fakt, że polityka inflacyjna zabija sens oszczędzania. Milczy się też na temat tego, że posiadaczy środków zmusza do inwestowania, a więc podejmowania decyzji silnie związanych z ryzykiem. Ale jest coś jeszcze...

2007

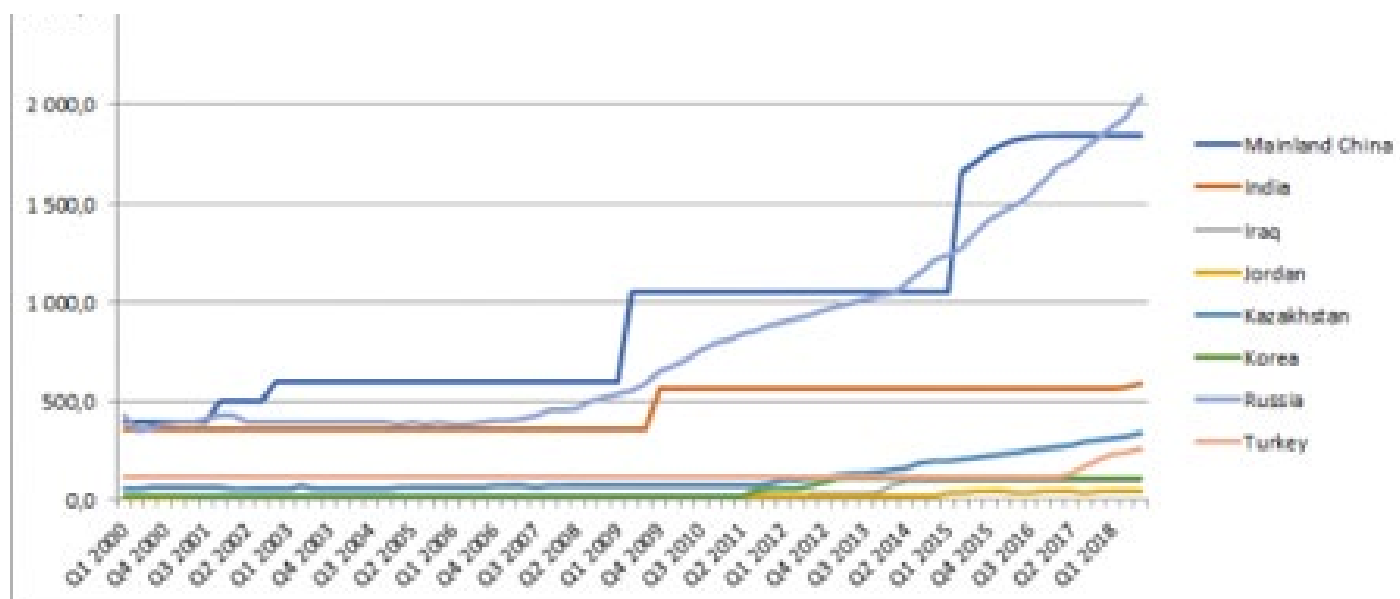
O ile na przestrzeni dekad złoto musiało drożeć stopniowo (w związku ze stopniowym lecz stabilnym przyrostem masy pieniądza), o tyle od 2007 roku jego cena ma prawo eksplodować. Kryzys związany z kredytami typu sub prime oraz upadek Lehman Brothers sprawił, że Amerykanie zdecydowali się na realizację tzw. Programów Ilościowego Luzowania. W praktyce były one dodrukiem masy pieniądza na bezprecedensową skalę. Z niespełna biliona dola-



rów baza monetarna w relatywnie krótkim czasie wzrosła do czterech bilionów. Tylu dolarów ani świat ani Ameryka nigdy nie posiadały. Kiedy środki te ostatecznie napłyną na rynek metali cena dosłownie oszaleje.

Geopolityczny katalizator

Sam fakt istnienia pieniądza o niczym nie mówi. Jego napłynięcie na dany rynek winduje dopiero ceny. W 2007 roku, kiedy Amerykanie stwierdzili, że będą ratować swoje instytucje finansowe, poprzez dodruk banknotów, świat stwierdził: „My mamy ich dolary. Oni mogą je drukować, my nie. Kiedy oni to robią wartość dolarów, które posiadamy spada. To nie fair.” Wśród krajów, które polityką USA są najbardziej zagrożone są Chiny i Rosja. To one właśnie rozpoczęły masowe zakupy złota za „zielone” dolary. Według danych World Gold Council rezerwy złotego kruszcu zaczęły się zwiększać za pośrednictwem tych krajów właśnie w 2007 roku.



Źródło: [World Gold Council \(www.gold.org/\)](http://www.gold.org/)



Polityka banków zachodnich

O ile Rosjanie, Chińczycy i kilka innych krajów z Azji może otwarcie mówić o chęci pozbycia się dolara i zastąpienia go złotem, o tyle kraje zachodnie nie mogą sobie pozwolić na taki manifest. Ich działania są jednak jednoznaczne. Niemcy, Holandia, Austria, Turcja i kilka mniejszych ściągają swoje złoto ze skarbców z Londynu i Nowego Jorku. Polska, Węgry, Białoruś i szereg innych dodatkowo nabywa złoto. Działania te nie są profilaktyczne. Są reakcją na spadek wartości dolara.

...wzrosty które nas czekają nie będą dotyczyć przeskoków z 20 na 35 dolarów czy z 35 na 850 dolarów.

Podsumowanie

Bieżące wydarzenia na rynku złota nie są niczym nowym. Ten schemat był już realizowany w latach 20-30 oraz 60-70 XX wieku. Różnica jest taka, że wzrosty które nas czekają nie będą dotyczyć przeskoków z 20 na 35 dolarów czy z 35 na 850 dolarów. Czekają nas wzrosty na pułapy niewyobrażalne. I z tego między innymi powodu wielu inwestorów wciąż patrzy na kruszec z dużą dozą sceptycyzmu.



Niebezpieczeństwo długiego trendu wzrostowego

Felieton

Kamil Jaros

Admiral Markets

Amerykański rynek akcji od marca 2009 roku, a więc przeszło dekadę, znajduje się w trendzie wzrostowym. Niedawno pojawiły się nowe maksima tej tendencji, a więc nie jest dobry czas na to, by wspominać o tym, czym ten wyjątkowo długi okres dobrej koniunktury może się zakończyć.

Kiedyś przyjdą spadki cen – to oczywiste. Nie o tym dziś jednak będzie. Dekada niemal nieprzerwanego wzrostu cen niesie bowiem inne niebezpieczeństwa, o których wypada przestrzec.



Długa hossa problemem?

Ponad 10 lat wzrostu wycen akcji wiąże się naturalnie z pojawieniem się sugestii, że wyceny spółek są obecnie już przesadnie wysokie. Biorąc pod uwagę popularne w ostatnim czasie miary (choćby wskaźnik CAPE) można faktycznie powiedzieć, że z punktu widzenia historycznych wartości rynek znajduje się dużo powyżej średniej. Niemniej taki stan rzeczy trwa już kilka lat i jakoś nie przeszkadza to w wyznaczaniu nowych rekordów trendu. Zresztą, biorąc pod uwagę tempo wzrostu amerykańskiej gospodarki aktualny okres koniunktury może i jest długi, ale skala poprawy wcale do rekordowych nie należy. Innymi słowy, do euforii w gospodarce jeszcze tam daleko, a więc zwyżka może jeszcze potrwać.

Zagrożenia, o których chciałem wspomnieć dotyczą nie tego, że wyceny mogą spaść, ale tego, ile ten spadek może wynieść.

W tym tekście nie będziemy jednak poszukiwać idealnych wskazówek do złapania szczytu hossy. Zagrożenia, o których chciałem wspomnieć dotyczą nie tego, że wyceny mogą spaść, ale tego, ile ten spadek może wynieść. Ma to właśnie związek z tym, że trend jest tak długi. Długość trwania hossy przekłada się bowiem na pewne konsekwencje, z których część jest widoczna, a część może nie do końca być uświadomiona.



Kadry bez doświadczenia z czasu bessy

Pierwszym z takich skutków długotrwałej tendencji wzrostowej jest to, że wiele osób zatrudnionych w branży finansowej, a w szczególności na Wall Street nie doświadczyło w swojej całej karierze bessy z prawdziwego zdarzenia. Trwający trend wzrostowy sprawia, że towarzystwo jest nieco zmanierowane, bo dotychczas cała strategia inwestycyjna sprowadza się do zakupów w trakcie okresów słabości. Wiele osób ma za sobą 10 lub nieco

Analiza ekspozycji na ryzyko powinna pomóc w szarżowaniu na rynku. Szczególnie przy spadkowych tendencjach.

mniej lat doświadczenia zawodowego, a o prawdziwym trendzie spadkowym słyszało jedynie od kolegów z większym doświadczeniem. Obserwacja wykresów historycznych to nie to samo, co doświadczenie na własnej skórze presji spadających cen i serii błędnych decyzji, gdy wciąż ma się ochotę łapać okresy słabości z myślą o wznowieniu wzrostu. Tylko, że w pewnym momencie wzrost nie zostanie wznowiony.



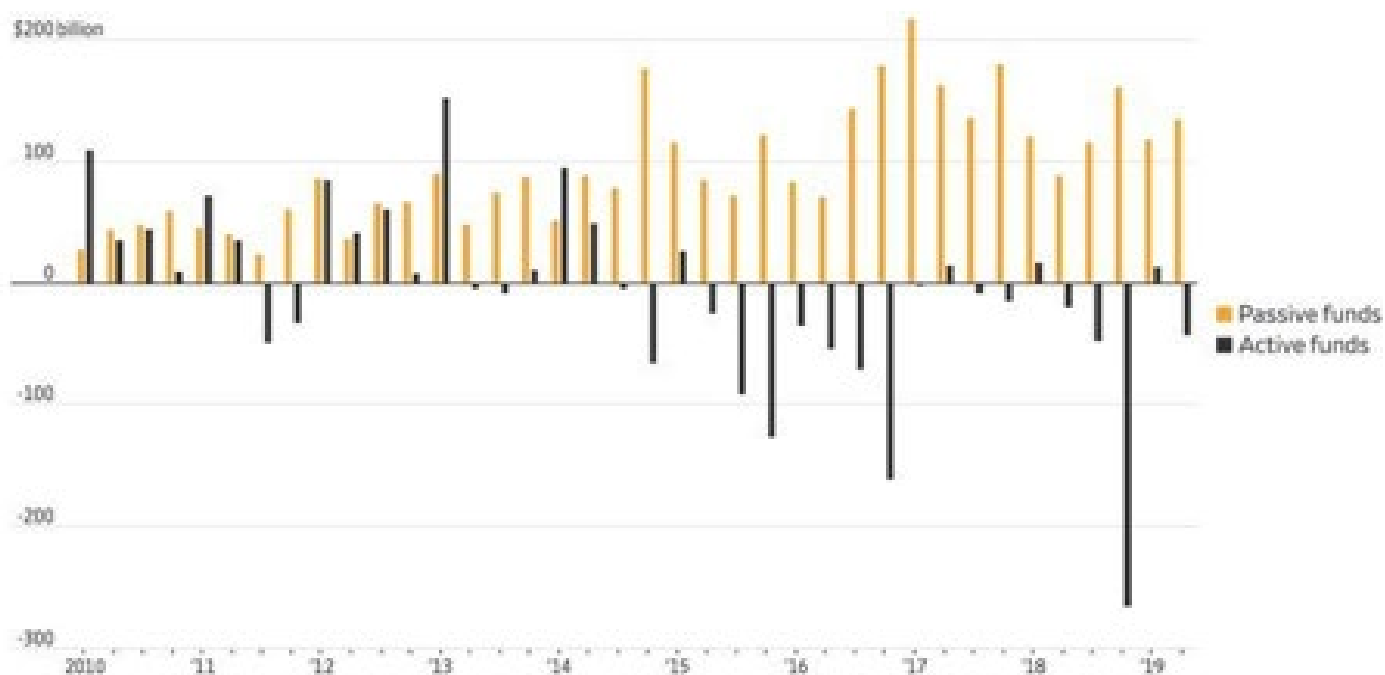
Można śmiało zakładać, że taka fala spadków cen przełoży się na szereg błędnych decyzji, które w konsekwencji mogą przeciągnąć okres dekonunktury, a sam spadek przyspieszyć. Wiele osób będzie przechodziła swój chrzest bojowy już na odpowiedzialnych stanowiskach, co rodzi obawy o całość systemu. Tu jednak pewnym amortyzatorem są wewnętrzne regulacje instytucji finansowych. Analiza ekspozycji na ryzyko powinna pomóc w szarżowaniu na rynku. Szczególnie przy spadkowych tendencjach. Niestety historia uczy, że zaufanie do regulacji podmiotów finansowych może zostać nadszarpnięte. W ostatnich kilku dekadach mieliśmy do czynienia ze spektakularnymi upadkami, lub przynajmniej istotnymi stratami dużych podmiotów. Te straty wynikały właśnie z tego, że wspomniane wewnętrzne regulacje były naciągane, lub po prostu omijano je, a cały proceder wychodził na jaw, gdy już było za późno. Podsumowując, znaczna część branży nie jest przygotowana na ewentualność mocnych spadków.

Miraż skuteczności w naśladowaniu rynku

Co gorsza, na taką ewentualność nie są przygotowani także inwestorzy, a szczególnie grupa millenialsów. I tu dochodzimy do drugiego punktu, który chciałem poruszyć. Wspomniany długoterminowy trend wzrostowy znieczulił inwestorów na spadki. Rzućmy okiem na poniższy wykres.



Net flows, quarterly



Note: Estimates for U.S. open-end and exchange-traded funds. Passive category includes all funds that track market indexes including leveraged and sector funds.

Source: Morningstar

Źródło: Twitter – [@jessefelder](#)

...w czasie tej hossy, gdy któryś z zarządzających próbował coś kombinować, to zwykle kończyło się to klapsem od rynku...

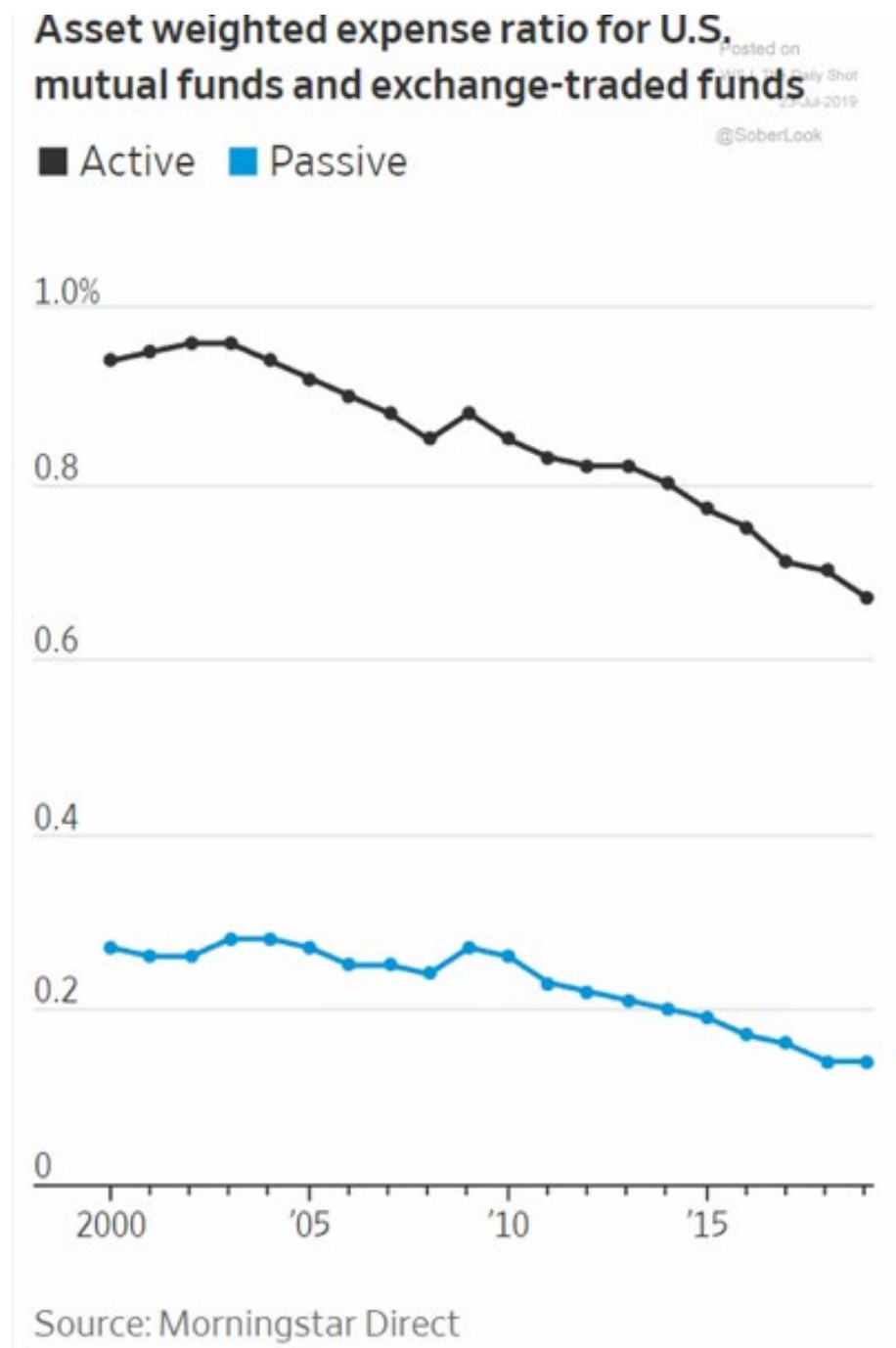
Słupki wskazują na kwartalną wartość netto kapitałów napływających/odpływających do funduszy o strategii aktywnej i funduszy o strategii pasywnej. Od dłuższego już czasu widać systematyczny napływ kapitału do funduszy pasywnych oraz odpływ do funduszy aktywnych.

Biorąc pod uwagę ostatnią dekadę i wyniki, jakie przedstawiają poszczególne fundusze, nie można się dziwić.



Rzadko który fundusz aktywnej alokacji był w stanie osiągnąć wynik lepszy od tego, co wykonał w tym czasie samodzielnie indeks S&P500. Tak, w czasie tej hossy, gdy któryś z zarządzających próbował coś kombinować, to zwykle kończyło się to klępem od rynku i zwiększeniem dystansu do samego indeksu.

Nie bez znaczenia są tu także koszty. Wprawdzie zarówno w klasie funduszy aktywnych, jak i pasywnych notuje się spadek kosztów zarządzania, to dysproporcja między obiema grupami jest znacząca, co pokazuje poniższy wykres.



Źródło: Twitter – [@SoberLook](#)



Skoro więc i wyniki są lepsze oraz koszty mniejsze to wszystko jest w porządku? Rynek rozstrzyga, a więc wygrywa usługa lepsza i tańsza. Problem w tym, że takie wnioski są złudne. Owszem, w czasie dobrej koniunktury trudno jest pokonać rynek. Rosnące ceny akcji sprawiają, że opcja trzymania się tendencji wydaje się najlepszą strategią. Niestety nic nie trwa wiecznie, a trend wzrostowy w końcu się zmieni na spadkowy.

...dzięki aktywności zarządzających jest możliwość, by wyniki w fazie dekonunktury okazały się wyraźnie lepsze...

Ryzyko słabych rąk

Rosnąca z każdym kwartałem ilość kapitału ulokowanego w jednostki funduszy pasywnych (po prostu naśladowających indeksy) to bomba, która wybuchnie w mało przyjemnym dla rynku momencie. Zwolennicy strategii pasywnych są zdania, że nie ma szans na pokonanie rynku w długim terminie i dlatego lepiej pozostać przy naśladowaniu indeksu. Ostatnie 10 lat zdają się to potwierdzać, ale prawda jest taka, że strategie aktywnej alokacji nie wykazują swojej przewagi w okresie dobrej koniunktury, ale właśnie wtedy, gdy ona się zmienia, a wyceny akcji zaczynają spadać.



Naśladowanie indeksu to zgoda na wahania kapitału w rytm zmian wartości indeksu. Tym samym zgoda na spadek wartości ulokowanego kapitału o 40-50 proc. Takie spadki indeksów miały miejsce, a więc niby dlaczego nie miałyby się powtórzyć. Czy przywykli do wzrostów wycen inwestorzy faktycznie są na to gotowi. Obawiam się, że nie do końca, a w związku z tym, gdy rynek faktycznie mocno się i ceny będą spadać o ponad 20 proc., czy zwolennicy naśladowania średnich rynkowy wytrzymają presję? Historia uczy, że inwestorzy indywidualni podejmują kiepskie decyzje, a więc sprzedają, gdy rynek już jest w zaawansowanej fazie przeceny. Taka fala rozczarowanych wynikami strategii pasywnych może skutkować pogłębieniem spadków.

Podsumowanie

Ostatnia dekada nie należała do dobrych dla strategii aktywnych, ale one wrócą do łask. Strategie aktywne mogą osiągać słabsze wyniki, gdy koniunktura jest dobra, ale za to dzięki aktywności zarządzających jest możliwość, by wyniki w fazie dekoniunktury okazały się wyraźnie lepsze od rynku. Ochrona kapitału powinna być na pierwszym miejscu, a naśladowanie indeksów nie wydaje się optymalnym rozwiązaniem z tego punktu widzenia.





Ochrona danych osobowych akcjonariuszy przez spółki publiczne

Prawo

Jarosław Dzierżanowski

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

Wykonywanie obowiązków informacyjnych przez spółki publiczne często wiąże się z koniecznością przekazania do publicznej wiadomości danych osobowych akcjonariuszy. Zakres danych podlegających upublicznieniu zależy od rodzaju obowiązku informacyjnego.

Już na wstępie podkreślić jednak należy, że każdy przypadek przetwarzania (w tym przekazywania do publicznej wiadomości) danych osobowych musi czynić zadość wyrażonej w ogólnym rozporządzeniu o ochronie danych¹ (RODO) zasadzie minimalizacji. Zgodnie z jej treścią dane osobowe muszą być adekwatne, stosowne oraz ograniczo-



ne do tego, co niezbędne do celów, w których są przetwarzane. Zatem, ilekroć na gruncie przepisów prawa lub danego stanu faktycznego powstałaby wątpliwość odnośnie zakresu danych osobowych, jakie należy przekazać do publicznej, należy ją zawsze rozstrzygać w oparciu o tę zasadę. W praktyce stosowanie zasady minimalizacji nierzadko stwarza spółkom publicznym trudności.

zdarzały się przypadki, gdy spółki załączały do raportu bieżącego skan otrzymanego od akcjonariusza zawiadomienia o zmianie stanu posiadania akcji ujawniając tym samym poza jego imieniem i nazwiskiem również inne dane osobowe.

Obowiązki notyfikacyjne

Najczęstsze przypadki bezprawnego ujawnienia danych osobowych mają miejsce przy wykonywaniu obowiązków notyfikacyjnych przez nabywców znacznych pakietów akcji. Akcjonariusz, który osiągnął lub przekroczył próg 5% ogólnej liczby głosów w spółce lub pozostałe progi notyfikacyjne² jest obowiązany niezwłocznie zawiadomić o tym Komisję Nadzoru Finansowego oraz spółkę, z której akcji



przekroczył określony próg ogólnej liczby głosów. Zawiadomienie, poza wymaganymi informacjami o stanie posiadania akcji, zawiera zwykle takie dane osobowe jak imię, nazwisko, adres zamieszkania lub adres korespondencyjny, a czasem również adres e-mail lub numer telefonu komórkowego. Niestety zdarzały się przypadki, gdy spółki załączały do raportu bieżącego skan otrzymanego od akcjonariusza zawiadomienia o zmianie stanu posiadania akcji ujawniając tym samym poza jego imieniem i nazwiskiem również inne dane osobowe. Z przepisów wynika zaś, że w przypadku publikacji raportu bieżącego o zmianie stanu posiadania ogólnej liczby głosów przez danego akcjonariusza, spółka publiczna ma prawo przekazać do publicznej wiadomości jedynie imię i nazwisko zawiadamiającego akcjonariusza. Dlatego też jeżeli już spółka decyduje się na załączenie do raportu bieżącego skanu powiadomienia notyfikacyjnego powinna uprzednio utajnić (zamaskować) pozostałe dane osobowe zawiadamiającego.

Protokół z walnego zgromadzenia akcjonariuszy

Kolejna kategoria obowiązków informacyjnych, przy wykonywaniu których pojawiają się przypadki naruszenia zasad ochrony danych osobowych dotyczy raportowania o przebiegu walnego zgromadzenia, w tym o treści podjętych uchwał i zgłoszonych do nich sprzeciwach. Najprostszym sposobem wypełnienia tych obowiązków jest publikacja skanu protokołu z walnego zgromadzenia. W sporządzonym przez notariusza protokole znajdują się jednak dane osobowe uczestników obrad. W przypadku przewodniczącego walnego zgromadzenia tak szczegółowe jak imię i na-



zwisko, imiona rodziców, seria i numeru dowodu osobistego oraz adres zamieszkania. Przepisy prawa nie pozwalają natomiast na publikację innych danych osobowych przewodniczącego walnego zgromadzenia jak wyłącznie jego imienia i nazwiska. Innym przykładem mogą być dane akcjonariusza zgłaszającego sprzeciw do uchwały. Emitent ma obowiązek przekazać w raporcie bieżącym informacje o sprzeciwach zgłoszonych do protokołu podczas obrad walnego zgromadzenia, ze wskazaniem, których uchwał dotyczyły. Żaden przepis nie uprawnia go natomiast do publikowania jakichkolwiek danych osobowych akcjonariusza, który zgłosił sprzeciw do protokołu. Dlatego jeżeli już spółka decyduje się na publikację protokołu z walnego zgromadzenia powinna usunąć z jego treści wszelkie nadmierne dane osobowe.

Zakaz ujawniania nadmiernych danych osobowych jest w tym przypadku tak samo istotny jak przy publikacji raportów bieżących

Lista akcjonariuszy uprawnionych do udziału w walnym zgromadzeniu

Inny stosunkowo często popełniany błąd, jednakże co ciekawe prawie wyłącznie przez spółki notowa-



ne na NewConnect, dotyczy sporządzania i udostępniania listy akcjonariuszy uprawnionych do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu. Przedmiotowa lista powinna zawierać wyłącznie nazwiska i imiona albo firmy (nazwy) uprawnionych do udziału w obradach, ich miejsce zamieszkania (siedzibę), liczbę, rodzaj i numery akcji oraz liczbę przysługujących im głosów. Tymczasem spółki z NewConnect traktują czasami otrzymaną od Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych listę osób uprawnionych do udziału w walnym zgromadzeniu spółki publicznej jako listę akcjonariuszy uprawnionych do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu, o której mowa w art. 407 § 1 Kodeksu spółek handlowych. Pomijając w tym miejscu zupełnie kwestię, że lista, o której mowa w art. 407 § 1 KSH powinna być podpisana przez zarząd emitenta, zwrócić należy uwagę, że lista przekazana przez KDPW zawiera więcej danych niż wymaga ująć Kodeks spółek handlowych, w tym takie dane jak nazwa domu maklerskiego, w którym akcjonariusz prowadzi rachunek papierów wartościowych.

Spółki powinny przykładąć większą uwagę do sporządzania listy akcjonariuszy uprawnionych do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu dbać o to by nie ujawniać innych danych osobowych jak wyłączenie tych, które są wymagane przepisami prawa. Zakaz ujawniania nadmiernych danych osobowych jest w tym przypadku tak samo istotny jak przy publikacji raportów bieżących, z uwagi iż każdy akcjonariusz spółki publicznej ma prawo żądać przestania mu listy akcjonariuszy nieodpłatnie pocztą elektroniczną, podając adres, na który lista powinna być wysłana.



Odmowa udostępnienia dokumentów

ilekroć pojawią się wątpliwości interpretacyjne co do zakresu danych osobowych, (...) każdorazowo należy posłkować się zasadą minimalizacji.

Zdarzają się też przypadki powoływania się na przepisy RODO celem uniemożliwienia akcjonariuszowi zapoznania się danymi, do których ma prawo, jak np. odmowa udostępniania listy akcjonariuszy uprawnionych do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu, uzasadniana przez spółkę obowiązkiem ochrony danych osobowych. Jest to jednak działanie całkowicie bezprawne. Zgodnie z przepisami RODO przetwarzanie danych osobowych jest zgodne z prawem w przypadku, gdy – i w takim zakresie, w jakim przetwarzanie jest niezbędne do wypełnienia obowiązku prawnego ciążącego na administratorze. Art. 407 § 11 KSH nakłada na spółkę publiczną (administratora) obowiązek przesłania na żądanie akcjonariusza ww. listy akcjonariuszy. Dlatego też jakakolwiek odmowa wykonania takiego żądania przez spółkę publiczną z powołaniem się na przepisy o ochronie danych osobowych jest bezprawna.



Sankcje za naruszenie RODO

Powyższe uwagi analogicznie dotyczą prawa akcjonariusza do zapoznania się z księgą protokołów (obejmującą wszystkie protokoły z walnych zgromadzeń). Zgodnie z Art. 421 § 3 KSH zdanie drugie „Akcjonariusze mogą przeglądać księgę protokołów, a także żądać wydania poświadczonych przez zarząd odpisów uchwał”. Przepisy o ochronie danych osobowych w żaden sposób akcjonariuszom tego prawa nie ograniczają, a zatem i emitent nie ma prawa ograniczać przyznanego akcjonariuszom uprawnienia.

Naruszenie przez spółkę publiczną przepisów o ochronie danych osobowych może stanowić podstawę do dochodzenia przez akcjonariusza zarówno roszczeń odszkodowawczych jak i o zadośćuczynienie. Dodatkowo może się wiązać z nałożeniem kary pieniężnej przez Prezesa Urzędu Ochrony Danych Osobowych. Dlatego też ilekroć pojawią się wątpliwości interpretacyjne co do zakresu danych osobowych, które można ujawnić, rozstrzygając je każdorazowo należy posłkować się zasadą minimalizacji. Należy przy tym pamiętać, że przepisy o ochronie danych osobowych nie mogą być wykorzystywane do prób ograniczania uprawnień korporacyjnych akcjonariuszy.

¹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/679 z dnia 27 kwietnia 2016 r. w sprawie ochrony osób fizycznych w związku z przetwarzaniem danych osobowych i w sprawie swobodnego przepływu takich danych oraz uchylenia dyrektywy 95/46/WE (ogólne rozporządzenie o ochronie danych)

² określone w art. 69 ust 1 i 2 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych



Potęga dywidendy,

czyli indeksy cenowe kontra dochodowe

Edukacja

Przemysław Ławrowski

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych



Bez względu na nastroje na giełdzie i okres w jakim rozpatrujemy stopy zwrotu w oparciu o indeksy WIG i WIG20 wzięcie pod uwagę dywidendy przechyla szalę zyskowości inwestycji na stronę inwestora długoterminowego. Dowodem na to jest porównanie notowań indeksów cenowych (np. WIG20) z dochodowymi (np. WIG20TR) oraz stopy zwrotu z inwestycji w akcje spółki z uwzględnieniem i bez uwzględnienia dywidendy.

Dzięki niedawnej poprawie nastrojów na polskiej giełdzie, indeksy WIG oraz WIG20 na przestrzeni ostatnich 12 miesięcy wypracowały kilkuprocentowe wzrosty. Jeżeli jednak pod uwagę weźmiemy dochody z dywidend, wówczas sytuacja wygląda nieco inaczej. Dowodem na to jest porównanie



notowań indeksów cenowych (np. WIG20) z dochodowymi (np. WIG20TR) oraz stopy zwrotu z inwestycji w akcje spółki z uwzględnieniem i bez uwzględnienia dywidendy.

Nadzieję na dalszą poprawę nastrojów daje Indeks Nastrojów Inwestorów (INI), który jeszcze kilka miesięcy temu znajdował się na „głębokim” minusie, a w listopadzie ubiegłego roku sięgnął historycznego dna. Obecnie (tj. w trzeciej dekadzie lipca br.) ma on wartość około 30 punktów, co jest najwyższym wynikiem od maja 2017 roku. Dodatni poziom tego wskaźnika świadczy o wyższym udziale inwestorów spodziewających się na rynku trendu wzrostowego w porównaniu z udziałem zwolenników trendu spadkowego.

Tylko w maju WIG20 stracił ponad 4 procent swojej wartości, a na przestrzeni roku zyskał około 7,4 procent.

Spadki głównych indeksów notowanych na GPW były szczególnie widoczne na przełomie kwietnia i maja tego roku. Tylko w maju WIG20 stracił ponad 4 procent swojej wartości, a na przestrzeni roku zyskał około 7,4 procent. Jeżeli jednak spojrzymy na jego notowania za ostatnie 5 lat, dostrzeżemy spadek na poziomie niespełna 2 procent. W maju tego roku mocny spadek zaliczył również mWIG40 i sWIG80. Oba indeksy zniżkowały o odpowiednio 4,47 procent i 3,62 procent. W okresie ostatnich 12 miesięcy mWIG40 stracił 4,3 procent, a sWIG80 zniżkował 5,9 procent. Warto mieć na uwadze, że indeksy te mają charakter cenowy, natomiast sytuacja



jest nieco inna, jeżeli spojrzymy na ich odmiany dochodowe. Do obliczenia zmian wartości indeksów zastosowano ich notowania z zakończenia sesji 19 lipca 2019 roku.

Indeks uwzględniający dochody z dywidend

Indeks cenowy, taki jak WIG20 czy mWIG40, obliczany jest z uwzględnieniem wyłącznie cen transakcji kupna-sprzedaży akcji spółek w nim notowanych. Dzięki temu pokazuje on w sposób syntetyczny, jak zmieniła się wartość firm należących do indeksu. Nieco inaczej wygląda stan indeksu typu dochodowego, takiego jak WIG20TR (TR – total return), czy mWIG40TR. Oprócz wspomnianych powyżej transakcji kupna-sprzedaży akcji, uwzględniają one dochody z dywidend wypłaconych przez spółki notowane w danym indeksie na przestrzeni lat.

Od początku 2019 roku, akcje warszawskiego dewelopera zyskały na wartości nieco ponad 31,79 procent...

Porównując wspomniane wcześniej zmiany wartości wypracowane przez indeksy typu cenowego z ich odpowiednikami dochodowymi zauważymy, że spadek wartości jest mniejszy lub w ogóle go nie ma. W ciągu ostatnich 12 miesięcy WIG20TR zyskał 10,2 procent, a zatem więcej o prawie 3 punkty procentowe niż WIG20 w tym samym okresie. Analizując



dane w horyzoncie 5-letnim widać, że różnica jest większa. W ciągu ostatnich 5 lat WIG20 spadł o niespełna 2 procent, tymczasem WIG20TR, który uwzględnia wypłacone dywidendy może się pochwalić 13-procentowym wzrostem. Przykład ten pokazuje, że dochody z tytułu wypłaconych dywidend łagodzą wahania koniunktury na rynku.

Porównanie zmian notowań indeksów WIG20 i WIG20TR okresie ostatnich 12-miesięcy oraz 5 lat

	1 rok	5 lat
WIG20	7,38%	-1,94%
WIG20TR	10,16%	12,99%

Źródło: SII na podstawie danych GPW

Tezę tą potwierdzają również przykłady mWIG40TR oraz sWIG80TR, które również mogą pochwalić się znacznie większymi wzrostami za ostatnie 5 lat w porównaniu z ich odpowiednikami cenowymi. W obu przypadkach różnica wynosi około 15 punktów procentowych. Podobnie jak wcześniej, zmianę notowań indeksów obliczono na podstawie wartości z zakończenia sesji 19 lipca 2019 roku.

Porównanie zmian notowań indeksów mWIG40 i sWIG80 z ich odmianami dochodowymi w okresie ostatnich 12-miesięcy oraz 5 lat

	1 rok	5 lat
mWIG40	-4,28%	20,79%
mWIG40TR	-2,15%	39,01%
sWIG80	-5,86%	-0,14%
sWIG80TR	-1,86%	14,64%

Źródło: SII na podstawie danych GPW



Spółki dywidendowe

Zależność dotycząca dochodów z dywidend ma zastosowanie również w przypadku akcji pojedynczych spółek. Jeżeli do notowań firmy dzielącej się regularnie zyskiem z akcjonariuszami dodamy dochody z tytułu dywidend okaże się, że stopa zwrotu z takiej inwestycji będzie znacznie wyższa. Dobrym przykładem spółki dywidendowej jest Dom Development. Firma dzieli się zyskiem z inwestorami posiadającymi jej akcje nieprzerwanie od momentu debiutu na GPW w październiku 2006 roku. Oprócz tego, w jej przypadku dywidenda wypłacana w danym roku nigdy nie była niższa w stosunku do tej wypłaconej w roku wcześniejszym. Od początku 2019 roku, akcje warszawskiego dewelopera zyskały na wartości nieco ponad 31,79 procent (według stanu na koniec sesji 19 lipca 2019 roku), natomiast jeżeli uwzględnimy wypłaconą w tym roku dywidendę w kwocie 9,05 zł na akcję, wówczas zysk inwestora rośnie do poziomu 47,7 procent. W skali pięcioletniej, różnica ta jest jeszcze większa. Spółka przez ostatnie 5 lat wypłaciła w sumie 27,20 zł brutto dywidendy na akcję. Przy uwzględnieniu tej kwoty wzrost to 234 procent, natomiast jeżeli ją pominiemy, to stopa zwrotu wynosi nieco ponad 140 procent.

Analogiczna zależność dotyczy spółki Ambra. Pięcioletnia stopa zwrotu z akcji spółki to 171 procent, tymczasem jeżeli uwzględnimy dochody z tytułu dywidend, wzrost wynosi 210 procent. Należy pamiętać, że ze względu na rok obrotowy spółki trwający od 1 lipca do 30 czerwca, na tegoroczną dywidendę należy jeszcze poczekać, a w obliczeniach uwzględniono wypłatę z czterech ostatnich lat. Łącznie w tym okresie posiadacz każdej akcji otrzymał 2,30 zł brutto dywidendy.



W przypadku obu spółek, stopy zwrotu obliczono na podstawie notowań z zakończenia sesji w dniu 19 lipca 2019 roku.

Nastaw się na zysk z dywidend

Przedstawione powyżej przykłady dotyczące zarówno indeksów giełdowych, jak i akcji pojedynczych spółek pokazują, jak zmienia się ich wartość, jeżeli w kalkulacji wzięte zostaną pod uwagę wypłacone dywidendy. Reasumując, przy inwestycji długoterminowej, warto zwrócić uwagę na spółki dywidendowe. Strategia długoterminowego inwestowania dywidendowego uniezależnia gracza od krótkoterminowej zmienności kursu akcji, pozwala mu zaplanować przepływy finansowe, a także wymaga mniej czasu, w porównaniu z krótkoterminową spekulacją. Przy inwestowaniu długoterminowym, dywidenda jest również jedyną realną korzyścią, bowiem, aby zrealizować zysk ze wzrostu notowań akcji, inwestor musi ją sprzedać na rynku.

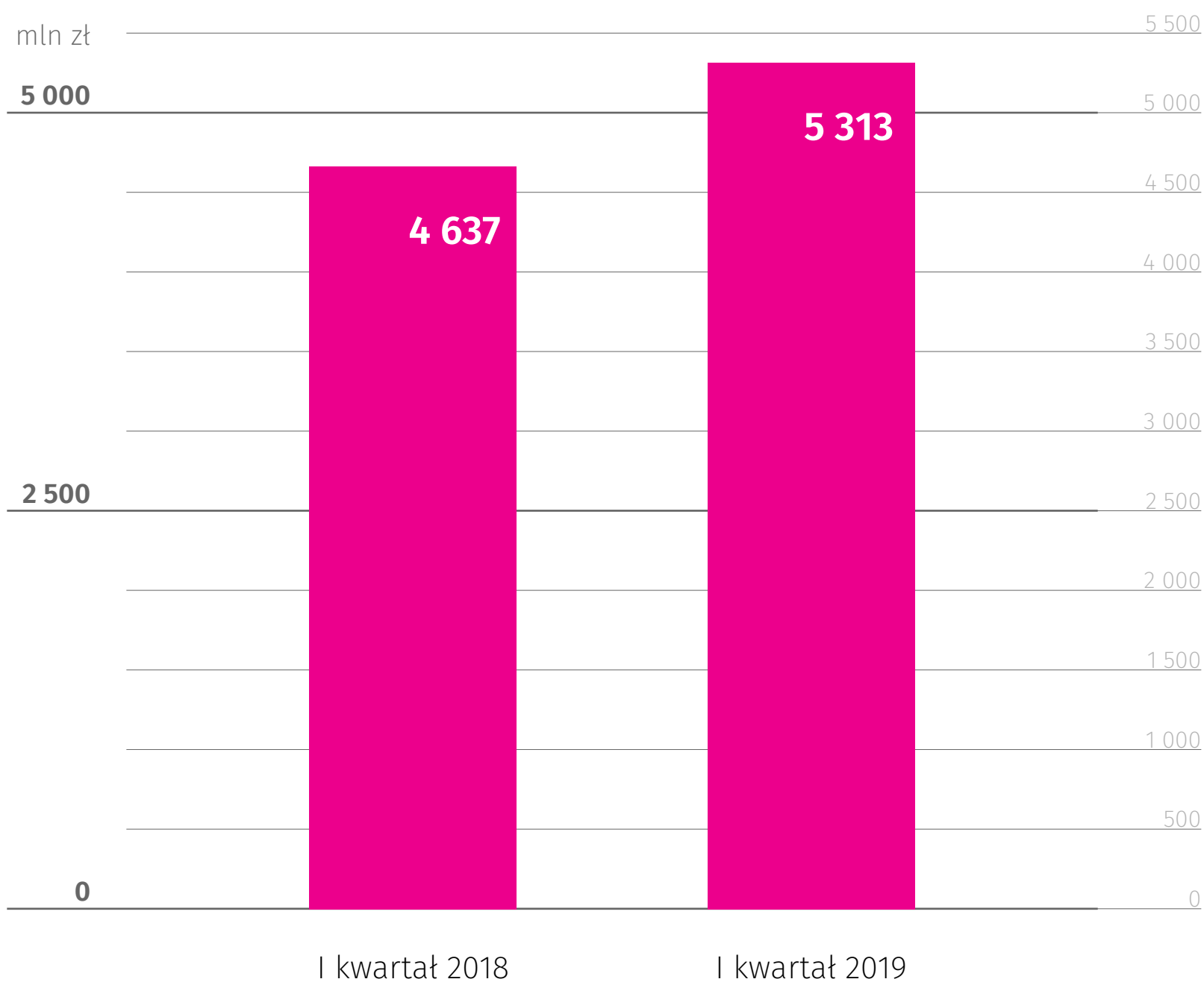
Przy stosowaniu tego typu strategii trzeba pamiętać o dogłębnej analizie portfela inwestycyjnego. Na polskim rynku kapitałowym brak jest bowiem takich spółek jak Coca-Cola, które od ponad pół wieku wypłacają regularnie dywidendę. Bez problemu na GPW znajdziemy jednak firmy, które dzielą się zyskiem nieprzerwanie od ponad 10 lat. Wśród nich są takie spółki jak Dębica, Apator, Stalprofil, Bank Handlowy, Neuca, Śnieżka, Żywiec czy wspomniany już Dom Development. Warto również pamiętać o tym, że w niektórych przypadkach dywidenda charakteryzuje się sporą nieregularnością. W zależności od tego, czy rok był udany czy też nie, część spółek wypłaca różnej wysokości dywidendy w poszczególnych latach.



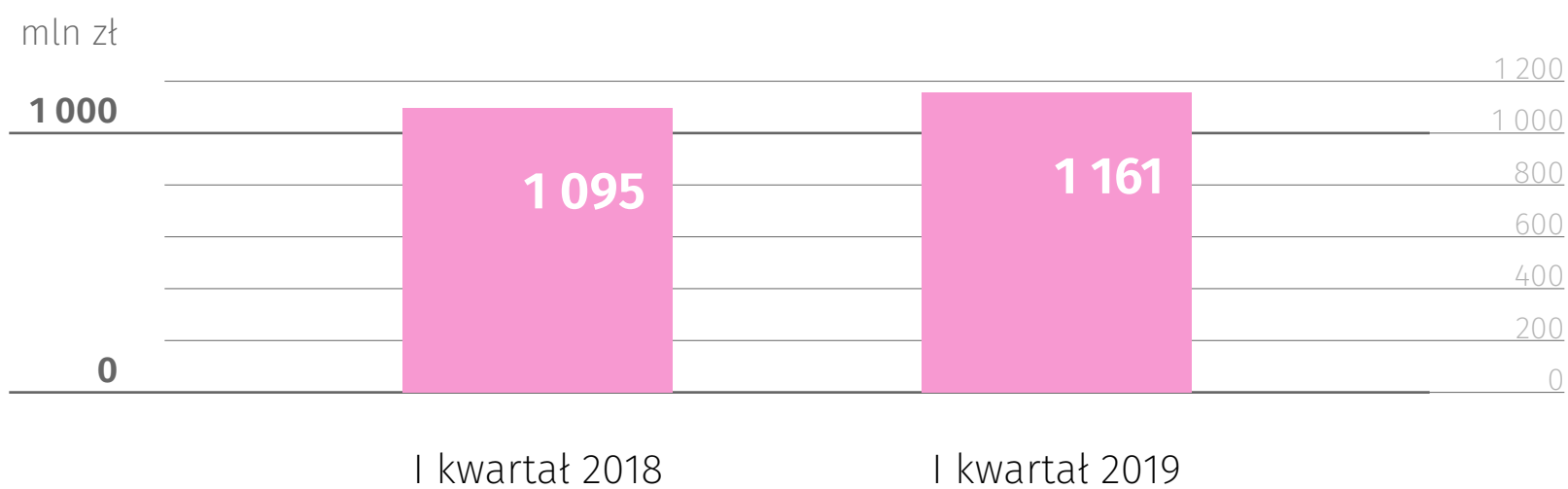


Dane finansowe Grupy TAURON





Rys. 1. **Przychody ze sprzedaży**



Rys. 2. **EBITDA** - oczyszczona o zdarzenia jednorazowe





Komentarz

Marek Wadowski

Wiceprezes Zarządu ds. Finansów TAURON Polska Energia

W I kwartale 2019 r. Grupa TAURON uzyskała bardzo dobre wyniki finansowe. Przychody ze sprzedaży wzrosły o 15 proc. r/r, a wynik EBITDA – oczyszczony o zdarzenia jednorazowe – zwiększył się o 6 proc., do poziomu 1,2 mld zł. Największy udział w strukturze EBITDA miały segmenty: Dystrybucja (56 proc.), Wytwarzanie (32 proc.) i Sprzedaż (14 proc.).

Nakłady inwestycyjne wyniosły 730 mln zł (wzrost o 20 proc. r/r), z czego większość została przeznaczona na modernizację i rozbudowę sieci dystrybucyjnych oraz budowę bloku o mocy 910 MW w Jaworznie.

Warto zwrócić uwagę, że agencja ratingowa Fitch potwierdziła długoterminowe ratingi TAURONA na poziomie „BBB” z perspektywą stabilną, co odzwierciedla dobrą kondycję finansową i płynnościową Grupy.



W maju tego roku TAURON zaktualizował kierunki strategiczne, które stanowią odpowiedź na dynamiczne zmiany zarówno w otoczeniu regulacyjnym, jak i rynkowym.

Grupa TAURON będzie budowała swoją wartość koncentrując się przede wszystkim na transformacji w kierunku energetyki nisko i zeroemisyjnej. Planowane są inwestycje w farmy wiatrowe na lądzie, fotowoltaikę oraz morską energetykę wiatrową. W 2030 r. udział źródeł nisko- i zeroemisyjnych w portfelu wytwórczym Grupy powinien osiągnąć poziom ponad 65 proc. Zakłada się, że transformacja miksu energetycznego będzie wzmocniona optymalizacją portfela aktywów. Grupa TAURON zamierza również intensywnie rozwijać sprzedaż produktów i usług dostosowanych do potrzeb klientów.





WallStreet

23 edycja

30.05-1.06 2019 r.
Hotel Gołębiowski w Karpaczu



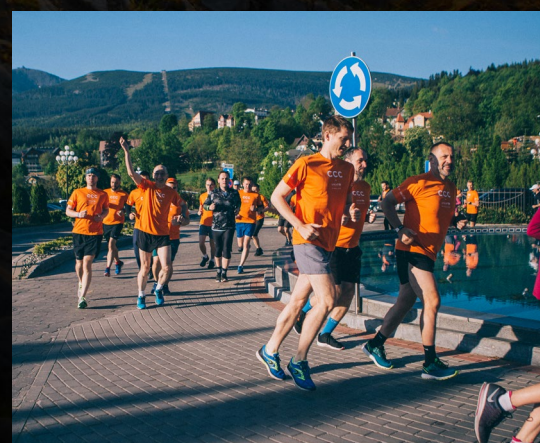
Gość specjalny: Adam
Kiciński, Prezes Zarządu
CD Projekt S.A.



7 paneli dyskusyjnych
5 spotkań ze znanymi
ekonomistami
Ponad 20 000 filiżanek
kawy ;)



Blisko 1100 uczestników
Ponad 80 wykładowców
24 wykłady





Atrakcje wieczorne:
Koncert Kayah
i grill wieczorny



