



Czerwiec 2021

# Przyszłość jest z miedzi

Rozmowa z Andrzejem  
Kensbokiem, CFO, Wiceprezesem  
Zarządu KGHM Polska Miedź S.A.  
ds. Finansowych



WallStreet 25  
ON-LINE



9-11 czerwca 2021 r.

Połączenie PKN  
Orlen z Grupą  
Lotos i PGNiG  
to biznesowa  
konieczność

Iwona Waksmundzka

Popularyzacja  
rynku  
kapitałowego  
służy całej  
gospodarce

Marek Dietl

Roszczenia  
akcjonariuszy  
o wypłatę  
zaległej  
dywidendy

Leszek Paterek

# Spis treści

## Drogi Czytelniku,

Jakub Ciepiela Redaktor Naczelny, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych 5

## „Przyszłość jest z miedzi – o wyzwaniach dla miedziowego giganta w postcovidowym świecie”

Andrzej Kensbok, Wiceprezes Zarządu ds. Finansowych, KGHM Polska Miedź S.A. 8

## Połączenie PKN Orlen z Grupą Lotos i PGNiG to biznesowa konieczność

Iwona Waksmundzka, Dyrektor wykonawczy ds. strategii, innowacji i relacji inwestorskich, PKN Orlen S.A. 16

## Popularyzacja rynku kapitałowego służy całej gospodarce

Marek Dietl, Prezes Zarządu, Giełda Papierów Wartościowych 23

## Overbalance w praktyce

Łukasz Stefanik, Analityk Rynków Finansowych, XTB 28

## Inflacja – dobra czy zła dla rynku akcji

Zbigniew Obara, Menedżer ds. Analiz, Biuro Maklerskie Alior Bank 36

## W pogoni za boginią Lakshmi, czyli przypadki z „Inteligentnego Inwestora”.

Eliza Dąbrowska, Dyrektor ds. rozwoju usługi doradztwa inwestycyjnego, Noble Securities S.A. 48

## Czy dolar jest skazany na osłabienie? Które waluty mogą skorzystać na post-pandemicznym ożywieniu gospodarek?

Marek Rogalski, Główny analityk walutowy, Dom Maklerski BOŚ 54

## Trzydzieste urodziny WIG

dr Tomasz Wiśniewski, Wicedyrektor Dział Produktów Informacyjnych i Wskaźników, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie 61

## Przegląd rynku globalnych i polskich ETF

Mateusz Mucha, Beta Securities Poland S.A. 68

## Wczesna diagnostyka nowotworów ratuje życie

Grzegorz Stefański, Prezes Zarządu, Urteste S.A. 74

## Roszczenia akcjonariuszy o wypłatę zaległej dywidendy

poradnik inwestora indywidualnego – Możliwość wypłaty dywidendy zaległej (z poprzednich lat)

Leszek Paterek, Radca prawny, Kancelaria Żyglicka i Wspólnicy 81

## Ewolucja w inwestowaniu a zmiany klimatu: wskaźniki referencyjne UE dotyczące klimatu

Kamil Mikołajczak, Dyrektor Zarządzający, Templeton Asset Management (Poland) TFI S.A. 89

# Spis treści

## Rezygnacja z PPK po prostu się nie opłaca

Marta Damm-Świerkocka, Specjalistka PFR, Portal PPK sp. z o.o.

98

## Czy zabezpieczenie hipoteczne jest aż tak koszerne?

Wawrzyniec Bąk, Dyrektor Departamentu Rynku Pierwotnego, Prosper Capital Dom Maklerski S.A.

Karolina Lenda, Analityk Inwestycyjny, Prosper Capital Dom Maklerski S.A.

104

## Konopie medyczne i przemysłowe, branża z nieodkrytym potencjałem w Polsce

Arkadiusz Kuich, Cannabis Poland

117

## Akcjonariusz

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

[www.sii.org.pl](http://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:

**Jakub Ciepiela**

Zastępca:

**Michał Maślowski**

Reklama:

**Bartosz Dziemaszkiewicz**

Redakcja:

[bdziemaszkiewicz@sii.org.pl](mailto:bdziemaszkiewicz@sii.org.pl)

ul. Świt 79 D

52-225 Wrocław

tel.: +48 71 332 95 60

tel./fax: +48 71 332 95 61

[www.akcjonariusz.pl](http://www.akcjonariusz.pl)

[akcjonariusz@sii.org.pl](mailto:akcjonariusz@sii.org.pl)

**Studio Grafpa**

[www.grafpa.pl](http://www.grafpa.pl)

123rf.com



Skład:

Źródło zdjęć i grafik:



WallStreet  
konferencja



9-11 czerwca 2021 r.

## PARTNERZY STRATEGICZNI



## PARTNER TYTULARNY

## PARTNER 25-LECIA KONFERENCJI WALLSTREET



## PARTNERZY GŁÓWNI



## PARTNERZY ORGANIZACYJNI



## PARTNERZY





**JAKUB CIEPIELA**

Redaktor Naczelny,  
Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych



@JakubCiepiela

## Drogi Czytelniku,

Konferencja WallStreet jest wydarzeniem, które już dawno wpisało się jako obowiązkowy punkt w kalendarzach inwestorów indywidualnych. W tym roku mamy szczególną, ponieważ już 25. edycję!

Konferencja w całości w formule online, na żywo i trwająca przez trzy dni to duże wyzwanie organizacyjne. Chcieliśmy jednak jak zawsze zapewnić ogromną dawkę wiedzy. W tym roku zaprosiliśmy ponad 80 gości, specjalistów w swoich dziedzinach. W programie znalazło się kilkadziesiąt wykładów i debat, a uczestnicy konferencji mieli okazję przepytać zarządy kilkunastu spółek zarówno dużych graczy giełdowych jak i firm dopiero zamierzających zadebiutować na warszawskim parkiecie.

Mamy nadzieję, że już kolejna edycja powróci do znanej i lubianej formy stacjonarnego wydarzenia, ponieważ pomimo plusów wydarzenia online nic jednak nie zastąpi spotkań i rozmów twarzą w twarz.

Na dzień przed rozpoczęciem wydarzenia było Was już z nami na WallStreet ponad 10.000! W kolejnych dniach spodziewamy się więc pobicia ponownie rekordu frekwencji! Dziękujemy, że jesteście z nami od 25 lat!



Stowarzyszenie  
Inwestorów  
Indywidualnych

**Co w inwestorskiej trawie piszczy?**



**@inwestorzy**

**Obserwuj nas w social media i bądź świadomym inwestorem**



# PRZYSZŁOŚĆ JEST Z MIEDZI



60 LAT  
**KGHM**  
—POLSKA MIEDŹ—

[www.kghm.com](http://www.kghm.com)

**KGHM**  
POLSKA MIEDŹ

Wierzymy, że przyszłość jest z miedzi! Miedź jest trwała, odporna na rdzę, doskonale przewodzi ciepło i elektryczność. To surowiec niezbędny w fotowoltaice, energetyce wiatrowej, przemyśle motoryzacyjnym, medycynie oraz innych gałęziach nowoczesnego przemysłu. KGHM to Odkrywcą – Gigant – Wizjoner. Działalność wydobywczą i przetwórczą prowadzimy od 60 lat, będąc w niej globalnym liderem. Z pasją i wizją budujemy potęgę KGHM na całym świecie.



# „Przyszłość jest z miedzi – o wyzwaniach dla miedziowego giganta w postcovidowym świecie”

Rozmowa z Andrzejem Kensbokiem,  
CFO, Wiceprezesem Zarządu  
KGHM Polska Miedź S.A. ds. Finansowych



**ANDRZEJ KENSBOK**

Wiceprezes Zarządu ds. Finansowych  
KGHM Polska Miedź S.A.



## Spółka otrzymała niedawno bardzo istotne koncesje dotyczące złóż miedzi. Jaki może być ich potencjał? Kiedy spodziewa się Pan potwierdzenia właściwości tych złóż?

Tak, KGHM generalnie koncentruje się na zagospodarowywaniu złóż w Polsce, właśnie otrzymaliśmy koncesje na kolejne perspektywiczne obszary: Bytom Odrzański i Kulów-Luboszyce. Chcemy w jak najszybszym tempie to złoża rozpoznać. Jeśli potwierdzą się oczywiście warunki, które są w tych badaniach, które są powszechnie dostępne, może to być nawet – mówię może, bo nie jesteśmy jeszcze tego pewni – depozyt rzędu 20 mln ton jeśli chodzi o miedź. I to jest jedno z największych potencjalnie złóż w Europie, łącznie z tym złożem, którym już teraz dysponujemy w uruchomionej produkcji.

Co do szczegółów, na obszarze koncesji eksploracyjnej Bytom Odrzański oraz należących do Spółki od 2013 roku koncesji Głogów i Retków-Ścinawa znajdują się udokumentowane złoża, które były rozpoznawane przez KGHM od lat 70. do 90. ubiegłego wieku. Stanowią one tzw. obszary rezerwowe dla bazy zasobowej Spółki istniejącej na obszarze aktualnych koncesji wydobywczych i od lat stanowią naturalny kierunek rozwoju Spółki.

depozyt rzędu 20 mln ton jeśli chodzi o miedź. I to jest jedno z największych potencjalnie złóż w Europie

Poza obszarem udokumentowanego złoża Bytom Odrzański, na terenie obu nowo pozyskanych koncesji, znajdują się obszary o wysokim potencjale złożowym, zwane

w literaturze złożami perspektywnymi, czy prognostycznymi, które wymagają najpierw wstępnego udokumentowania, a następnie dalszego

rozpoznawania i zbadania warunków geologiczno-górnich na potrzeby przyszłego udostępnienia górnich. Wiążemy z tymi obszarami nadzieje na przedłużenie życia KGHM po roku 2055.

Jeśli chodzi o określenie Capexu realizacji, to będzie on dopiero możliwy po etapie rozpoznania koncesji eksploracyjnej, wtedy też będziemy mogli mówić o Capexie, który należy przeznaczyć. Należy jednak podkreślić, że te koncesje leżą bezpośrednio w obszarach koncesji, które już posiadamy, więc te wydatki nie będą tak duże jak w przypadku budowy nowej kopalni. Będziemy rozbudowywać infrastrukturę, którą już posiadamy. Po pierwszych odwiertach i pierwszych wynikach będziemy w stanie coś powiedzieć na temat dalszej przyszłości i projektu eksploatacji.

### **Spółka zamierza zainwestować w tym roku łącznie 3 mld zł w rozwój. Czego konkretnie dotyczyć będą te inwestycje?**

W 2021 roku nie zwalniamy tempa inwestycyjnego, w dalszym ciągu KGHM będzie, nie tylko poprawiać parametry produkcyjne i stabilizować finanse, ale także realizować ambitne inwestycje. Zamierzamy przeznaczyć ponad 3 mld zł, przede wszystkim na udostępnianie złoża, czyli na utrzymanie i zwiększenie produkcji górniczej, a co za tym idzie produkcji hutniczej. Konkretnie plany na ten rok dotyczą: rozbudowy Obiektu Unieszkodliwiania Odpadów Wydobywczych Żelazny Most, Programu Udostępnienia Złoża i Modernizacji Hali Wanien HMG I.

Planujemy także dalsze projekty związane z minimalizacją wpływu Spółki na otoczenie. Kontynuowany będzie również Program dostosowania instalacji technologicznych KGHM do wymogów konkluzji BAT dla przemysłu metali nieżelaznych wraz z ograniczeniem emisji arsenu (BATAs). W obu Hutach

prowadzonych było 11 projektów, z których w pierwszym kwartale 2021 roku w HM Głogów zakończono dwa tj. Instalacja przesyłowa żużla połówowego oraz Magazyn i plac dla materiałów ołowionośnych.

Plany inwestycyjne i rozwojowe na ten rok są zgodne z obowiązującą Strategią Firmy, która jest konsekwentnie realizowana. Projekty, nad którymi pracujemy zostały również doprecyzowane w opublikowanym przez nas budżecie.

**Wiele wskazuje, że akcjonariusze Spółki pierwszy raz od kilku lat będą mogli cieszyć się wypłatą dywidendy. Czy można liczyć na to, że Spółka zaprezentuje rynkowi trwałą politykę dywidendową?**

Najpierw trzeba wyjaśnić, że Polityka Dywidendowa KGHM wciąż obowiązuje i mówi, że Spółka chce dzielić się z akcjonariuszami wypracowanym wynikiem do wysokości 1/3 zysku Spółki Matki. Trzeba podkreślić, że Polityka bierze też

**Spółka chce dzielić się z akcjonariuszami wypracowanym wynikiem do wysokości 1/3 zysku**

pod uwagę aktualną oraz przewidywaną sytuację finansową Spółki oraz Grupy. Pod tym względem ostatnie pół dekadę było dość trudnym okresem dla producentów miedzi, jak również sre-

bra, kiedy metale te wykazywały niskie notowania, co dla Spółki oznaczało pewne wyzwania. Okazało się też, że projekt Sierra Gorda wymagał dużo więcej pomocy ze stron właścicieli, niż przewidywano w 2012 roku, w formie finansowania obciążeń wynikających z kredytów pobranych w celu budowy kopalni. Do tego pojawiła się potrzeba odpisania wartości inwestycji, w tym wartości pożyczek od Właścicieli, które wpływały na stratę netto w latach 2015 i 2016. Mimo tego, podjęto decyzję o wypłacie dywidendy za te lata, chociaż Polityka Dywidendowa nie przewidywała wypłaty w sytuacji straty netto.



W związku z tym, biorąc pod uwagę świadomość, że Spółka potrzebuje pieniędzy na finansowanie ważnych projektów, np. rozbudowa mocy hutniczych czy rozpoczęcie rozbudowy OUOW, podjęto wówczas decyzję o wstrzymaniu wypłaty dywidendy.

Teraz oczywiście mamy zupełnie inną sytuację. Po pierwsze efektywnie realizujemy Strategię i kończymy też ważne projekty, mamy ogromny postęp w poprawie parametrów operacyjnych Sierra Gorda i co również ważne w tym projekcie – zakończono jego finansowanie wraz z ostatnią niedługo wpłatą Project Finance. Po drugie, zwrot w koniunkturze na rynku metali, można powiedzieć w sposób spektakularny w przypadku miedzi. Dzięki tym czynnikom mamy ponownie możliwość podzielenia się naszymi sukcesami z akcjonariuszami.

### **Jak aktualnie wygląda strategia ekspansji międzynarodowej KGHM?**

Zgodnie z założeniami Strategii na lata 2019–2023, w obszarze operacji zagranicznych Grupa KGHM koncentruje się na rozbudowie zdolności produkcyjnych kopalni

**Grupa KGHM koncentruje się na rozbudowie zdolności produkcyjnych kopalni Sierra Gorda**

ni Sierra Gorda, opartej o kontynuację programów optymalizacyjnych, wspierających maksymalizację wartości.

W ramach przeglądu i oceny wszystkich zagranicznych aktywów Grupy

KGHM zapadła decyzja o pozostawieniu kopalni Robinson w portfelu jako aktywów perspektywicznych. W przypadku pozostałych kopalń zagranicznych, w wyniku dokonanego przeglądu dopasowania aktywów do aktualnego modelu biznesowego oraz rozpoznania rynku inwestorskiego, zapadły decyzje o optymalizacji portfela w postaci uruchomienia procedury zbycia Carloty i Franke. Te kopalnie generują niewielki procent wyniku skonsolidowanego KGHM i nie

wpisują się w realizowaną strategię, podczas gdy dla podmiotów nakierowanych na działalność produkcyjną na niewielką skalę, mogą być atrakcyjne.

### Jakie są Pańskie oceny co do kształtowania się cen miedzi i srebra w perspektywie kolejnych 12 miesięcy?

Nakreślenie perspektywy kolejnego roku na rynku miedzi i srebra nie jest możliwe bez krótkiego kontekstu historycznego. 2020 rok dla rynku miedzi i srebra był okresem pełnym potężnej zmienności. Rzadko bowiem zdarza się, żeby w jednym roku ceny wielu aktywów, w tym miedzi i srebra, zanotowały zarówno kilkuletnie minimum, jak i maksimum. Rok temu bardzo trudno było wskazać kierunek zmian.

W 2020 roku doszło do pewnych wydarzeń, które utwierdziły nas w przekonaniu, że posiadamy portfel produktów, na które popyt będzie stabilnie rósł w kolejnych latach. Kolejne państwa zadeklarowały chęć ograniczenia emisji spalin lub wręcz osiągnięcia zeroemisyjnej gospodarki, czym dały zielone światło do zmiany paradygmatu światowego wzrostu, który będzie uwzględniał zmiany klimatyczne. Taki scenariusz jest doskonałym obrotem sprawy dla KGHM. Nowy zielony, globalny ład sprzyjać będzie konsumpcji zarówno miedzi

**Nowy zielony, globalny ład sprzyjać będzie konsumpcji zarówno miedzi jak i srebra**

jak i srebra. Samochody elektryczne i generalnie elektromobilność rozbudują popyt w branży automotive i infrastrukturze, zaś zapotrzebowanie

na energię odnawialną będzie sprzyjać fotowoltaice. Jesteśmy jednak ostrożni i z dystansem odnosimy się do prognoz cenowych lansowanych przez niektóre banki inwestycyjne. Oczywiście realizacja scenariusza dalszych wzrostów cen miedzi i srebra jest dla naszego biznesu jak najbardziej korzystna. Niemniej

jednak, w opracowaniach rynkowych można znaleźć sporo argumentów zarówno za wzrostem cen miedzi, jak i tych które studzą zapał inwestorów.

Na rynku surowców znane jest powiedzenie, że „wysokie ceny zabijają wysokie ceny”. Uruchomienie nowej kopalni to wieloletni i kosztowny projekt inwestycyjny. Elastyczność podaży jest więc dość ograniczona. Skokowy wzrost

Im wyższe ceny się pojawią, tym bardziej będą negatywnie oddziaływać na zapotrzebowanie na czerwony metal

popytu, który zachowuje się znacznie bardziej elastycznie, prowadzi najczęściej do wzrostu cen. Im wyższe ceny się pojawią, tym bardziej będą negatywnie oddziaływać na zapotrzebowanie na czerwony metal. Po-

jawia się również większa motywacja do substytucji, czyli wykorzystania innych materiałów zamiast miedzi w wybranych zastosowaniach.

W krótkim terminie z jednej strony mamy do czynienia z komunikacją instytucji z Chin, największego konsumenta miedzi na świecie, które wyrażają zaniepokojenie związane ze wzrostami cen na rynku towarowym i ostrzegają o podjęciu działań w celu stabilizowania sytuacji. Z drugiej strony mamy sporą niepewność polityczną w dwóch największych krajach produkujących miedź górniczą – Chile i Peru i perspektywę programów stymulujących gospodarki wielu krajów wysoko rozwiniętych.

Cena srebra napędzana jest obecnie dwoma silnikami – popytem przemysłowym i inwestycyjnym, co w dotychczasowej historii tego rynku rzadko miało miejsce. Nastawieni jesteśmy pozytywnie, zwłaszcza w dłuższym terminie, ale pod uwagę bierzemy również scenariusze mniej optymistyczne, by zawsze być gotowym na mniej przychylne otoczenie makroekonomiczne.

# Weź udział

w unikatowym Programie dla  
Akcjonariuszy Indywidualnych  
PKN ORLEN

**OSZCZĘDZISZ NA PALIWIE**  
AŻ DO 540 ZŁ ROCZNIE

**KUPISZ TANIEJ**  
NA STACJACH PKN ORLEN

**ZYSKASZ WIEDZĘ O RYNKACH  
FINANSOWYCH** W AKADEMII  
INWESTOWANIA

**OTRZYMASZ CERTYFIKAT**  
SYGNOWANY PRZEZ  
CFA SOCIETY POLAND



# Połączenie PKN Orlen z Grupą Lotos i PGNiG to biznesowa konieczność

Rozmowa z Iwoną Waksmundzką,  
dyrektor wykonawczą ds. strategii,  
innowacji i relacji inwestorskich  
w PKN Orlen S.A.



**IWONA WAKSMUNDZKA**

Dyrektor wykonawczy ds. strategii,  
innowacji i relacji inwestorskich  
PKN Orlen S.A.

Musimy się wzmocnić, aby przeprowadzić naszą grupę przez proces transformacji energetycznej. Po realizacji procesów M&A zyskamy również impuls do rozwoju w obszarze R&D, nowoczesnej petrochemii i odnawianych źródeł energii.

### **Jak ocenia Pani całokształt planu połączenia Orlenu z PGNiG i Lotosem? Z jakimi korzyściami i ryzykami może wiązać się taka konsolidacja?**

Realizowane przez PKN Orlen połączenie to szansa na dynamiczny rozwój wszystkich spółek, wzrost zysków dla akcjonariuszy i nową, urozmaiconą ofertę dla klientów. I tak należy je postrzegać. Procesy akwizycji i przejęć, które skutecznie prowadzimy od trzech lat to odpowiedź na nadchodzące zmiany w branży związane z transformacją europejskiego sektora energetycznego. To już nie jest kwestia naszego wyboru. Działamy w konkurencyjnym otoczeniu, musimy brać pod uwagę szereg czynników od mega trendów rynkowych, przez otoczenie regulacyjne, aż po oczekiwania klientów. Połączenie z Grupą Lotos i PGNiG to biznesowa konieczność. Musimy się wzmocnić, aby przeprowadzić naszą grupę przez proces transformacji energetycznej. Po realizacji procesów M&A zyskamy również impuls do rozwoju w obszarze R&D, nowoczesnej petrochemii i odnawianych źródeł energii. Na korzyść połączenia z Lotosem przemawia komplementarność technologiczna i produktowa czy szereg synergii związanych z optymalizacją kosztów,

**Na korzyść połączenia z Lotosem przemawia komplementarność technologiczna i produktowa**

np. logistyki czy dostaw ropy. Z kolei integracja z PGNiG dodatkowo rozszerzy nasz łańcuch wartości o gaz ziemny. Wartością dodaną dla obu spółek jest także wkład jaki Orlen dzięki swoim

know-how i umiejętności rozwoju biznesu może wnieść w dalszy rozwój całej Grupy. W tym kontekście, warto również pamiętać o zmieniających się uwarunkowaniach, prowadzących do nadwyżek mocy globalnego sektora rafineryjnego.

W takiej sytuacji Lotos, który nie ma rozbudowanej działalności petrochemicznej narażony jest na ryzyko stopniowej utraty wartości w perspektywie następnych lat. Połączenie wyeliminuje to ryzyko, przedkładając się jednocześnie na zwiększenie bezpieczeństwa energetycznego kraju.

### **Czy planowane przejęcia mogą w jakikolwiek sposób zachwiać polityką dywidendową Spółki?**

Fuzje w sektorze paliwowo-energetycznym w Europie prowadzone są od 20 lat, nie jesteśmy tu odkrywcami. Wręcz przeciwnie tak naprawdę ten proces powinniśmy mieć już dawno za sobą, właśnie po to, żeby osiągać większe zyski w wyniku wykorzystania synergii. Dla Akcjonariuszy to pozytywny sygnał. Wystarczy przypomnieć, że realizacja tej transakcji na zasadzie połączenia została pozytywnie odebrana przez rynek. Przykładowo – Agencja Fitch Ratings pozytywnie oceniła strukturę przejęcia argumentując, że transakcja w formie bezgotówkowej da bardzo duże prawdopodobieństwo podniesienia ratingu nowego, zintegrowanego podmiotu. Nie zapominajmy też, że w ramach strategii ORLEN2030, zobowiązaliśmy się do wypłaty dywiden-

**Potwierdzeniem polityki dywidendowej była rekomendacja zarządu spółki o wypłacie 3,5 zł dywidendy na akcję**

dy. To świadczy o solidnej kondycji finansowej PKN Orlen. Najlepszym potwierdzeniem polityki dywidendowej była rekomendacja zarządu spółki o wypłacie 3,5 zł dywidendy na akcję, co zostało zaakceptowane przez

akcjonariuszy podczas WZA w maju br. Przejęcie PGNiG wpłynie pozytywnie na poziom zadłużenia połączonej grupy. Nominalny poziom dywidendy nie będzie niższy niż założony w obecnej strategii.

### **Czy przyspieszenie procesu elektryfikacji samochodów może mieć istotny wpływ na funkcjonowanie biznesu Orlenu? Czy Spółka przygotowuje się już na taki scenariusz?**

Jako Koncern międzynarodowy staramy się dynamicznie reagować na zmiany na globalnym rynku – w tym kontekście obserwujemy, rozumiemy i reagujemy na rosnące znaczenie paliw alternatywnych. Zgodnie z przyjętą strategią ORLEN2030 dążymy do dywersyfikacji portfela działalności. W skali inwestycyjnej koncernu wydzielono środki adekwatne do poziomu rozwoju rynku elektromobilności, który znajduje się obecnie na początku drogi ekspansji, jednakże na tyle istotne, żeby zająć mocną pozycję startową. Ta niewielka w porównaniu do obszaru paliwowego skala, biorąc pod uwagę obserwowane, rozwinięte już rynki zagraniczne będzie nabierała istotnego znaczenia również w Polsce. Wpisuje się to dodatkowo w strategię zmniejszania emisji, jak również wynika z przewidywanego spadku popytu na paliwa tradycyjne, którego jest przewidywany w naszej części Europy po 2030 roku. W generalnym ujęciu jest to zatem kolejny naturalny krok Koncernu badającego trendy i inwestującego w nowe, perspektywiczne obszary biznesowe.

### **Jakie są plany Orlenu w obszarze potencjalnych inwestycji w technologie wodorowe?**

Wspomniana wcześniej świadomość zmian na rynku paliw alternatywnych i nasze działania ukierunkowane na osiągnięcie pozycji lidera w tym obszarze dotyczą również technologii wodorowych. Ponadto Koncern od lat konsekwentnie ogranicza oddziaływanie na środowisko, inwestując w najlepsze dostępne technologie w zakresie ochrony środowiska i kierując się zasadami zrównoważonego rozwoju. W szczególności jest to istotne z punktu widzenia obniżania emisji powstałych w wyniku użytkowania produktów przez



końcowych użytkowników. Elektromobilność to obszar, który rozwija się dynamicznie szczególnie w obszarze transportu indywidualnego, natomiast zachodzące na rynku paliw w skali makro zmiany wyraźnie wskazują na to, że to właśnie wodór będzie powszechnie wykorzystywanym paliwem, zwłaszcza w środkach masowej komunikacji oraz transporcie ciężkim i kolejowym. Ostatnie 12 miesięcy stanowiły dla Koncernu okres intensywnego rozwoju kierunku wdrażania wodoru do transportu. Jesteśmy w trakcie budowy węzła doczysz-

**Zachodzące na rynku paliw w skali makro zmiany wyraźnie wskazują na to, że to właśnie wodór będzie powszechnie wykorzystywanym paliwem**

czania i hubu wodorowego w Trzebnici, gdzie wodór w jakości automotive będzie dostępny do końca 2021 roku. We wrześniu 2020 ogłosiliśmy przetarg na budowę kolejnego HUBu wodorowego we Włocławku, gdzie wo-

dór z istniejących elektrolizerów po doczyszczeniu skierowany będzie również jako paliwo do transportu. Jednym z najbardziej widocznych projektów w tym obszarze będzie budowa pierwszych stacji tankowania wodoru – w Poznaniu i w Katowicach – na które zostało ogłoszone postępowanie przetargowe.

### **Jak wygląda obecny status i przygotowania do rozpoczęcia budowy morskiej farmy wiatrowej Baltic Power?**

W przypadku projektu Baltic Power, czyli pierwszej z planowanych przez Grupę Orlen morskich farm wiatrowych, mówimy cały czas o perspektywie 2023 r. jeśli chodzi o rozpoczęcie inwestycji, a zakończenie w roku 2026. Projekt jest obecnie na zaawansowanym etapie przygotowań. Dotyczy to zarówno kwestii formalnych, jak procesy administracyjne, ale przede wszystkim strategicznych, jak pozyskanie partnera branżowego dla projektu. Szczególnie ważny był dla nas sam początek roku 2021. Zawarliśmy wtedy dwie, kluczowe z punktu widzenia obecnej fazy projektu umowy. Pierwszą z nich była umowa

przyłączeniowa podpisana z Polskimi Sieciami Elektroenergetycznymi, druga to umowa z partnerem branżowym. Obecnie po uzyskaniu zgody UOKiK Baltic Power działa już w pełni jako osobna spółka, w której PKN Orlen ob-

**Baltic Power, zyskał bardzo doświadczonego w obszarze offshore wind partnera**

jął 51% udziałów, a Northland Power 49%. Baltic Power, zyskał bardzo doświadczonego w obszarze offshore wind partnera i spodziewamy się, że

prace nad przygotowaniem projektu prowadzone będą jeszcze dynamiczniej, a co ważniejsze pozwolą zdobyć jeszcze większe know-how, które wykorzystamy przy realizacji kolejnych morskich inwestycji. Pod kątem samego procesu przygotowania projektu i uzyskania niezbędnych zgód prace przebiegają obecnie zgodnie z przyjętym harmonogramem.

# GPW LIDEREM WZROSTU

Europejski lider  
wzrostu obrotów akcjami w Q1'21  
do **21,2 mld EUR\*** (+47,2% rdr)

\*dane FEDE w EUR

Wzrost przychodów w Q1'21  
do **112,3 mln zł** (+15,5% rdr)

Główny Rynek  
średnie obroty na sesję

**1,632 mld zł** w Q1'21  
vs. 0,986 mld zł w Q1'20

Wzrost EBITDA w Q1'21  
do **53,6 mln zł** (+7,1% rdr)

Wzrost zysku netto w Q1'21  
do **38,7 mln zł** (+32,1% rdr)



Znajdź nas na:



# Popularyzacja rynku kapitałowego służy całej gospodarce



**MAREK DIETL**

Prezes Zarządu  
Giełda Papierów Wartościowych



@marek\_dietl



**Jak Pan ocenia cały dotychczasowy okres pandemiczny w kontekście zarówno popularyzacji giełdy wśród Polaków, ale także wyników osiągniętych przez Spółkę? Czy udało się według Pana w pełni wykorzystać ten sprzyjający dla rynków okres?**

Gdy w marcu 2020 pandemia rozpętała się na dobre nikt nie myślał o tym, aby ją „wykorzystać”. Naszym podstawowym zadaniem było utrzymanie ciągłości obrotu w warunkach ogromnej niepewności i to pomimo przejścia na pracę zdalną większości naszych pracowników. To trudne zadanie w pełni się nam udało, a handel odbywał się bez zakłóceń. Co więcej, nawet pomimo ogromnego napływu nowych inwestorów infrastruktura giełdowa okazała się wydajna i efektywna. Duże zainteresowanie inwestowaniem na polskiej

**Wzrost obrotów, przy jednoczesnej rosnącej liczbie nowych rachunków, cieszy nas najbardziej i bardzo dobrze rokuje na przyszłość**

giełdzie jest niezaprzeczalne. Wzrost obrotów, przy jednoczesnej rosnącej liczbie nowych rachunków, cieszy nas najbardziej i bardzo dobrze rokuje na przyszłość. Ten ruch, który zaczął się w zeszłym roku będzie miał pozy-

tywne skutki nie tylko dla samej Grupy Kapitałowej, ale przede wszystkim dla Polaków, którzy przekonali się do inwestowania.

**Jakie działania GPW planuje podjąć, aby zatrzymać na rynku nowych inwestorów, którzy dość licznie pojawili się w okresie pandemii?**

Polska giełda ma wiele do zaoferowania zarówno inwestorom indywidualnym, jak i samym spółkom, które chciałyby być notowane na warszawskim parkiecie. Nasza pozycja w Europie jest silna (druga najbardziej płynna giełda UE), a miniony rok ją dodatkowo umocnił. Liczę, że w przyszłości zaprocentuje to coraz większą liczbą silnych i różnorodnych spółek, które będą

stanowiły atrakcyjną inwestycję. Tak naprawdę wszyscy przyczyniamy się do rozwoju naszego rynku kapitałowego, a jego dalsza popularyzacja przysłuży się całej gospodarce.

**Czy zaczynając 2020 r. spodziewał się Pan, że udział inwestorów indywidualnych w obrotach na GPW będzie aż tak wysoki? Czy sądzi Pan, że jest szansa na pobicie tego wyniku w bieżącym roku?**

Zeszłoroczny wzrost udziału inwestorów indywidualnych był w dużej mierze wywołany przez zawirowania na rynkach związane z pandemią. Nie wszyscy nowi inwestorzy zostawią swoje pieniądze na dłużej na giełdzie, choć oczy-

możemy się spodziewać  
dalszego wzrostu  
zainteresowania giełdą

wicie życzylbym sobie, aby było inaczej. Niemniej uważam, że możemy się spodziewać dalszego wzrostu zainteresowania giełdą. Każdy nowy inwestor, zwłaszcza ten, któremu uda-

ło się pomnożyć swój kapitał, staje się ambasadorem giełdy. W USA ponad 50% dorosłych obywateli ma pieniądze zainwestowane w akcje, bezpośrednio bądź przez fundusze czy programy emerytalne. I to są poziomy, które w Polsce również są osiągalne, potrzebujemy tylko na to więcej czasu i wytrwałości.

**Czy Zarząd planuje dalsze rozszerzenie oferty, o kolejne produkty inwestycyjne?**

Zdecydowanie tak, cały czas staramy się poszerzać naszą ofertę o nowe interesujące produkty. Pracujemy m.in. nad rozwojem rynku pożyczek papierów wartościowych. W planach mamy również wprowadzanie kolejnych kontraktów terminowych na akcje pojedynczych spółek. Jak tylko obserwujemy zwiększone zainteresowanie inwestorów daną spółką i mamy animatora,

jesteśmy w stanie w krótkim czasie wprowadzić kontrakt na taką spółkę do obrotu. Na bieżąco również wprowadzane są nowe produkty strukturyzowane. W związku z rosnącymi obrotami i zainteresowaniem inwestorów emitenci wprowadzają certyfikaty na dużą liczbę instrumentów bazowych, w zależności od zainteresowania inwestorów (głównie ze względu na zwiększoną zmienność i mocne trendy np. na surowcach, surowcach rolnych, indeksach, złocie, kursach walut). Nadal też będziemy bardzo wspierać i promować ETF-y.

**Kiedy można oczekiwać wdrożenia nowego systemu transakcyjnego?**

**Co takie wdrożenie będzie oznaczać dla przeciętnego inwestora?**

Projekt budowy systemu transakcyjnego to jedna z priorytetowych inicjatyw i zarazem największy projekt informatyczny prowadzony w ramach Grupy Kapitałowej GPW. Pierwsze moduły systemu powinny zostać ukończone na przełomie 2021/2022. Natomiast cały system będzie docelowo wdrażany na przełomie 2023/2024. Nowy system transakcyjny będzie miał lepsze parametry techniczne, a przede wszystkim pozwoli nam na szybkie dostosowywanie naszej oferty do potrzeb inwestorów.



# Fotowoltaika od TAURONA

- ✓ Kredyt 0% lub niskooprocentowany kredyt na 10 lat
- ✓ Nawet 2% zwrotu wartości instalacji w ramach programu „Zwrot za prąd”
- ✓ Ubezpieczanie instalacji na okres 2 miesięcy

**Zobacz**



# Overbalance w praktyce



**ŁUKASZ STEFANIK**

Analitik Rynków Finansowych  
XTB

Ilu traderów, tyle strategii inwestycyjnych i pomysłów na określenie przyszłego kierunku ceny. W dzisiejszym artykule chciałbym się skupić na jednej z prostszych metod analizy wykresu (moim zdaniem), którą szybko powinni „złapać” nawet początkujący.

Metodologia Overbalance jest stosunkowo prosta. Sygnały transakcyjne są jasne, poza tym samo zgłębienie metodologii nie powinno być trudne dla osób znających podstawy analizy technicznej. Jeżeli potrafisz rozróżnić impuls od korekty, na pewno poradzisz sobie z metodologią Overbalance.

Czym jest właściwie Overbalance? Najprościej mówiąc, każdy trend składa się z impulsów (ruchów zgodnych z trendem) oraz korekt (ruchów przeciwnych do trendu).

Overbalance, trend trwa do momentu, aż najdłuższa korekta nie zostanie zanegowana

Zgodnie z metodą Overbalance, trend trwa do momentu, aż najdłuższa korekta nie zostanie zanegowana. Moment jest wówczas pierwszym sygnałem zmiany trendu

rynkowego. Oczywiście taką największą korektę w trendzie można także wykorzystać do zajęcia pozycji zgodnie z panującą tendencją.

Wykorzystanie tej techniki wpisuje się w tak dobrze znane wszystkim powiedzenie „podążaj za trendem”, czy „trend jest Twoim przyjacielem”. Dzięki temu powinniśmy unikać serii strat, oczywiście pod warunkiem, że rynek nie wpadnie w konsolidację. Niestety ale wszystkie strategie trendowe przestają działać w momencie, kiedy ceny zaczynają iść przysłowiowym bokiem. Okresy trendowe wynagradzają jednak te, w których nic się nie dzieje. Dlatego też w tradingu tak ważną cechą charakteru jest cierpliwość.

## KIEDY STOSOWAĆ METODOLOGIĘ OVERBALANCE?

Metodologia Overbalance ma sens jeżeli na rynku występuje trend, który charakteryzują wyższe szczyty i wyższe dołki (trend wzrostowy), bądź niższe szczyty i niższe dołki (trend spadkowy). Jeżeli rynek porusza się w stałym zakresie

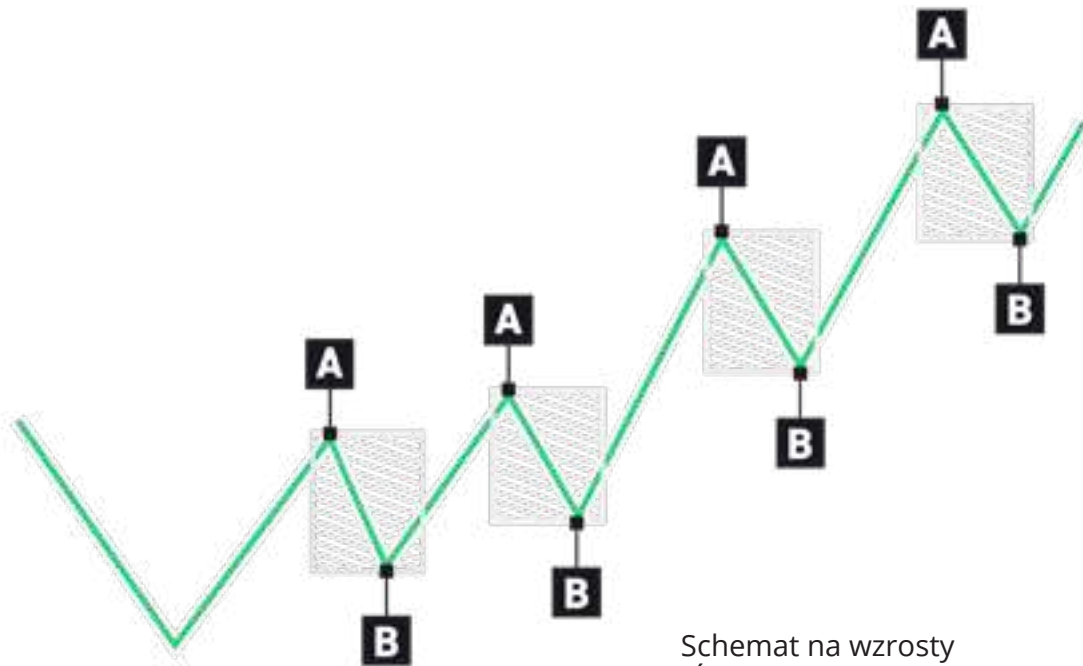
Rynek jest fraktalny, te same struktury, które widzimy na interwale czasowym H1, będą też widoczne na M5

(konsolidacji) nie stosujemy metody Overbalance! Jeśli chodzi o interwał czasowy, jest on dowolny. Rynek jest fraktalny, te same struktury, które widzimy na interwale czasowym H1,

będą też widoczne na M5 czy D1. Różnicą jest jedynie czas realizacji. Na samym początku najlepiej skupić się na jednym przedziale czasowym, najpopularniejszy to H1. Przechodzenie pomiędzy różnymi przedziałami może prowadzić do sprzecznych sygnałów. Np, na interwale D1 będziemy mieć jeszcze trend wzrostowy, a na m15 – gotowy sygnał na spadki.

## SCHEMAT WZROSTOWY

Schemat na wzrosty wygląda następująco, rynek rysuje coraz wyższe szczyty i coraz wyższe dołki – rozpoczyna się trend wzrostowy. Dopóki korekty są mniejsze bądź tego samego zasięgu co pierwsza korekta w danym impulsie – obowiązuje tendencja wzrostowa. Wejścia należy szukać przy dołku B, czyli

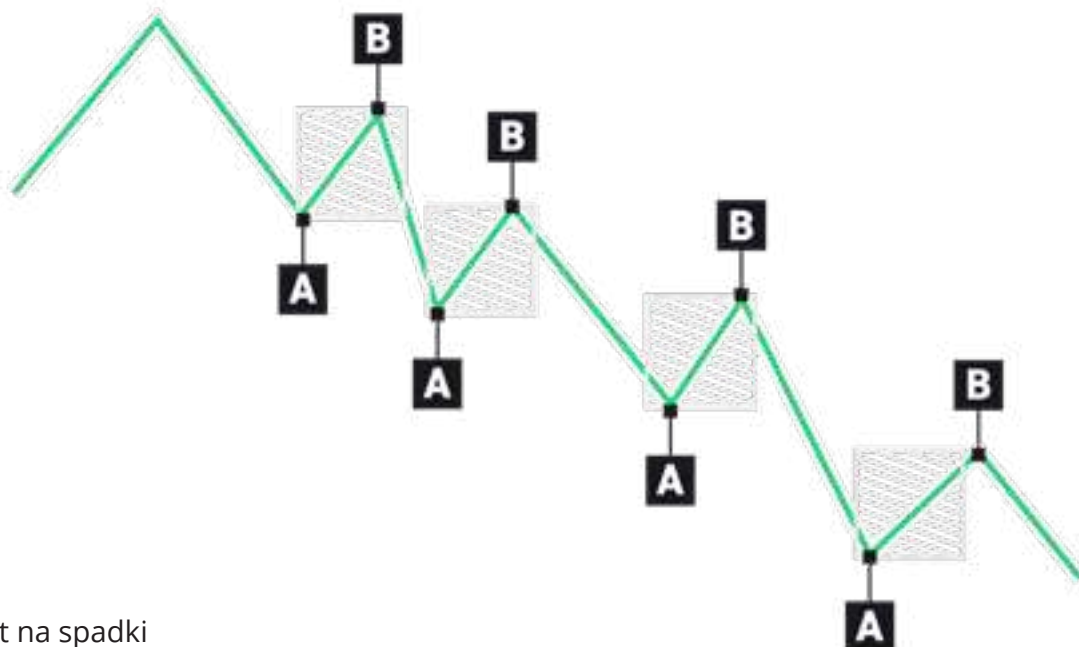


Schemat na wzrosty  
[Źródło: Opracowanie własne]

na końcu korekty. Ważne aby korekta była tego samego zasięgu co poprzednia korekta – 1:1, wtedy możemy zająć pozycję.

## SCHEMAT SPADKOWY

Jeśli chodzi o schemat na spadki, wygląda on jak odbicie lustrzane. Wejście w pozycję następuje przy górnym ograniczeniu Overbalance (punkt B).



Schemat na spadki  
[Źródło: Opracowanie własne]



## KIEDY WCHODZIĆ W POZYCJĘ?

Wychodzę z założenia iż wykres świecowy dostarcza najwięcej informacji o ruchu ceny, dlatego też moje podejście zakłada analizę tego typu wykresu. Sygnałem do zajęcia pozycji jest pierwsza świeca odwrotna do kierunku korekty, która występuje na wysokości dolnego, bądź górnego ograniczenia układu 1:1, w zależności od panującego trendu. Rynek musi dojść do wyznaczonego poziomu, bądź nieznacznie go przekroczyć, a następnie wrócić powyżej/poniżej. Kiedy można mówić o negacji układu? Z moich obserwacji wynika, iż w momencie kiedy cena wyjdzie poza układ 1:1 głębiej niż o 27,2%, jest negowany i nawet w momencie powrotu nie warto otwierać pozycji. Aby mówić o wejściu, cena musi więc zaksięgować układ 1:1 bądź delikatnie go naruszyć. Miejsca do wejścia zostały zaznaczone strzałkami w górę na poniższym wykresie.



Układ 1:1 trendzie wzrostowym. Wejścia w pozycję należy szukać przy dolnym ograniczeniu struktury – miejsca zaznaczone strzałkami.

[Źródło: xStation 5]

## KIEDY WCHODZIĆ W POZYCJĘ DŁUGĄ?

Pozycję długą zajmujemy, jeżeli rynek znajduje się w trendzie wzrostowym. Momentem zlecenia jest obrona dolnego ograniczenia układu 1:1. Wchodzimy po pierwszej formacji świecowej zwiastującej wzrosty.



Moment zajęcia pozycji na przykładzie pary walutowej AUDUSD.  
[Źródło: xStation 5]

## KIEDY WCHODZIĆ W POZYCJĘ KRÓTKĄ?

Na poniższym przykładzie można zauważyć zachowanie ceny, które często pojawia się na rynku. Mianowicie, przy pierwszym teście układ jest broniony, następnie testowany jest on ponownie. Wtedy też zbyt ciasne postawienie SL może wyrzucić nas z rynku. Czasem warto ustawić nieco większy SL. Maksymalny SL wypada przy mierzeniu 127,2% całego układu. Wyjście ceny powyżej neguje całą strukturę.



Przykład wejścia w pozycję krótką na podstawie spadkowego układu 1:1 na parze walutowej GBPUSD.

[Źródło: xStation 5]

Strategię Overbalance najlepiej jest stosować na rynkach trendowych. Przede wszystkim będą to pary walutowe związane z surowcami, jak np AUDUSD czy NZDUSD. Strategia dobrze sprawdza się także na indeksach giełdowych. Niemniej to nie instrument jest najważniejszy, ale faza, w której obecnie znajduje się rynek. Jeżeli na danym walorze widać wyraźny trend, jest to podstawa do tego aby stosować metodologię Overbalance. Z kolei, gdy dany instrument porusza się w konsolidacji, skuteczność znacząco spadnie.

MATERIAŁ  
MARKETINGOWY



Ufam najlepszym,  
**gram z PZU**

Sprawdź na **pzu.pl**





# Inflacja – dobra czy zła dla rynku akcji

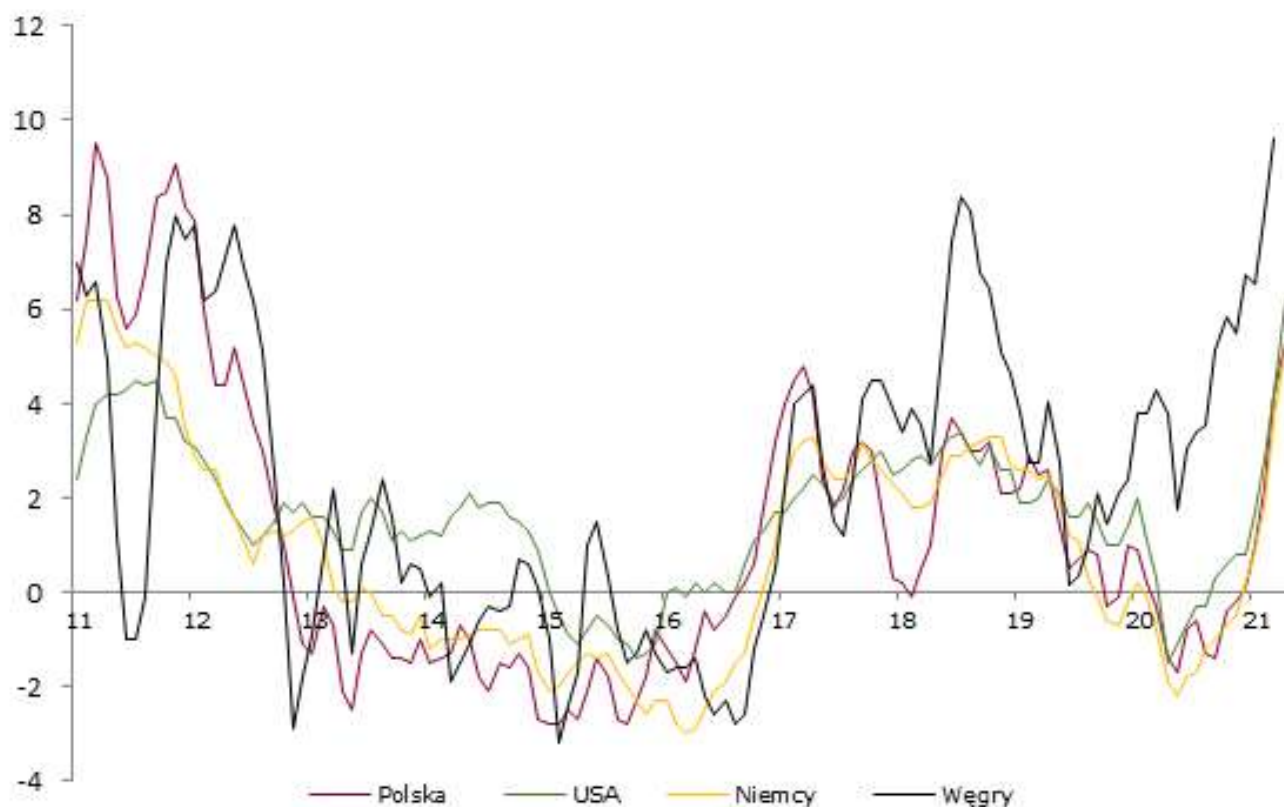


**ZBIGNIEW OBARA**

Menedżer ds. Analiz  
Biuro Maklerskie Alior Bank

Zarówno w Polsce, jak i na świecie, znajdujemy się obecnie w okresie najwyższych odczytów inflacyjnych od co najmniej blisko dekady, w związku z czym odpowiedź na pytanie na ile jest to korzystne zjawisko dla rynku akcji wydaje się nurtująca i niezwykle na czasie.

**Wykres 1.** Inflacja PPI (% , r/r) dla wybranych krajów.



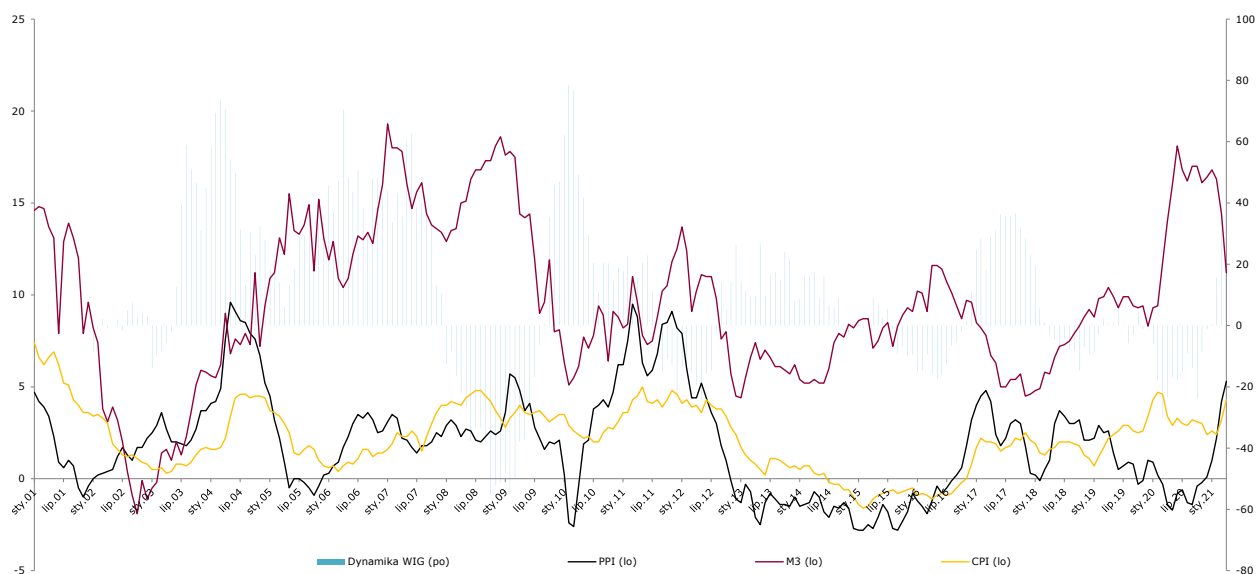
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg

## INFLACJA A GIEŁDY

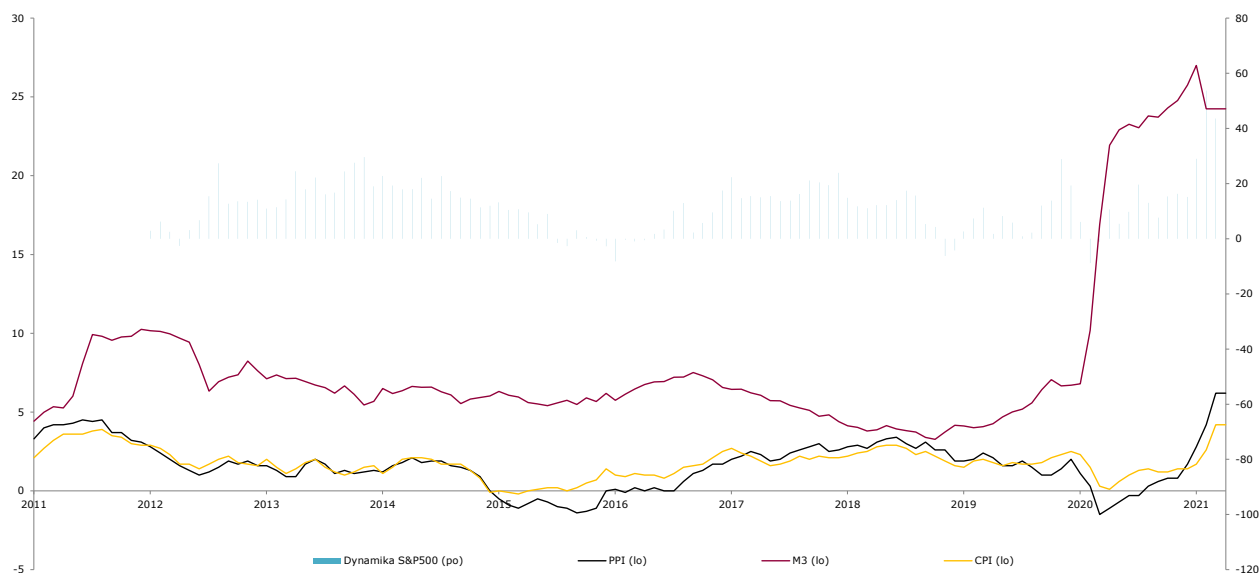
Proste nałożenie na jednym ciągu czasowym zarówno inflacji CPI, jak i PPI (o różnych miarach inflacji za chwilę) wskazuje na dość „luźne” powiązanie rocznych stóp zwrotu z rynku akcji czy to dla rynku polskiego czy amerykańskiego z poziomem inflacji, czy nawet z dynamiką podaży pieniądza, która

w jednej z dwu głównych teorii ekonomicznych tłumaczących zjawisko inflacji (monetarystycznej) jest głównym powodem jej występowania.

**Wykres 2.** Roczne dynamiki (proc.) inflacji CPI, PPI, podaży pieniądza M3\* (lewa oś) na tle głównego indeks giełdy warszawskiej WIG (prawa oś).



**Wykres 3.** Roczne dynamiki (proc.) inflacji CPI, PPI, podaży pieniądza M3\* (lewa oś) na tle głównego indeksu giełdy warszawskiej WIG (prawa oś).

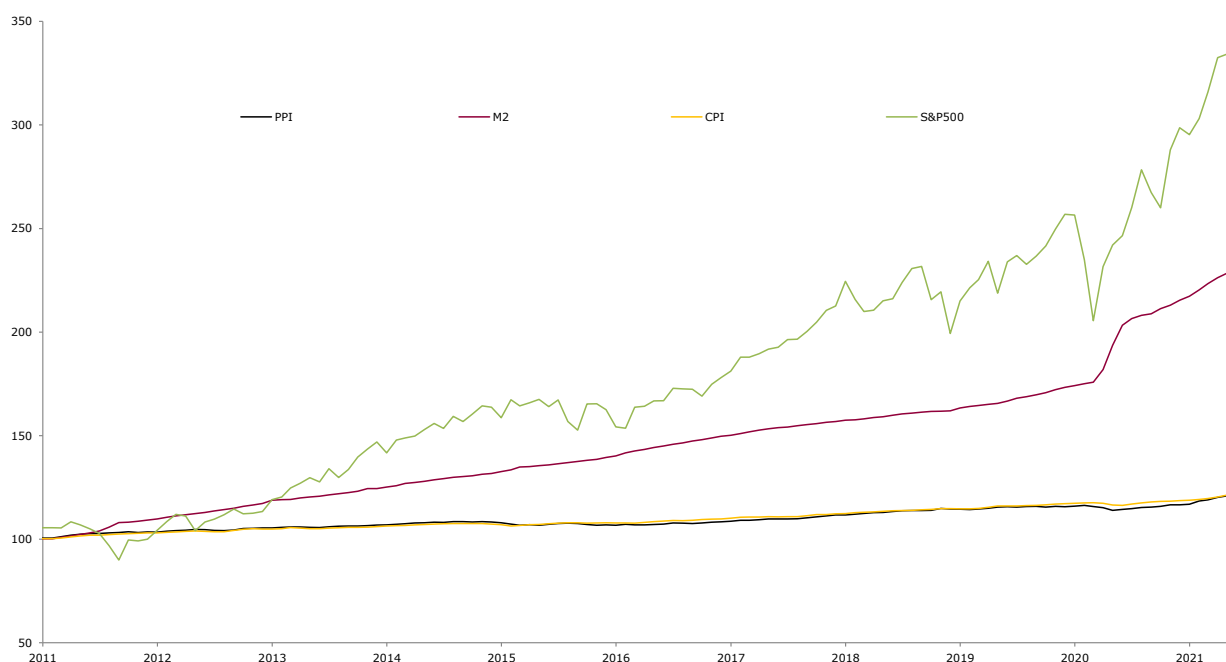


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg

\* agregaty pieniężne w uproszczeniu: gotówka w obiegu + pieniądze banków komercyjnych na rachunku w banku centralnym (M0) + depozyty bieżące płatne na żądanie w instytucjach finansowych (M1) + depozyty i inne zobowiązania banków wobec przedsiębiorstw o terminie zapadalności do 2 lat (M2) + obligacje do 2 lat emitowane przez banki (M3)

W długim terminie (od 10 lat wzwyż) związek jest bardziej zauważalny, ale bardziej kierunkowo aniżeli jednoznacznie definiujący stopę zwrotu (stopa inflacji w ostatnim 10-leciu nie różniła się znacznie w Polsce i USA, jednakże stopy zwrotu z indeksów akcji były już diametralnie różne).

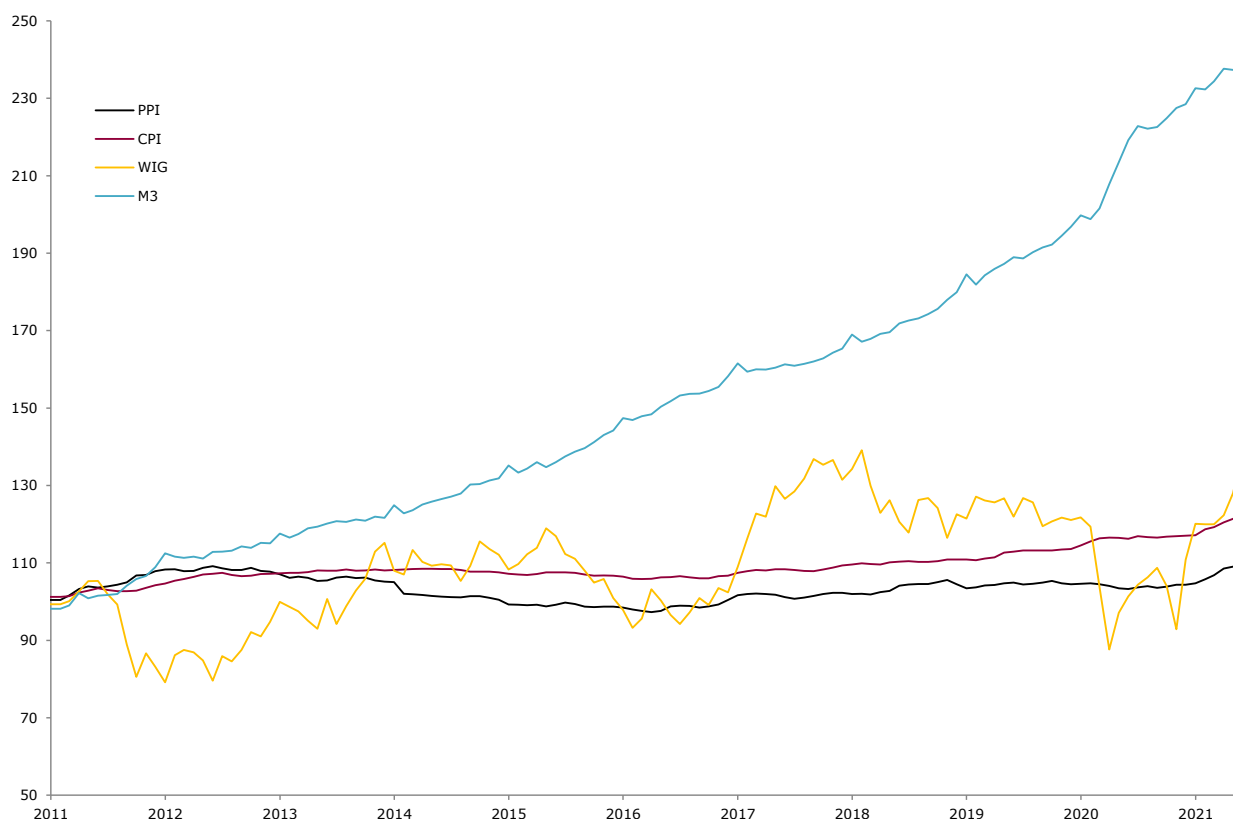
**Wykres 4.** Skumulowane wartości inflacji CPI, PPI, podaży pieniądza oraz indeksu giełdowego S&P500 (2010.12.31=100)



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Bloomberg



**Wykres 5.** Skumulowane wartości inflacji CPI, PPI, podaży pieniądza oraz indeksu giełdowego S&P500 (2010.12.31=100)



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Bloomberg

## RODZAJE I MIARY INFLACJI

Dlaczego zatem tak się dzieje? Zanim odpowiedź, najpierw wyróżnijmy 4 rodzaje inflacji pod kątem źródeł pochodzenia:

- a) Popytową,
- b) kosztową,
- c) strukturalną,
- d) importowaną.

Na całościową inflację zazwyczaj zawsze składa się kombinacja powyższych. W zasadzie immanentną cechą systemu pieniądza fiducyjnego, który

funkcjonuje w obecnym świecie, (opartego jedynie na powszechnej akceptacji oraz monopolu emisyjnego banków centralnych, przy braku pokrycia w ja-

wzrost wartości pieniądza w obiegu przewyższa tempo wzrostu podaży dóbr i usług, mamy do czynienia z tzw. luką inflacyjną

kimkolwiek kruszców) czy nawet jego głównym założeniem jest polityka deficytów – finansowania przez rządy coraz to wyższych wydatków do drukiem pieniądza. W rezultacie wzrost wartości pieniądza w obiegu przewyż-

sza tempo wzrostu podaży dóbr i usług, mamy do czynienia z tzw. luką inflacyjną i wzrostem cen wywołanych nadmiernym popytem, czyli inflacją kosztową.

W sytuacji z kolei, gdy pojawiają się ograniczenia w produkcji (mogą to być np. strajki problemy logistyczne, czy np. z nowszej historii ekonomii np. *lockdown*), następuje wzrost stawek płacowych, wzrost płac, czynszów, odsetek od kredytów, cen surowców i ogólnych kosztów wytwarzania, mamy do czynienia z inflacją kosztową. Jeśli w dodatku rosną ceny produktów importowanych, czy też importowanych a niezastępowalnych surowców do produkcji krajowej mamy do czynienia z inflacją importowaną. I na koniec, jeśli struktura popytu nie odpowiada strukturze podaży mamy do czynienia z inflacją strukturalną, np. gdy zapotrzebowanie na samochody bardziej zaawansowane technologicznie (elektryczne) rośnie szybciej niż na te najtańsze o tradycyjnym napędzie.

Czym jest najogólniej zjawisko inflacji? Jest miarą wzrostu średniego poziomu cen, z naciskiem na przymiotnik średniego. Intuicyjnie często postrzegamy poziom inflacji przez pryzmat naszych wydatków, które rzadko można nazwać reprezentatywnymi dla wszystkich gospodarstw domowych czy dla całej gospodarki. Urzędy statystyczne z kolei bazują na pewnych uproszczeniach i do wyliczeń przyjmują tzw. koszyk inflacyjny, przyporządkowując określonym

Generalnie w przestrzeni publicystycznej dysponujemy najczęściej następującymi rodzajami wskaźników inflacji:

- a)** CPI (z ang. Consumer Price Index) – inflacja cen konsumenckich,
- b)** PPI (z ang. Producer Price Index) – inflacja cen producentów,
- c)** Inflacja bazowa – inflacja CPI z wyłączeniem cen żywności i energii,
- d)** HICP – zharmonizowany wskaźnik cen konsumenckich w krajach UE,
- e)** PCE (Personal Consumption Expenditure) – obliczany w USA wskaźnik cen wydatków konsumpcyjnych.

Inflację, podobnie jak koniunkturę na rynkach akcji mierzy się lokalnie (dla danego kraju), a miary inflacji mogą się istotnie między sobą różnić, np. w okresie wzrostu cen żywności i energii inflacja bazowa będzie znacząco niższa niż CPI, z kolei inflacja cen producentów PPI zazwyczaj jest bardziej zmienna i z opóźnieniem oraz w niepełnym wymiarze przekłada się na późniejszą inflację CPI.

Generalnie jednak najszerszym wskaźnikiem inflacji z racji dominującego (często na poziomie ok. 70%) udziału konsumpcji w strukturze PKB w krajach wysoko-rozwiniętych (w Polsce także) jest inflacja CPI.

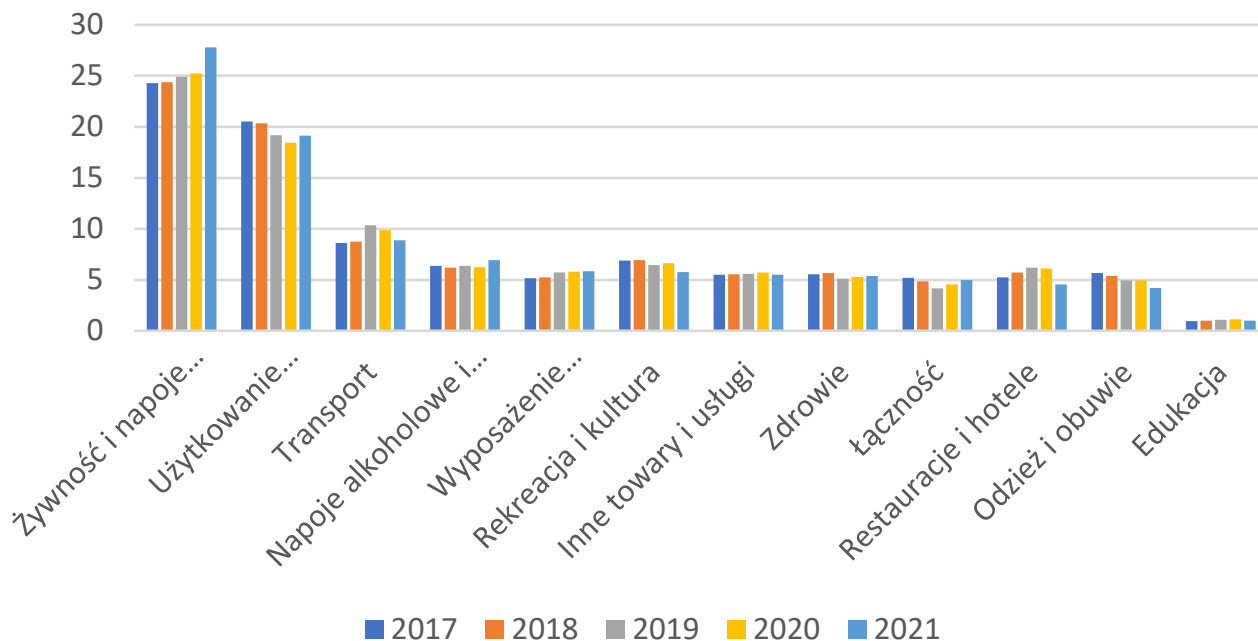
**Wykres 6.** Odczyty inflacji CPI w wybranych krajach na przestrzeni 5 ostatnich lat.

[illegible]

Źródło: opracowanie własne na podstawie TradingEconomics

**Wykres 7.** Udział (proc.) poszczególnych grup wydatków w poszczególnych latach w koszyku inflacyjnym GUS

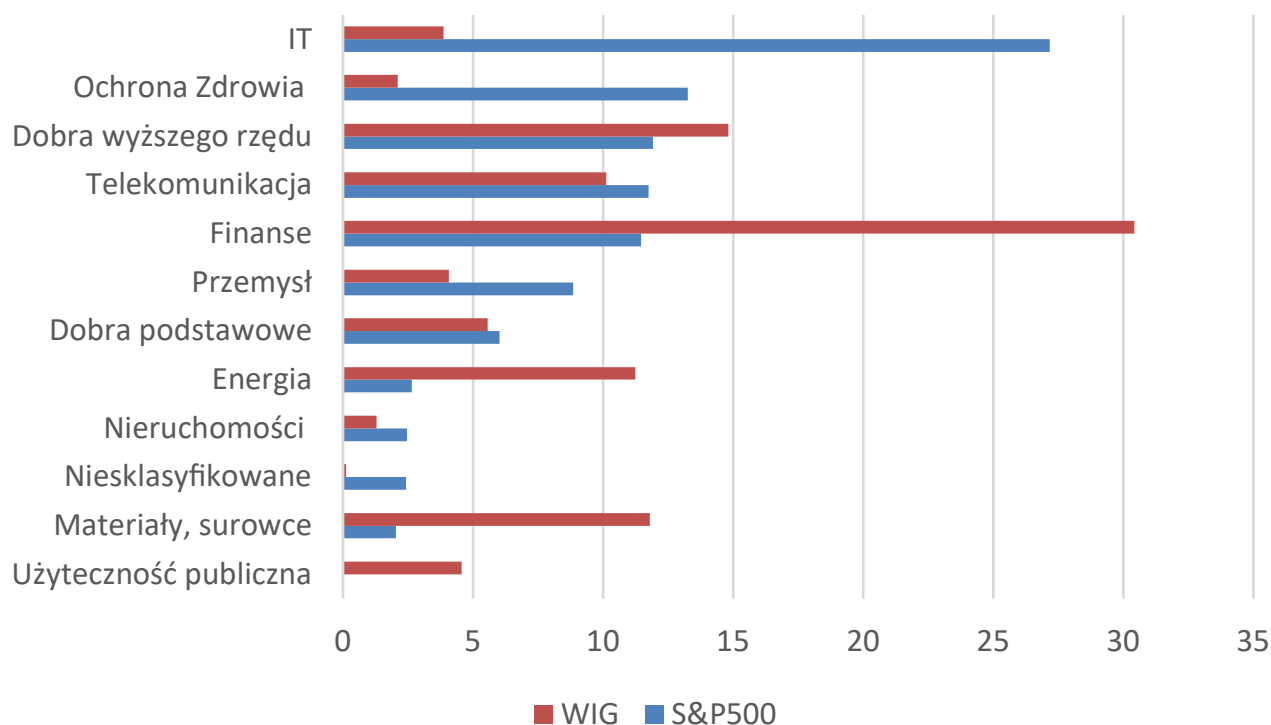
### Skład koszyka inflacyjnego CPI w Polsce



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

Tymczasem struktura sektorowa giełd zarówno w Polsce, jak i USA różni się dość mocno od składu koszyka inflacyjnego.

**Wykres 8.** Struktura sektorowa (proc.) głównych indeksów akcji w USA (S&P500) oraz Polsce (WIG)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS



## PODSUMOWANIE

Na podstawie samych odczytów inflacyjnych nie możemy prognozować stóp zwrotu z rynków akcji, gdyż struktura sektorowa giełd nie odpowiada koszykowi inflacyjnemu, różne mogą być źródła inflacji, np. jeśli inflacja ma charakter importowy czy podażowy (kosztowy), to ciężko oczekiwać, żeby krajowe spółki były jej beneficjentami. Wzrost kosztów poniżej poziomu tolerancji przez bank centralny skutkować może wzrostem stóp procentowych i w rezultacie wzrostem ponoszonych przez przedsiębiorstwa kosztów finansowych.

W związku z jednak z tym, że w wyniku pojawienia się podwyższonej inflacji zwłaszcza nieantycypowanej następuje transfer majątku od pożyczkodawców do pożyczkobiorców, a grupą, która znacznie częściej na poziomie zagregowanym posiłkuje się kredytem są przedsiębiorstwa (spółki), a nie gospodar-

w okresach wzrostu inflacji utrzymywanie wolnych środków (niezwiązanych z preferencją czasową wydatków, jak np. bliski zakup nieruchomości, sfinansowanie studiów itp.) w instrumentach dłużnych (obligacje, gotówka) nie jest roztropne

stwa domowe, z dużą dozą prawdopodobieństwa możemy stwierdzić, że w okresach wzrostu inflacji utrzymywanie wolnych środków (niezwiązanych z preferencją czasową wydatków, jak np. bliski zakup nieruchomości, sfinansowanie studiów itp.) w instrumentach dłużnych (obligacje, gotówka) nie jest roztropne,

a akcje jawią się jako główna klasa aktywów, która daje szansę (ale oczywiście nie gwarancję) ochrony realnej wartości oszczędności.

## WNIOSKI KOŃCOWE

Na pytanie czy inflacja jest dobra czy zła dla rynku akcji nie można zatem jednoznacznie odpowiedzieć, bo wszystko zależy od horyzontu czasowego jaki rozpatrujemy oraz źródeł inflacji. Natomiast z dużą dozą prawdopodobieństwa możemy stwierdzić, że jeśli inflacja wynika z dużej dynamiki podaży pieniądza, i nie ma charakteru w głównej mierze importowego dla giełdy danego kraju i gospodarki, to zarówno kanałem gospodarczym – poprzez wzrost zysków spółek, jak i majątkowym (wzrost puli oszczędności inwestorów) wzrostowi inflacji towarzyszy wzrost kursów akcji.

Od strony fundamentalnej dużo większy wpływ na stopę zwrotu z danego rynku akcji ma struktura sektorowa emitentów, ich innowacyjność, zdolność do tworzenia trwałych przewag konkurencyjnych, poziom ochrony inwestorów mniejszościowych itp.

Natomiast bezwzględnie wzrost inflacji nieantycypowanej (nieoczekiwanej) jest dotkliwy dla innych konkurencyjnych względem akcji klas aktywów

istnieje prawdopodobieństwo  
powstawania baniek cenowych  
na rynkach aktywów

w szczególności długoterminowych obligacji stałokuponowych. Dodatkowo w sytuacji, gdy wzrost inflacji jest tolerowany przez władze monetarne

(nie podnoszone są stopy procentowe), a więc utrzymują się ujemne realne stopy procentowe, istnieje prawdopodobieństwo powstawania baniek cenowych na rynkach aktywów, w tym oczywiście akcji...

## POTENCJALNE STRATEGIE NA NAJBLIŻSZE 6–12 MIES. NA TAKI SCENARIUSZ:

- przeważanie rynku akcji względem obligacji, zwłaszcza stałokuponowych i długoterminowych, gdzie spadek realnej wartości kuponów jest najbardziej bolesny i długotrwały,
- przeważanie akcji spółek z sektorów cyklicznych, w tym produkujących dobra trwałe (w okresie wzrostu inflacji następuje często do zaburzeń struktury popytu w kierunku większego popytu na dobra trwałego użytku),
- przeważanie akcji spółek zadłużonych (inflacja premiuje dłużników), ale nie ekstremalnie i nie działających w schyłkowych sektorach, gdzie kleszcze spadających przychodów i wzrostu rynkowych stóp procentowych w następstwie wyższych oczekiwań inflacyjnych mogą generować podwyższone ryzyko upadłości,
- niedoważanie akcji spółek zaliczanych do „wzrostowych”, a więc notowanych przy wysokich poziomach wskaźników wyceny do bieżących zysków czy przychodów, których uzasadnienie bazuje w sposób mniej lub bardziej dorozumiany na prognozach ponadprzeciętnego wzrostu przychodów (i zysków). W sytuacji wzrostu inflacji do poziomów nieantycypowanych, im bardziej odłożona w czasie wartość strumieni gotówkowych generowanych przez spółkę, tym niższa ich wartość realna (po uwzględnieniu inflacji). Doskonale widać ten mechanizm w ostatnich miesiącach na przykładzie rynku amerykańskiego, gdzie spółki technologiczne z indeksu Nasdaq miały problemy ze sforsowaniem nowych maksimów i generalnie od kilku miesięcy zachowują się znacząco słabiej od reszty sektorów rynku akcji w USA.

**NAJLEPSZY  
RACHUNEK  
MAKLEERSKI 2021**  
W RANKINGU  
PULSU BIZNESU

Wybierz

# NAJLEPSZY RACHUNEK MAKLEERSKI NA RYNKU!

- **Podpisz umowę** bez wychodzenia z domu.
- **Przenieś do nas rachunek** i zachowaj stawkę prowizji wynegocjowaną u obecnego brokera – skorzystaj z **wyjątkowej promocji**.
- Obniżona stawka prowizji od obrotu akcjami – **0,21% (min. 3 zł)** dla studentów i Członków SII.

## Masz pytania? Skontaktuj się z nami!

Napisz do nas na adres [kontakt.bm@alior.pl](mailto:kontakt.bm@alior.pl)

lub zadzwoń na Infolinię dostępną pod numerem **19 503**

Nasi konsultanci czekają na Ciebie całą dobę, od 23:00 w niedzielę do 23:00 w piątek.

Niniejsza informacja jest upowszechniana tylko i wyłącznie w celu reklamy i promocji usług świadczonych przez Biuro Maklerskie Alior Bank S.A. Z każdą inwestycją wiąże się ryzyko poniesienia straty. Stopień ryzyka zależy od rodzaju i klasy aktywów będących przedmiotem inwestycji. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej należy, oprócz prognozy potencjalnego zysku, określić także czynnika ryzyka, jakie mogą wiązać się z daną inwestycją.

Niniejszych informacji nie należy traktować ich jako oferty zawarcia umowy w rozumieniu Kodeksu cywilnego.

Alior Bank S.A. z siedzibą w Warszawie, adres: 02-232 Warszawa, ul. Łopuszańska 38D, wpisany do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy XIV Wydział Gospodarczy pod numerem KRS 0000305178, o kapitale zakładowym 1 305 539 910 zł w całości opłaconym, posiadający numer statystyczny REGON 141387142 i numer identyfikacji podatkowej (NIP) 107-001-07-31. Biuro Maklerskie Alior Bank S.A. jest wydzieloną organizacyjnie jednostką w strukturach Alior Bank Spółka Akcyjna.



# W pogoni za boginią Lakshmi, czyli przypadki z „Inteligentnego Inwestora”.



**ELIZA DĄBROWSKA**

Dyrektor ds. rozwoju usługi doradztwa inwestycyjnego  
Noble Securities S.A.



@DabrowskaEliza



Ostatnio, po ponad dekadzie, wróciłam do lektury „Inteligentnego Inwestora” Benjamina Grahama. Widocznie osiągnęłam już wiek, w którym pamięć zaczyna szwankować i wzrasta skłonność do ponownego analizowania wybranych lektur. Książka opasła, wiekowa, z niezbyt szczęśliwym tłumaczeniem na nasz język, jednak w wielu aspektach ponadczasowa i warta uwagi.

Sylwetki Grahama przybliżać nie będę, poprzestanę tylko na wzmiance, że we wstępie do książki sam Warren Buffet konstatuje, iż tylko ojciec wywarł większy wpływ na jego życie niż autor „Inteligentnego Inwestora”.

Zastanówmy się jednak, co sprawia, że tekst Grahama, wydany w oryginale po raz pierwszy w 1949 roku, a opatrzony później komentarzami Jasona Zweiga, nadal cieszy się uznaniem wśród adeptów inwestowania i jakie podstawowe treści z tego tekstu możemy uznać za cenne nawet w naszych zwariowanych czasach?

## KIM JESTEŚ A KIM POWINIENEŚ BYĆ „INTELIGENTNY INWESTORZE”?

To bardzo pocieszające, że według Grahama inteligencja, o której pisze nie ma nic wspólnego z wynikami IQ. Inteligentny inwestor to po prostu osoba o określonym zespole cech charakteru: człowiek cierpliwy, zdyscyplinowany, gotowy do stałego

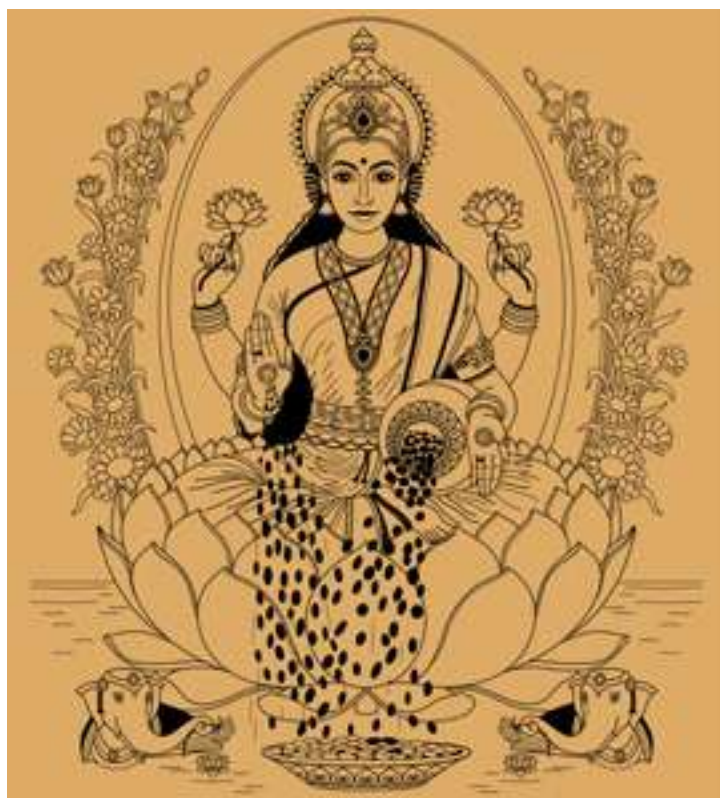
Inteligentny inwestor to po prostu osoba o określonym zespole cech charakteru

kształcenia się i co najważniejsze, panujący nad emocjami. Jako kontrprzykład przywoływana jest w książce postać samego Sir Izaaka Newtona, jednego

z najinteligentniejszych naukowców swoich czasów. Podobno Newton posiadał akcje South Sea Company, bohaterki jednej z głośniejszych baniek wywołanej

przez spekulantów. Newton sprzedał swoje akcje ze stuprocentowym zyskiem za 7000 funtów, stwierdzając, że potrafi „obliczać ruchy ciał niebieskich, ale nie jest w stanie skalkulować ludzkiego szaleństwa”. I gdyby na tym poprzestał na pewno przeszedłby do historii również jako niezły inwestor. Niestety, ponoć kilka miesięcy później, na fali entuzjazmu wokół spółki, ponownie zakupił jej akcje i finalnie sprzedał je ze stratą w wysokości 20 000 funtów. Nie o takiej inteligencji pisze Graham, ale widać, że temat nie jest prosty, skoro sam Newton i po nim jeszcze wielu innych inwestorów cały czas ma problem z wypracowaniem odpowiedniego podejścia do inwestowania. I właśnie te wiecznie powracające problemy sprawiają, że dzieło to cały czas świetnie się sprzedaje.

## CZY HINDUSKA BOGINI LAKSHMI MOŻE NAM POMÓC W INWESTYCJACH?



W komentarzu do jednego z ostatnich rozdziałów książki, jej współautor Jason Zweig przywołuje postać indyjskiej bogini za-możności Lakshmi, którą często przedstawia się stojącą na palcach, gotową do natychmiastowej ucieczki. Podobno niektórzy wyznawcy bogini Lakshmi, chcąc zatrzymać ją w miejscu, krępowali pasami lub przybijali gwoździami jej stopy do podłogi.

Graham wskazał kilka zasad, w tym zasadę o „marginesie bezpieczeństwa”, które symbolicznie mają być pasami krępującymi boginię. Wymieńmy sobie tych 5 kluczowych zasad:

- Dla inteligentnego inwestora notowania nie mają większego znaczenia. Inwestujemy w akcje tylko wtedy, jeśli chcemy zostać akcjonariuszami danej spółki, bez względu na zachowanie kursów jej akcji na giełdzie.
- W jednym z wywiadów Graham udzielił następującej rady: „Zadaj sobie pytanie, czy gdyby akcje tej spółki nie były notowane na giełdzie, chciałbym inwestować w tę firmę na takich samych warunkach.”
- Ceny akcji na giełdach nieustannie się wahają. Dokładnie tak jak wahadło, które stale odchyła się od nieuzasadnionego optymizmu do skrajnego pesymizmu. Inteligentny inwestor powinien być przede wszystkim realistą, który kupuje od pesymistów i sprzedaje optymistom.
- „Przyszła wartość inwestycji jest funkcją jej obecnych kosztów. Im większe poniesiesz koszty, tym mniejszy osiągniesz zysk.”
- To moja ulubiona zasada zaproponowana przez Grahama. Powinniśmy wyrobić w sobie nawyk nieustannego zestawiania tego ile musimy zapłacić, z tym co jest do zaoferowania. Dzięki imponującej umiejętności kojarzenia ze sobą informacji z różnych dziedzin, autor przywołał wzmiankę o tym, iż w pewnym amerykańskim kobiecym czasopiśmie „radzono czytelniczkom, aby kupowały akcje nie jak perfumy, ale jak produkty spożywcze”. Po takim klarownym wyjaśnieniu sprawa jest dla mnie jasna.
- Zasada „marginesu bezpieczeństwa”. Najmocniejszy z pasów krępujących ruchy bogini Lakshmi. Musimy pogodzić się z tym, że strata pewnej sumy pieniędzy jest nieuniknionym elementem inwestowania. Nigdy nie wolno przepłacać za nabywane walory, bez względu na to jak wielkie

emocje budzi dana inwestycja. Tylko stosując „margines bezpieczeństwa”, czyli nabywając walory najtaniej jak się da, uchronimy się przed ryzykiem pomyłki.

- To my sami odpowiadamy za powodzenie naszych inwestycji. Dzięki odpowiedniemu nastawieniu, umiejętności krytycznej oceny otaczającego nas świata, cierpliwości, pewności siebie, stałemu dokształcaniu się, stajemy się „inteligentnymi inwestorami”. Nie powinniśmy nigdy dopuszczać do sytuacji, w których zmienne nastroje ludzi z zewnątrz zaczną mieć wpływ na nasze finanse.

Wróćmy jeszcze na chwilę do zasady „marginesu bezpieczeństwa”, gdyż o metodach ustalania tego marginesu w znacznej mierze traktuje nasza lektura.

Przy dokonywaniu selekcji  
walorów powinniśmy narzucić  
sobie pewne ograniczenie

Przy dokonywaniu selekcji walorów powinniśmy narzucić sobie pewne ograniczenie na ceny płacone za akcje oraz powiązać je z przeciętnymi zyskami, najlepiej z kilku ostatnich

lat. Dobrą miarą zaproponowaną w komentarzu do rozdziału 3 przez Jasona Zweiga wydaje się być wskaźnik Shillera, czyli wskaźnik C/Z dla średniej 10-letniej, skorygowany o inflację. Ale o tym może następnym razem...

W „Inteligentnym inwestorze” znajdziemy jeszcze wiele innych interesujących zagadnień, które zaprzatają głowę także współczesnym inwestorom. Nie bez powodu czasami słyszy się, że ta książka to biblia dla inwestorów. I jak to z bibliami bywa, historie w nich opisane są ponadczasowe, choć należy pamiętać, aby nie odczytywać ich dosłownie.

NOBLE  
SECURITIES  
DOM MAKLESKI

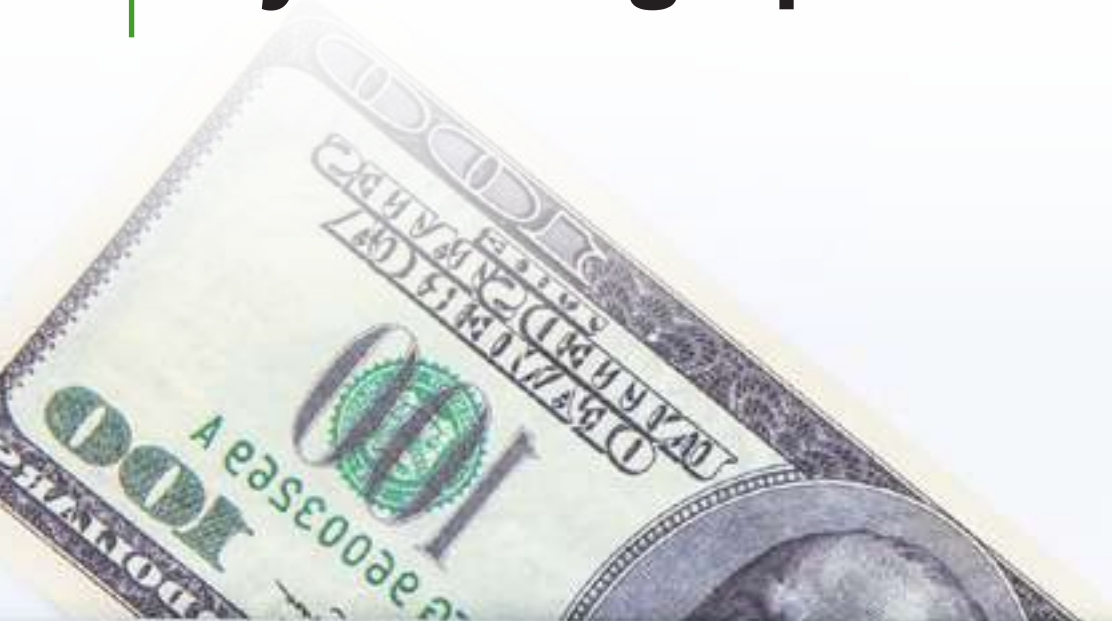
twój  
partner  
na rynku  
kapitałowym

[www.noblesecurities.pl](http://www.noblesecurities.pl)

Ogłoszenie stanowi materiał promocyjny Noble Securities S.A. ("NS"). Inwestowanie na rynku kapitałowym wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanego kapitału. NS zwraca uwagę, że zgodność produktów i usług oferowanych przez NS z potrzebami, cechami i celami osoby inwestującej, biorąc pod uwagę jej wiedzę i doświadczenie, weryfikowana jest przed zawarciem umowy lub korzystaniem z usług NS przez tą osobę. Szczegółowe informacje o usługach NS oraz o ryzyku związanym z inwestowaniem w dany instrument finansowy dostępne są na stronie internetowej [www.noblesecurities.pl](http://www.noblesecurities.pl). NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.



# Czy dolar jest skazany na osłabienie? Które waluty mogą skorzystać na post-pandemicznym ożywieniu gospodarek?



**MAREK ROGALSKI**

Główny analityk walutowy  
Dom Maklerski BOŚ



@RogalskiMarek

**W**ydarzenia z ostatnich miesięcy pokazują, że decydenci nie przywiązują większej wagi do kwestii siły dolara. To co wcześniej było mantrą powtarzaną przez kolejnych Sekretarzy Skarbu, czyli „strong dollar policy” ucichło za kadencji Donalda Trumpa (w nazbyt silnej walucie upatrywał on problem z konkurencyjnością amerykańskich towarów na światowych rynkach), a za Joe Bidena wybrzmiewa na razie słabo. I w zasadzie pomijając marzec 2020 r. kiedy to dolar zaliczył mocny zryw w górę, to późniejszy pandemiczny czas był w zasadzie pokazem jego słabości przerywanej technicznymi korektami. Rynki bardzo szybko

**Skoro dolarów jest tak dużo, to dlaczego mają mieć jakąś wartość? Ucieczka od ryzyka?**

odpowiedziały na zalew rynku amerykańską walutą w wyniku gigantycznych operacji płynnościowych

w wydaniu FED. Skoro dolarów jest tak dużo, to dlaczego mają mieć jakąś wartość? Ucieczka od ryzyka? Przy zerowych stopach procentowych pojawiła się wręcz zachęta do nadmiernej spekulacji, co obserwujemy do dzisiaj. No chyba, że coś się zmieni. Ale czy wtedy FED będzie tym, który zacznie pierwszy normalizować politykę, jak to wcześniej bywało? Późną jesienią ubiegłego roku, ku zaskoczeniu części ekonomistów Rezerwa Federalna zapowiedziała nowy format swojej polityki monetarnej, gdzie dopuszczalne będą czasowe przestrzelenia się inflacji, a decydenci będą działać dopiero wtedy, kiedy będą pewni zakotwiczenia się długoterminowych projekcji inflacyjnych wokół celu, oraz stanu bliskiemu pełnemu zatrudnieniu w gospodarce. Było to swoiste zaproszenie do dalszego rozgrywania słabszego dolara kosztem innych walut, których banki centralne nie mają takiego komfortu jak Amerykanie i muszą bardziej operować na starych schematach, jeżeli nie chcą zmierzyć się z wizerunkowym kryzysem. I tak szybko pojawiło się określenie

strategia reflacyjna, która zakłada rozgrywanie tych aktywów, które będą wrażliwe na skoki inflacji – to waluty krajów rozwijających się, ale nie tylko, rynek surowców, czy też bliższe przyjrzenie się rynkowi długu. Oczywiście nie jest wcale powiedziane, że FED tak naprawdę gra nazbyt ryzykownie, co może w efekcie wpędzić nas wszystkich w poważny kryzys finansowy. Najgorszym rozwiązaniem dla każdego banku centralnego jest sytuacja, kiedy jest on zmuszony do gwałtownego zacieśnienia polityki monetarnej, aby ustabilizować inflację. To zwykle kończy się załamaniem się rynku akcji (nagle tak zwana stopa wolna od ryzyka staje się na tyle atrakcyjna, co wywraca większość spekulacyjnych strategii), oraz ogromną zmiennością na rynku długu, która ma swoje negatywne skutki dla gospodarki, ale zwłaszcza tych, którzy funkcjonują dzięki zewnętrznemu finansowaniu. Na Wall Street tak

największym zmartwieniem w takiej sytuacji może stać się koszt obsługi gigantycznego zadłużenia USA

jest z większością sektora technologicznego, ale największym zmartwieniem w takiej sytuacji może stać się koszt obsługi gigantycznego zadłużenia USA, które już kilka lat

temu przyprawiało o duży ból głowy, a po pandemii... I tu trafiamy na próbę wytłumaczenia tego z czym mamy teraz do czynienia. Czy FED i amerykańskie Treasury świadomie grają na słabość dolara wykorzystując jego specyficzny status na świecie, a tolerancja wyższej inflacji jest cynicznym sposobem na poradzenie sobie z gigantycznym długiem? Czas pokaże, chociaż niewątpliwie od kilkunastu już lat (zaczęło się po kryzysie subprime w latach

2007–2008) FED tak naprawdę eksperymentuje z polityką monetarną, sprawiając, że większość podręczników do ekonomii trzeba pisać na nowo.

Co dalej? Na rynku finansowym nie prowadzi się długich dywagacji, tylko dopasowuje strategie finansowe pod konkretne sytuacje. Skoro FED chce psuć dolara, to OK.... ale jak na tym można zarobić? Strategia reflacyjna wydaje

Skoro FED chce psuć dolara, to OK.... ale jak na tym można zarobić?

się być dość ciekawą alternatywą, ale gdzie istnieją główne czynniki ryzyka dla tego rozumowania? Czy inne banki centralne też będą chciały być rów-

nie „sprytnie” jak FED? Dinozaurem ultra-luźnej polityki jest niewątpliwie Bank Japonii, a podobne nuty chciałby uderzać też Europejski Bank Centralny, dla którego nazbyt szybka normalizacja polityki monetarnej mogłaby mieć fatalne skutki dla spójności bloku walutowego, który mógł znów nadmierne zróżnicować się za sprawą pandemii z którą Europejczycy akurat nie poradzili sobie najlepiej. Wreszcie, co COVID zmienił w działaniach globalnych decydentów i co jest teraz nadrzędnym celem, a jakie mogą być niepożądane, chociażbrane pod uwagę koszty? Wreszcie, czy świat wygrał już z koronawirusem, skoro proces dystrybucji szczepionek może nie nadążać za pojawianiem się nowych mutacji, na które te mogą nie być odporne? Jak widać pytań jest wiele i warto je stawiać.

W przypadku danych krajów możemy już mówić o ryzyku „covidowym”, które możemy oceniać jako niskie, lub wysokie biorąc od uwagę takie kryteria jak elastyczność i przewidywalność działań polityków w ostatnich falach pandemii, a zwłaszcza dynamikę prowadzonych szczepień w kontekście odsetka

Zachodni politycy zaczynają rozumieć, że tak zwany „nacionalizm szczepionkowy” może być ogromnym błędem

danej populacji. Te jednak może mieć też charakter ponadnarodowy. Nie wykluczone, że pojawią się nowe podziały i wyrosną nowe granice,

tam gdzie byśmy się ich kilka lat temu nie spodziewali. Zachodni politycy zaczynają rozumieć, że tak zwany „nacionalizm szczepionkowy” może być ogromnym błędem, jeżeli nie zostanie szybko zniesiony. Jeżeli świat ma wygrać z pandemią, to tylko poprzez łatwość i szybkość dostępu do szczepień w każdym miejscu. Inaczej możemy stanąć przed ogromnymi wyzwaniami dla procesów globalizacji, zwłaszcza w kontekście problemów z łańcuchami dostaw, które już są widoczne. Deficyt hojności u bogatych dla biednych, może szybko wpędzić tych pierwszych w potężne kłopoty.

Rynki finansowe w nadchodzących miesiącach mogą stać się, jak wciągająca łamigłówka, której nie da się opisać na jednej kartce papieru. Zachęcam Państwa do lektury przygotowanego na ten post-pandemiczny czas raportu walutowego w którym próbuję się zmierzyć z tymi i innymi zagadnieniami, prezentując także potencjalne scenariusze zachowania się rynku. Materiał jest do pobrania na stronach [www.bossafx.pl](http://www.bossafx.pl)





# Centrum Rozwoju MŚP

Sprawdź ofertę  
Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości  
dla mikro, małych i średnich firm

[www.parp.gov.pl](http://www.parp.gov.pl)

**Infolinia: 801 332 202**



Fundusze  
Europejskie



Rzeczpospolita  
Polska

Unia Europejska  
Europejskie Fundusze  
Strukturalne i Inwestycyjne





# Inwestuj w międzynarodowe akcje na eToro.

Dołącz do 20 milionów użytkowników z całego świata i ciesz się prowizją 0% kiedy inwestujesz w globalne akcje



Download on the  
App Store



GET IT ON  
Google Play

**Myśl  
globalnie,  
działaj  
lokalnie**



Twój kapitał jest narażony na ryzyko. Obowiązują inne opłaty.  
Aby uzyskać więcej informacji, odwiedź stronę  
[etoro.com/trading/fees](https://etoro.com/trading/fees).



# Trzydzieste urodziny WIG



**DR TOMASZ WIŚNIEWSKI**

Wicedyrektor Dział Produktów  
Informacyjnych i Wskaźników  
Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

**16** kwietnia obchodziliśmy 30 rocznicę pierwszej sesji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Jednak pierwsza publikacja głównego indeksu WIG miała miejsce dopiero na czwartej sesji giełdowej, a ponieważ sesje wówczas odbywały się raz na tydzień, pierwszy dzień publikacji WIG wypadł na wtorek, 14 maja. W tym dniu z kolei jego wartość wyniosła zaledwie 93,9 punktów.

## PIG, PAX, WIX CZY...

Nazwa indeksu „WIG” obowiązuje od momentu jego powstania. Zanim jednak została przyjęta, prowadzono szereg analiz pod kątem nazw indeksów na innych giełdach. Tradycyjnie w nazwach indeksów giełdowych podaje się literę X, a same wskaźniki odnoszą się częściej do kraju niż nazwy miast, w którym znajduje się siedziba organizatora obrotu. W trakcie wyboru nazwy dla warszawskiego indeksu ważne zastrzeżenie dotyczyło również tłumaczenia skrótu, czy powinien to być zwrot w języku polskim, czy angielskim, zaś sama

Rozważano takie nazwy jak:  
PIG (Polski Indeks Giełdowy),  
PAX czy WIX

nazwa indeksu powinna być najlepiej trzyliterowa. Rozważano takie nazwy jak: PIG (Polski Indeks Giełdowy), PAX czy WIX. Każda z tych propozycji miała swoje uzasadnienie, ale również

przemawiały przeciwko nim niezbyt fortunne tłumaczenia. Ostatecznie została przyjęta propozycja Grzegorza Wójtowicza, ówczesnego członka rady nadzorczej GPW i prezesa Narodowego Banku Polskiego, aby nazwa pierwszego indeksu giełdowego odwoływała się do skrótu w języku polskim i miasta siedziby giełdy, czyli „Warszawski Indeks Giełdowy”.

## OD INDEKSU CENOWEGO DO WSKAŹNIKA

W swojej trzydziestoletniej historii WIG przeszedł kilka gruntownych zmian w zakresie swojej konstrukcji i metody obliczania. W pierwszej formule indeksu cenowego WIG był liczony od 14 maja 1991 roku do końca 1992 roku. W formule ważonej wielkością kapitalizacji oraz uwzględnieniem dochodów indeks ten liczony był do końca 1998 roku. Natomiast od 1999 roku jest obliczany dla spółek z rynku regulowanego na podstawie akcji w wolnym obrocie.

W określenie pierwszej metodyki indeksu WIG byli zaangażowani Wiesław Rozłucki i Włodzimierz Magiera, a więc Prezes i Wiceprezes Zarządu Giełdy oraz profesor Mieczysław Puławski ze Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Indeks został skonstruowany jako średnia wartość wzrostu kursów ak-

Indeks został skonstruowany jako średnia wartość wzrostu kursów akcji spółek znajdujących się wówczas w obrocie giełdowym

cji spółek znajdujących się wówczas w obrocie giełdowym. Zmiany kursów były liczone w stosunku do kursu bazowego, który stanowił średni kurs na trzech pierwszych sesjach. Po każdym debiucie nowej spółki zmiane

ulegały udziały wszystkich spółek w portfelu indeksu. Wartość bazowa indeksu została ustalona na pierwszej sesji na poziomie 100 punktów.

Zgodnie z przyjętymi w 1993 roku nowymi założeniami WIG miał dokładnie odzwierciedlać procentowe zmiany wartości rynkowej notowanych spółek. Miało to służyć reprezentacji stanu dochodów osiągniętych przez przeciętnego inwestora posiadającego portfel wszystkich spółek notowanych na giełdzie. Nowa formuła indeksu była zgodna ze standardami Międzynarodowej Korporacji Finansowej (International Finance Corporation) oraz zasadami obliczania



indeksów na innych giełdach. Zmianie uległa wartość bazowa, która na pierwszej sesji giełdowej miała wynosić 1000 punktów. Pojawiły się także regulacje w zakresie okresowego przeglądu portfela indeksu i ograniczania udziału największych spółek.

Po debiucie Banku Śląskiego wprowadzono dodatkową zasadę ograniczania udziału spółek z jednej branży. Zgodnie z nią udział spółek z jednego sek-

Po debiucie Banku Śląskiego wprowadzono dodatkową zasadę ograniczania udziału spółek z jednej branży

tora w WIG był redukowany do 30 procent w przypadku, gdy przekraczały one poziom 33 procent. Ograniczenie branżowe najczęściej miało zastosowanie w przypadku banków

i skutkowało spadkiem ich przeciętnego udziału o połowę w stosunku do wartości bazowej.

Jesienią 1997 roku został powołany komitet indeksów giełdowych. Rolą tego organu było sprawowanie funkcji związanych z okresowymi przeglądem portfeli indeksów giełdowych, zmianą metodyki indeksów giełdowych wynikająca z aktualnych trendów rynkowych oraz podejmowaniem decyzji odnośnie postępowania w przypadku wystąpienia szczególnych sytuacji rynkowych. W skład komitetu od początku wchodził doświadczony eksperci rynkowi, co pozwalała na podejmowanie decyzji w zakresie zarządzania indeksami zgodnie z oczekiwaniami środowiska zarządzających funduszami czy biur maklerskich. Pracami tego gremium kierował Arkadiusz Szymanek, a jego członkami byli m.in. Maciej Bombol, Andrzej Chabłowski, Maciej Radziwiłł, Artur Sierant oraz Bohdan Wyżnikiewicz.

Ostatnie istotne zmiany w regulacjach WIG zostały wprowadzone w marcu 2007 roku. Od tamtej pory obejmuje on wszystkie spółki z Głównego Rynku GPW, ale bez podmiotów które charakteryzujące się niską wartością akcji w wolnym obrocie lub będące w trudnej sytuacji biznesowej.

## CZAS NA REKORD

Indeks WIG to historia wzrostów i spadków portfeli giełdowych inwestorów. Początek marca 1994 roku zostanie zapamiętany jako pierwsza hossa giełdowa, kiedy WIG przekroczył 20 tys. punktów, a w ciągu zaledwie trzech kolejnych miesięcy spadł do 7 tys. punktów. Hossa powraca na giełdę po trzech latach i w marcu 1997 roku WIG osiąga 17 tys. punktów. Jednak pierwszy rekord zostaje pobity dopiero po 6 latach, w marcu 2000 roku, kiedy wartość WIG wyniosła 22 tys. punktów.

Najwyższą wartość w swojej historii WIG zanotował na sesji 23 stycznia 2018 roku. Na początku notowań w tym dniu wynosiła ona 67 933 punktów. Skokowy spadek zaliczył w marcu 2020 roku, kiedy wartość WIG zma-

Najwyższą wartość w swojej historii WIG zanotował na sesji 23 stycznia 2018 roku

lała do 38 tys. punktów. Od tamtej pory obserwowaliśmy sukcesywny wzrost jego wartości. Dziś pierwszemu indeksowi giełdowemu brakuje

zaledwie kilka punktów procentowych do pobicia jego najwyższej wartości. W tym kontekście ukoronowaniem trzydziestoletniej historii WIG byłoby ustanowienie nowego maksimum.



## CZY KORZYSTAŁEŚ JUŻ Z ULGI PODATKOWEJ, JAKĄ DAJE IKZE?



Jeżeli nie, otwórz IKZE w ramach Pakietu Emerytalnego PKO TFI.

Dzięki IKZE możesz skorzystać z odliczenia od podatku dochodowego  
za 2021 rok nawet do 2019,46 zł\*.

[www.pkotfi.pl](http://www.pkotfi.pl), Infolinia: 801 32 32 80, +48 22 358 56 56 opłata zgodna z taryfą operatora

\*Kwota 2019,46 zł stanowi szacunkowe wyliczenie korzyści podatkowej przy stopie podatkowej 32% do osób fizycznych, przy wpłacie maksymalnej na rachunek IKZE w 2021 roku. PKO TFI podlega nadzorowi KNF. Niniejszy materiał ma charakter reklamowy. Inwestowanie w fundusze wiąże się z ryzykiem. Przed inwestycją zalecamy zapoznanie się z KIID.

# JRHOLDING

ASI S.A.



**Lider**  
inwestycji  
w branży przyszłości

**1720,9%**

3y stopa zwrotu kursu akcji JRH



# Przegląd rynku globalnych i polskich ETF



**MATEUSZ MUCHA**

Beta Securities Poland S.A.



@EtfBeta



W ostatnich latach na rynkach kapitałowych zaobserwować można ewolucję, polegającą na coraz większej wartości aktywów inwestowanych pasywnie tj. indeksowo. Innymi słowy coraz więcej Inwestorów nie podejmuje ryzyka osiągnięcia ponadprzeciętnej stopy zwrotu (a co za tym idzie również potencjalnie wyższej straty), a kieruje swoje środki na osiągnięcie „przeciętnej” stopy rynkowej. Przeciętnej zostało ujęte w cudzysłów, gdyż jak pokazują statystyki w długim terminie (5 lat i dłużej) większość aktywnie zarządzanych funduszy inwestycyjnych nie osiąga tej „przeciętnej” stopy zwrotu. Dlatego też, kierowanie

ETF nie jest wyrazem zgody na przeciętność tylko świadomością, że wygenerowanie wyższej stopy zwrotu wiąże się z wyższym ryzykiem

przez Inwestorów środków do funduszy indeksowych bądź ETF nie jest wyrazem zgody na przeciętność tylko świadomością, że wygenerowanie wyższej stopy zwrotu wiąże się z wyższym ryzykiem, które w większości przypadków kończy się gorszym wynikiem.

Najbardziej dojrzałym rynkiem ETF na świecie są Stany Zjednoczone. Oferta produktowa od kilku lat jest stała a dostawcy poszukują niższy wprowadzając bardziej egzotyczne ETF np.: odchodzące od pasywnej polityki inwestycyjnej na rzecz aktywnej, bądź inwestując zgodnie z zasadami ESG lub innymi zdefiniowanymi faktoremami. Inwestorzy regularnie lokują w ETF swoje środki pieniężne a na pytanie „dlaczego akurat ETF?”, wskazują przede wszystkim: niskie koszty, łatwą dywersyfikację oraz wysoką płynność.<sup>1</sup>

W Polsce ta „pasywna (r)ewolucja” Giełdy Papierów Wartościowych przebiega bardzo wolno. Na tyle wolno, że klienci domów maklerskich wybierają ETF-y

<sup>1</sup> Na podstawie ankiety Global ETF Survey 2021 Trackinsight – 373 ankietowanych Inwestorów z aktywami w ETF na poziomie 347 mld USD

zagraniczne, notowane głównie na giełdach europejskich. Polskie domy maklerskie, w większości, dostęp do takich produktów i giełd zapewniają. Mając jednak na uwadze fakt, że dla wielu Inwestorów Indywidualnych bliska i ważna jest giełda warszawska, warto przeanalizować najważniejsze wydarzenia z ostatnich miesięcy, związane z ETF-ami.

W lutym oraz marcu 2021 roku zadebiutowały BETA ETF Nasdaq-100 oraz BETA ETF S&P 500. Są to pierwsze ETF z zabezpieczeniem walutowym USD/PLN. Oznacza to, że Inwestor kupując te ETF-y oczekuje osiągnięcia stopy zwrotu odpowiednio Nasdaq-100 bądź S&P 500, bez konieczności analizy zmian kursu pary walutowej USD/PLN. Dla niektórych Inwestorów taka cecha może być bardzo atrakcyjna, zwłaszcza że kupując ETF chcemy otrzymywać stopę zwrotu indeksu odniesienia a zmiany kursu walutowego często mogą pokrzyżować te plany. Oczywiście zmiany kursu walutowego mogą być korzystne (osłabienie złotego), jednakże niewątpliwie inwestowanie w zagraniczne ETF bez zabezpieczenia walutowego to inwestowanie z dodatkowym czynnikiem ryzyka. Świadomy Inwestor Indywidualny powinien sam sobie odpowiedzieć na pytanie czy zabezpieczać się przed ryzykiem walutowym czy też nie. Czynnikiem determinującym sens zabezpieczenia walutowego jest: waluta inwestora, horyzont inwestycyjny, aktywo bazowe, ryzyko oraz możliwości i koszty zabezpieczenia.

W kwietniu została ogłoszona likwidacja pierwszego ETF-a, który debiutował w Polsce tj. Lyxor ETF W20L. Dostawca tego funduszu wyznaczył granicę 50 mln euro jako barierę poniżej, której będzie rozważał likwidację danego ETF. Zlikwidowany ETFW20L nie licząc okresu początkowego kapitału nigdy takiego poziomu nie osiągnął i został zlikwidowany z aktywami rzędu 160 mln zł. Niestety pokazuje to jak z perspektywy dużego europejskiego dostawcy, jakim jest Lyxor, postrzegany jest polski rynek kapitałowy.

## w Warszawie zadebiutował BETA ETF WIGtech Portfelowy Fundusz Inwestycyjny Zamknięty

7 czerwca na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie zadebiutował BETA ETF WIGtech Portfelowy Fundusz Inwestycyjny Zamknięty. To 7 ETF wprowadzony przy współpra-

cy Beta Securities Poland (Inicjator), AgioFunds TFI (Zarządzający) oraz Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska (Animator, Koordynator). Pod wieloma względami jest to kolejny ważny krok rozwoju pasywnej strony rynku kapitałowego w Polsce.

Po pierwsze ETF jest bezpośrednią odpowiedzią na oczekiwania Inwestorów, którzy wskazywali chęć posiadania zdywersyfikowanej ekspozycji na polskie akcje bez sektora bankowego oraz spółek skarbu państwa. Indeks WIGtech jest dobrą odpowiedzią na te oczekiwania. Zgodnie z metodologią, do indeksu zakwalifikowane są tylko spółki branż obejmujących biotechnologię, gry, informatykę, telekomunikację oraz nowe technologie. Skutkiem takiej klasyfikacji jest fakt, że jest to indeks wolny od spółek skarbu państwa, które obecne są głównie w finansach oraz tradycyjnych sektorach gospodarki.

Po drugie jest to pierwszy ETF w Polsce z ekspozycją na makrosektor technologiczny. WIGtech to odpowiedź na trendy zachodzące w gospodarce, ale też na rynku kapitałowym. Spółki z sektorów nowoczesnych technologii odgrywają bowiem coraz większą rolę w gospodarce, ale także rośnie ich znaczenie na giełdzie. Sektorowe ETF zwiększają swoją popularność zwłaszcza w oczach aktywnych Inwestorów, którzy antycypując ponadprzeciętne wzrosty danych sektorów gospodarki mogą zająć ekspozycję na cały taki sektor a nie tylko wybrane walory.

Po trzecie jest to pierwszy ETF w Polsce, który swoją ekspozycją pokrywa małe spółki. Na dzień debiutu w indeksie WIGtech znajduje się 49 spółek. 13 z nich, które ważą około 75% indeksu znajduje się również w indeksach WIG20 oraz mWIG40. 12 spółek zakwalifikowanych jest do indeksu sWIG80 natomiast 24 spółki są spoza indeksu WIG140 (20+40+80).

Bieżąca działalność Beta Securities koncentruje się na tworzeniu kolejnych BETA ETF w oparciu o polskie i zagraniczne indeksy akcji oraz obligacji.

# eVoting

Powered by **KDPW**



**eVoting** - aplikacja umożliwiająca zdalne oddawanie głosów na WZA - jest usługą, która rozwiązuje wszystkie niedogodności związane z koniecznością fizycznego udziału w Walnym Zgromadzeniu.

Akcjonariusz może oddać swój głos z dowolnego miejsca i w dogodnym dla siebie czasie dzięki aplikacji, dostępnej na stronie:

[mojeglosowanie.pl](https://mojeglosowanie.pl)

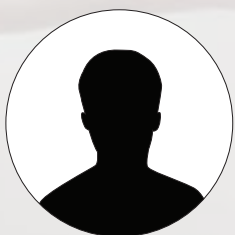


Zapytaj swoją spółkę, czy możesz głosować za pomocą aplikacji eVoting.





**Wczesna  
diagnostyka  
nowotworów  
ratuje życie**



**GRZEGORZ STEFAŃSKI**

Prezes Zarządu  
Urteste S.A.

**Pracują Państwo nad innowacyjną technologią umożliwiającą wykrywanie chorób nowotworowych na wczesnych etapach rozwoju. Proszę coś więcej powiedzieć o tym projekcie.**

Choroba nowotworowa przez pewien okres rozwija się bezobjawowo. Pacjent najczęściej zostaje poddany diagnostyce w momencie pojawiania się dolegliwości. Oznacza to, że nowotwór jest już znacząco zaawansowany. Stopień zaawansowania choroby niestety wpływa negatywnie na przebieg choroby i rokowanie. Urteste rozwija technologię, która może pomóc w postawieniu diagnozy na wcześniejszym etapie rozwoju choroby. Przełomowa na skalę światową technologia, nad którą pracujemy polega na wykrywaniu nowotwo-

**Urteste rozwija technologię, która może pomóc w postawieniu diagnozy na wcześniejszym etapie rozwoju choroby**

rów przy pomocy pomiaru aktywności enzymów obecnych w moczu. Każdy nowotwór ma swoją specyficzną aktywność enzymatyczną nazywamy to unikalnym podpisem enzymatycznym. W naszych badaniach wykazu-

jemy, że ten swoisty związek jest aktywny tylko w moczu pacjentów z danym typem nowotworu. Naszym celem jest opracowanie technologii umożliwiającej wczesną diagnostykę najczęściej występujących nowotworów z próbki moczu. Chcemy aby nasze testy miały wszystkie cechy testów przesiewowych dla szerokiej populacji, a więc powinny być małoinwazyjne, tanie i powinny w krótkim czasie, do 2 godzin pokazywać wyniki.

**Na jakim etapie są obecnie prace nad tą technologią? Ile już lat Państwo nad nią pracują?**

Pomysłodawcą projektu Urteste jest Prof. Adama Lesnera i jego zespół. Pan Profesor jest światowym autorytetem w zakresie badań nad enzymami

proteolitycznymi oraz ich aktywności w procesie chorób nowotworowych. Od kilku lat specjalizuje się w badaniach nad tworzeniem testów diagnostycznych umożliwiających wczesne wykrywanie stanów chorobowych, w tym nowotworów. Obecnie spółka ma w swoim portfolio łącznie 15 celów diagnostycznych na różnych etapach rozwoju na różne typy nowotworów takich jak: rak trzustki, rak stercza, rak jelita grubego, rak płuca, rak nerki, rak wątroby, rak dróg żółciowych, rak żołądka, rak przełyku, rak jajnika, rak trzonu macicy, rak piersi, białaczka, chłoniak, glejak. Obecnie mamy wyłonione związki czyli kandydatów na testy w raku prostaty, trzustki oraz nerki, jelita grubego, płuca, dróg żółciowych, wątroby. Przy czym najbardziej zaawansowanymi w rozwoju produktami są testy diagnostyczne dla raka trzustki oraz dla raka prostaty. W pozostałych nowotworach trwają prace nad wyłonieniem kandydatów na testy diagnostyczne.

### Jakie wnioski płyną z dotychczasowych badań klinicznych opracowanej przez Państwa technologii?

Wstępne badania laboratoryjne wykonane na próbkach klinicznych pokazują skuteczność testów (czułość i specyficzność). Dwa nasze najbardziej zaawansowane projekty, czyli testy diagnostyczne na raka trzustki i raka stercza są w fazie badania pilotażowego, w którym testujemy wyłonionych kandydatów

testy diagnostyczne na raka trzustki i raka stercza są w fazie badania pilotażowego

do rozwoju klinicznego. Planujemy, aby oba badania zakończyły się w tym roku. Na tym etapie za wcześnie jest jednak mówić o wnioskach płynących

z tych badań, jednak jesteśmy bardzo optymistycznie nastawieni do dalszego rozwoju naszej technologii zarówno w kontekście raka trzustki i raka stercza, jak i innych najczęściej występujących nowotworów.

### **Jakie dotychczas Spółka poniosła nakłady na realizowany projekt? Jakie nakłady są niezbędne na jego dokończenie?**

Do tej pory przeprowadziliśmy cztery podwyższenia kapitału. Przy ostatnim podwyższeniu kapitału w kwietniu tego roku pozyskaliśmy 2,25 mln zł od naszego dotychczasowego inwestora funduszu Twiti Investments. Na ten moment ciężko jest nam określić finalne nakłady potrzebne na dokończenie projektu, ponieważ wszystko będzie zależało od etapu, na którym będziemy

**Urteste chciałoby wejść w fazę badań klinicznych i następnie zaoferować sprzedaż technologii lub udzielenie wyłącznej licencji**

komercjalizować naszą technologię. Model biznesowy jaki przyjęliśmy jest powszechny i ogólnie przyjęty wśród firm diagnostycznych. Najczęściej przed fazą badań klinicznych lub w ich trakcie dochodzi do prze-

jęcia przez duże podmioty. Podobnie Urteste chciałoby wejść w fazę badań klinicznych i następnie zaoferować sprzedaż technologii lub udzielenie wyłącznej licencji, dużemu graczowi rynkowemu. Należy również pamiętać, że rozwój projektów diagnostycznych w porównaniu do rozwoju projektów lekowych jest łatwiejszy, szybszy, tańszy i mniej ryzykowny, równocześnie przy bardzo dużym potencjale komercyjnym.

### **Czy prowadzone są na świecie badania nad podobnymi rozwiązaniami? Czy dostrzegają Państwo zainteresowanie opracowaną technologią ze strony większych firm farmaceutycznych?**

Choroby onkologiczne są drugą najczęstszą przyczyną zgonów na świecie. W roku 2020 z powodu nowotworów zmarło na świecie około 10 mln osób, natomiast szacuje się, że w 2040 r. liczba ta zwiększy się do około 16,3 mln. Liczby te wpływają na bardzo dużą atrakcyjność rynku testów diagnostycznych

w obszarze onkologii. Według danych, które podaje Illumina, globalny rynek testów diagnostycznych w obszarze onkologii będzie rósł do 2035 r. średnio 27 proc. rocznie i osiągnie 75 mld USD. Atrakcyjność rynku, na którym działamy potwierdzają również przykłady transakcji przejęć onkologicznych projektów diagnostycznych w 2020 r. Illumina próbowała przejąć firmę Grail za 8 mld USD, a Exact Sciences przejął Thrive za 2,15 mld USD. W ostatnich latach na rynku diagnostyki *in vitro* (IVD) notuje się około 300 transakcji przejęć rocznie.

Na obecnym etapie rozwoju za wcześnie jest na szukanie potencjalnych partnerów, obecnie naszym celem jest rozwój technologii, wyłonienie związków-te-

naszym celem jest rozwój technologii, wyłonienie związków-testów dla możliwie największej liczny najczęściej występujących nowotworów

stów dla możliwie największej liczny najczęściej występujących nowotworów, które w kolejnych etapach będą testowane w klinicznych badanych pilotażowych a następnie w rejestracyjnych badaniach klinicznych.

Na świecie pracuje kilka grup naukowców i firm badawczo-rozwojowych nad rozwiązaniami w tym obszarze tj. specyficznej aktywności enzymatycznej w chorobie nowotworowej. Jednakże rozwiązanie technologiczne Urteste jest unikalne i oparte o własne know-how. Opracowana przez Spółkę biblioteka związków pozwala na coraz sprawniejsze otrzymywanie kandydatów na nowe testy. W naszej ocenie technologia Urteste może być potencjalnie atrakcyjną dla dużych graczy branżowych.





DOŁĄCZ DO GRY Z

# ALL iN! GAMES

ZAINWESTUJ W NAJBARDZIEJ DYNAMICZNĄ  
**BRANŻĘ NA GIEŁDZIE**

Rynek gier komputerowych rozwija się energicznie, a my razem z nim,  
wydając i tworząc tytuły na PC i konsole na całym świecie.

WWW.ALLINGAMES.COM



# Wielokrotnie nagradzana platforma dla profesjonalnych traderów.

Nasza platforma Next Generation łączy funkcje wymagane przez inwestorów instytucjonalnych, bezpieczeństwo, niezawodność, szybkość wykonywania zleceń oraz dostęp do wyszukanych narzędzi i skanerów analitycznych. Oferujemy prawie 11 tysięcy CFD na akcje i ETF oraz powiązane z różnymi branżami koszyki akcji spółek z całego świata.

 [cmcmarkets.pl](https://cmcmarkets.pl)



Broker CFD roku  
Invest Cuffs



Zagraniczny broker Forex roku  
Invest Cuffs



Broker Forex roku  
Invest Cuffs



Etyczna Firma  
Puls Biznesu



0.0045 sekundy (średni czas wykonania, 2021)

Kontrakty CFD są złożonymi instrumentami i wiążą się z dużym ryzykiem szybkiej utraty środków pieniężnych z powodu dźwigni finansowej. **73% rachunków inwestorów detalicznych odnotowuje straty pieniężne w wyniku handlu kontraktami CFD u niniejszego dostawcy CFD.** Zastanów się, czy rozumiesz, jak działają kontrakty CFD i czy możesz pozwolić sobie na wysokie ryzyko utraty pieniędzy.

# Roszczenia akcjonariuszy o wypłatę zaległej dywidendy

poradnik inwestora  
indywidualnego – **Możliwość  
wypłaty dywidendy zaległej  
(z poprzednich lat)**



**LESZEK PATEREK**

Radca prawny  
Kancelaria Żyglicka i Wspólnicy

**A**kcjonariuszu, czy dostałeś dywidendę za okres kiedy nie byłeś wpisany do księgi akcyjnej spółki? Jeśli nie, to nadal masz szansę ją dostać.

Zgodnie z kodeksem spółek handlowych (KSH) jednym z podstawowych praw akcjonariuszy jest prawo do udziału w zysku wykazanym w sprawozdaniu finansowym, zbadanym przez biegłego rewidenta, który został przeznaczony przez walne zgromadzenie do wypłaty akcjonariuszom (**prawo do dywidendy**).

Od 1 marca 2021 r. (wtedy weszła w życie duża nowelizacja kodeksu spółek handlowych), zmieniły się zasady ustalania dnia dywidendy i termin wypłaty dywidendy. Nie zmieniły się natomiast zasady ustalania kryteriów, według których ustalamy uprawnienia akcjonariuszy do nabycia prawa do dywidendy za poprzedni rok obrotowy.

Aktualnie, w **spółkach niebędących spółkami publicznymi**, której akcje są zarejestrowane w rejestrze akcjonariuszy, **uprawnionymi do dywidendy** za dany rok obrotowy są akcjonariusze, **którym przysługiwały akcje w dniu powzięcia uchwały o podziale zysku (dzień dywidendy)**. Jednak **należy pamiętać, że dzień dywidendy może być odmiennie ustalony przez statut, dlatego w pierwszej kolejności powinniśmy czytać statut danej spółki**.

Z kolei, w **spółkach, w których akcje są zarejestrowane w depozycie papierów wartościowych** (czyli przede wszystkim w spółkach publicznych) **dzień dywidendy ustala zwyczajne walne zgromadzenie (ZWZ)**. Jeżeli ZWZ nie ustali dnia dywidendy to jest nim dzień przypadający 5 dni od dnia uchwały o podziale zysku.



Przed 1 marca 2021 r. uprawnionym do dywidendy za dany rok obrotowy był akcjonariusz, któremu przysługiwały akcje w dniu powzięcia uchwały o podziale zysku. Podobnie jak dzisiaj, statut mógł określać dzień dywidendy.

**Problematyczny** – co oczywiste – **dla wielu akcjonariuszy jest fakt niewypłaconej dywidendy w poprzednich latach, kiedy byli akcjonariuszami niewpisanymi do księgi akcyjnej w dniu dywidendy.**

To istotne i o tym zapomina niestety wielu akcjonariuszy, aby akcjonariusz był uprawniony do dywidendy, nie musiał być wpisany do księgi akcyjnej (a obec-

aby akcjonariusz był  
uprawniony do dywidendy, nie  
musiał być wpisany do księgi  
akcyjnej

nie nie musi być wpisany do rejestru akcjonariuszy albo depozytu papierów wartościowych!). Ma to znakomite znaczenie dla tych akcjonariuszy, którzy z różnych powodów, leżących

po stronie spółki, nie zostali wpisani do księgi akcyjnej.

## **A JAK TO WYGLĄDA W KONKRETNYM PRZYPADKU?**

Akcjonariusz X nabył akcje spółki Y w styczniu 2019 r. a 30 czerwca 2019 r. ZWZ tej spółki powzięło uchwałę o podziale zysku między akcjonariuszy za rok obrotowy 2018. Statut spółki nie zmieniał zasad kodeksowych dotyczących dnia dywidendy ani nie zawierał skutecznych zapisów o zbywaniu akcji imiennych. Nasz X złożył nawet wniosek o wpis do księgi akcyjnej w lutym 2019 r., ale spółka Y w marcu 2019 r. odmówiła wpisu do księgi akcyjnej (albo w ogóle nie odpowiedziała na wniosek). I.... akcjonariusz X nic więcej nie zrobił w tej sprawie, a teraz zastanawia się czy zbyć akcje, które mu nie przynoszą zysku, ale kto je kupi i za ile?



Dzisiaj nasz akcjonariusz X przyszedł do prawnika a on mu mówi: Inwestorze, masz prawo do dywidendy za 2018 rok. Czy aby na pewno? Oczywiście wszystko zależy od sądu. Ale oceniając sprawę obiektywnie, prawnik miał rację. Dlaczego?

Po pierwsze: bezzasadna odmowa wpisu do księgi akcyjnej spółki Y nie pozbawiła akcjonariusza X statusu akcjonariusza w sensie materialnym (nabył prawidłowo akcje spółki Y i miał prawo oczekiwać jej pozytywnej decyzji o wpisie do księgi akcyjnej).

Po drugie: przepisy KSH nie wiążą bezpośrednio uprawnienia do wypłaty dywi-

przepisy KSH nie wiążą  
bezpośrednio uprawnienia  
do wypłaty dywidendy  
z wpisem do księgi akcyjnej

dendy z wpisem do księgi akcyjnej lecz  
ze statusem samego akcjonariusza  
(który prawidłowo nabył akcje a nie  
został wpisany do księgi akcyjnej).

## JAK W TYM PRZYPADKU DOCHODZIĆ ROSZCZEŃ OD SPÓŁKI Z TYTUŁU ZALEGŁEJ (NIEWYPŁACONEJ) DYWIDENDY?

Do wyboru pozostaje ścieżka prawna dotycząca tzw. „postępowań grupowych” czyli ustawa z 17.12.2009 r. o dochodzeniu roszczeń w postępowaniu grupowym (t.j. Dz. U. z 2020 r. poz. 446) albo na tzw. zasadach ogólnych, wynikających z kodeksu cywilnego i KSH.

Aby skorzystać ze ścieżki prawnej dotyczącej postępowań grupowych należy:

1. utworzyć grupę co najmniej 10 zainteresowanych akcjonariuszy, którzy swoje roszczenia wobec spółki opierają **na tej samej lub takiej samej podstawie faktycznej** (roszczenie o dywidendę spełnia to kryterium),

2. ujednolicić roszczenia w zakresie żądanej kwoty (zatem proces dotyczyć będzie tych akcjonariuszy, którzy mieli tyle samo akcji albo mając różną ilość akcji godzą się na zapłatę dywidendy według najmniejszej wartości roszczenia w grupie),
3. spełnić szczególne warunki wynikające z ustawy.

## JAKIE SĄ ZALETY POSTĘPOWAŃ GRUPOWYCH?

1. Zmniejszenie o 50% opłaty sądowej od pozwu,
2. jeden proces dla całej grupy zainteresowanych akcjonariuszy,
3. brak ryzyka odmiennego wyroku sądu dla akcjonariuszy „w grupie” w stosunku do dochodzących roszczeń indywidualnie,
4. proces akcjonariuszy połączonych „w grupę” w celu wspólnego dochodzenia roszczeń nie zamyka drogi prawnej tym akcjonariuszom, którzy nie przystąpili do grupy.

## A JAKIE SĄ NAJWAŻNIEJSZE WADY POSTĘPOWAŃ GRUPOWYCH?

1. Ta sama kwota roszczenia (w procesie grupowym dochodzimy takiej samej kwoty dla każdego zainteresowanego akcjonariusza, bez względu na ilość akcji),
2. czas samego procesu sądowego (proces grupy np. 50-osobowej na pewno będzie trwał dłużej niż proces indywidualnego akcjonariusza),
3. problem integracji grupy akcjonariuszy przed procesem sądowym (trzeba się porozumieć w zakresie wspólnie dochodzonego roszczenia, co

w przypadku akcjonariuszy mieszkających w różnych miejscowościach i nie mających ze sobą kontaktu może być bardzo utrudnione),

4. problem przygotowania dokumentów dla wszystkich uczestników danej grupy („zbieranie” dokumentów w grupie trwa znacznie dłużej niż w przypadku 1 akcjonariusza, który korzysta z pomocy prawnej),
5. wybór 1 przedstawiciela grupy, który będzie ją reprezentował w procesie (pojawiają się różne zaskakujące problemy dotyczące kryteriów wyboru, co utrudnia i opóźnia finalne sporządzenie pozwu i złożenie go we właściwym sądzie we właściwym terminie),
6. ustalenie przez wszystkich akcjonariuszy grupy warunków wynagrodzenia profesjonalnego zastępcy procesowego (wiadomo, iż każdy postrzega temat inaczej),
7. ryzyko odrzucenia pozwu przez sąd w przypadku braku spełnienia wszystkich wymogów ustawowych (co może oznaczać bezpowrotną szansę na dywidendę, np. z powodu przedawnienia roszczenia),
8. ryzyko uiszczenia kaucji (dodatkowej, specjalnej opłaty sądowej) na żądanie przeciwnika (spółki) w celu zaspokojenia jego roszczeń w przypadku przegrania procesu przez akcjonariuszy.

## **ALTERNATYWA DLA POSTĘPOWAŃ GRUPOWYCH – INDYWIDUALNY PROCES O ZAPŁATĘ**

Proces taki oparty jest na podstawie przepisów kodeksu cywilnego i KSH.

Zaletą, w tym przypadku, jest uniknięcie wad (ryzyk) postępowań grupowych. Wadą jest na pewno wyższa (o 50%) opłata sądowa i być może wyższa opłata dla profesjonalnego zastępcy procesowego. Ale czy aby na pewno te ryzyka są

dużo wyższe niż w przypadku postępowań grupowych a indywidualny, szybszy proces nie rekompensuje jego wad? Sprawdźmy.

**Opłata od pozwu w sprawie o zapłatę zaległej dywidendy ustalana będzie według wartości dochodzonego roszczenia.** Zatem najpierw ustalamy ile mieliśmy akcji w dniu dywidendy, następnie mnożymy ilość akcji przez wartość ustalonej dywidendy przypadającej na 1 akcję (podana w uchwale ZWZ spółki). Wtedy pozostaje sprawdzić w tabeli rozporządzenia w jakiej grupie jest nasze roszczenie. Przykładowo: akcjonariusz X miał 1000 akcji, wartość dywidendy 7 zł/ akcję. Zatem wartość dochodzonego roszczenia to 7.000 zł. Opłata od pozwu o zapłatę tej kwoty wynosi 400 zł.

Sam oceń czy warto zainteresować się niewypłaconą dywidendą...

# SKUPIENI NA TWOICH INWESTYCJACH

We Franklin Templeton planujemy na kilka ruchów do przodu, by odkrywać najlepsze spółki na świecie. Wyszukujemy innowacyjne firmy, kształtujące naszą wspólną przyszłość. Dla wymagających inwestorów nie ma ograniczeń w wykorzystaniu okazji na rynkach.

**Dowiedz się więcej na [franklintempleton.pl](https://franklintempleton.pl)**



**FRANKLIN  
TEMPLETON**

REACH FOR BETTER™



Inwestowanie wiąże się z ryzykiem. Wartość tytułów uczestnictwa funduszu oraz generowane przez nie zyski mogą nie tylko rosnąć, ale także spadać, a inwestorzy nie mają gwarancji odzyskania pełnej zainwestowanej kwoty. Wyniki historyczne nie wskazują ani nie gwarantują wyników przyszłych.

© 2021 Franklin Templeton. Wszelkie prawa zastrzeżone.



# EWOLUCJA W INWESTOWANIU A ZMIANY KLIMATU: WSKAŹNIKI REFERENCYJNE UE DOTYCZĄCE KLIMATU



**KAMIL MIKOŁAJCZAK**

Dyrektor Zarządzający  
Templeton Asset Management (Poland) TFI S.A.

**N**owe unijne benchmarki klimatyczne zapoczątkowały rozwój elastycznych narzędzi alokacji portfela, które pomagają inwestorom przekształcić ich portfel w instrument służący przeciwdziałaniu zmianom klimatu. Poniżej omawiamy nową klasę benchmarków i ich znaczenie dla inwestorów.

Zmiany klimatyczne, niezrównoważony rozwój miast oraz zanieczyszczenie powietrza, wody i gruntów stanowią egzystencjalne zagrożenia nie tylko dla ludności i społeczeństw na świecie, ale także dla przedsiębiorstw. Podczas gdy fizyczne ryzyka, jakie zmiany klimatyczne stwarzają dla firm, są tymi, które zagrażają nam wszystkim, istnieje wiele ryzyk przejściowych, na które niektóre firmy będą mniej odporne. Ryzyko przejściowe oznacza zmiany strukturalne wynikające ze zmian w polityce i przesunięć w preferencjach rynkowych, normach i technologii. Może to znaleźć odzwierciedlenie w zwiększonych kosztach, takich jak przepisy dotyczące emisji, które skutkują podatkami od emisji dwutlenku węgla, konieczność inwestowania w nowe technologie i surowce o niższej emisji, spadek popytu wśród konsumentów spowodowany ryzykiem utraty reputacji, bądź też produkty lub usługi, które stają się zbędne lub przestarzałe.

Jednak przejście na gospodarkę niskoemisyjną stwarza również wiele nowych możliwości wprowadzania innowacji i zwiększania efektywności. Organiza-

przejście na gospodarkę  
niskoemisyjną stwarza również  
wiele nowych możliwości  
wprowadzania innowacji  
i zwiększania efektywności

cje, które wprowadzają innowacje i opracowują nowe produkty i usługi niskoemisyjne, mogą poprawić swoją pozycję konkurencyjną i wykorzystać zmieniające się preferencje konsumentów i producentów. Na przykład,

istnieje wiele nowych możliwości inwestycyjnych związanych z przyszłością

energii, ponieważ nowe technologie i oprogramowanie AI ulepszają i ściślej wiążą wytwarzanie energii, jej przechowywanie i wykorzystanie. Co więcej, firmy, które wykorzystują te postępy technologiczne, przesuwają swoje zużycie energii w kierunku niskoemisyjnych źródeł energii i zwiększają efektywność energetyczną, aby zaoszczędzić na kosztach energii. Coraz częściej inwestorzy wzywają firmy do określenia strategii klimatycznej, aby jak najlepiej wykorzystać te możliwości.

Pomimo rozwijających się możliwości przejścia na bardziej zrównoważoną przyszłość, nadal należy podjąć drastyczne kroki, aby formalnie zająć się zmianami klimatycznymi. W 2015 r. zbiorowe zobowiązanie rządów państw świata do walki ze zmianami klimatu doprowadziło do zawarcia przez Organizację Narodów Zjednoczonych Porozumienia Paryskiego, którego celem jest dążenie do zapobiegania globalnemu wzrostowi temperatury. Porozumienie paryskie przewiduje ambitny plan działania; jeżeli zobowiązania,

zmniejszenia emisji gazów cieplarnianych o 7% rocznie w latach 2020–2030, globalne ocieplenie może zostać ograniczone do 1,5°C

polityka i działania będą w stanie doprowadzić do zmniejszenia emisji gazów cieplarnianych o 7% rocznie w latach 2020–2030, globalne ocieplenie może zostać ograniczone do 1,5°C, co zapobiegnie najbardziej

katastrofalnym skutkom zmiany klimatu. Aby osiągnąć te cele w zakresie energii i klimatu do 2030 r., potrzebne będą dodatkowe środki finansowe w wysokości około 180 mld EUR rocznie. Decydenci polityczni, instytucje finansowe, przedsiębiorstwa i inwestorzy ponoszą wspólną odpowiedzialność za wspieranie tych wysiłków.



WYKRES 1:  
PLAN DZIAŁANIA UE NA  
RZECZ ZRÓWNOWAŻONYCH  
FINANSÓW



Źródło: Komisja Europejska: Plan działania w sprawie finansowania zrównoważonego wzrostu (2018).

## PLAN DZIAŁANIA UNII EUROPEJSKIEJ (UE)

Poprzez plan działania UE na rzecz zrównoważonych finansów, Komisja Europejska (KE) stara się włączyć kwestie zrównoważonego rozwoju do systemu finansowego i dąży do skierować kapitał publiczny i prywatny na inwestycje służące osiągnięciu celów w zakresie dekarbonizacji. W ramach planu działania KE powołała w 2018 r. grupę ekspertów technicznych (TEG) ds. zrównoważonych finansów, która ma doradzać w zakresie celów i potrzebnych kroków. Jak wyszczególniono poniżej, jednym z kroków było opracowanie benchmarków zrównoważonego rozwoju w celu promowania inwestycji dostosowanych do Paryża. TEG określiła minimalne standardy dotyczące dwóch rodzajów benchmarków klimatycznych, które mają na celu zapewnienie jasnych zasad zapewniających porównywalność i przejrzystość indeksów: EU Climate Transition Benchmark (EU CTB) oraz EU Paris-Aligned Benchmark (EU PAB).

Unijne benchmarki klimatyczne mają na celu:

- Zwiększenie przejrzystości w zakresie wpływu inwestorów, w szczególności w odniesieniu do zmiany klimatu i transformacji energetycznej.

- Umożliwienie porównywalności benchmarków klimatycznych przy jednoczesnym pozostawieniu administratorom benchmarków elastyczności w zakresie stosowanych przez nich metodologii.
- Zmniejszenie ryzyka „greenwashing” poprzez wspólne standardy, cele i mierniki ilościowe.

## NOWA KLASA BENCHMARKÓW PRZECIWDZIAŁAJĄCYCH ZMIANOM KLIMATYCZNYM

Przed opracowaniem tych nowych benchmarków, konstrukcja indeksów niskoemisyjnych koncentrowała się na dwóch zasadniczych podejściach. Jedno z nich opiera się na „wyłączeniach”, czyli identyfikacji i usuwaniu spółek wykorzystujących paliwa kopalne, a drugie jest „odchylone od węgla”, z wagami indeksów dostosowanymi pozytywnie w kierunku spółek wykazujących zmniejszone emisje.

Nowe benchmarki klimatyczne wykorzystują szybko rosnącą pulę dostępnych danych i analiz

Nowe benchmarki klimatyczne wykorzystują szybko rosnącą pulę dostępnych danych i analiz, oceniając, w jakim stopniu każda spółka bazo-

wa jest dostosowana do scenariusza globalnego ocieplenia 1,5 lub 2C. Ich celem jest nie tylko zabezpieczenie się przed ryzykiem zmian klimatycznych (patrzac wstecz), ale również wykorzystanie szans (patrzac w przyszłość). Badania obejmują niezależnie oszacowane naukowo cele, emisje CO<sub>2</sub> oraz wybiegające w przyszłość plany dotyczące produktów, strategii, emisji i polityki.



Jak widać na Rys. 2 poniżej, chociaż oba wskaźniki klimatyczne spełniają minimalne standardy określone przez TEG, PAB jest bardziej rygorystyczny. W porównaniu z unijnym CTB,

PAB UE:

- Wymaga wyższego poziomu dekarbonizacji w stosunku do bazowego uniwersum inwestycyjnego.
- Ma dodatkowe wyłączenia oparte na działalności prowadzącej do wysokich emisji gazów cieplarnianych. Spółki, które są obecnie wykluczone z indeksu ze względu na dużą zależność od paliw kopalnych, mogłyby w przyszłości kwalifikować się do udziału w indeksie, gdyby zmieniły swój koszyk energetyczny. do indeksu.

#### MINIMALNE STANDARDY W RAMACH UNIJNEGO BENCHMARKU KLIMATYCZNEGO

Wskaźnik UE dotyczący transformacji klimatycznej (CTB)

Benchmark UE dostosowany do Paryża (PAB)

| Minimalne standardy zorientowane na ryzyko                                                                                                              |                                                                                                                                          |                                                                                                                                                                              |                                                                                                                                                                              |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Pomagają zmniejszyć narażenie na ryzyko finansowe związane z klimatem, w tym ryzyko związane z aktywami osieroconymi, ryzykiem przejściowym i fizycznym | Zmniejszenie intensywności emisji dwutlenku węgla                                                                                        | 30% obniżenie emisyjności w stosunku do benchmarku                                                                                                                           | 50% dekarbonizacja w stosunku do benchmarku                                                                                                                                  |
|                                                                                                                                                         | Znacząca redukcja całkowitej intensywności emisji gazów cieplarnianych w porównaniu do uniwersum inwestycyjnego Scope 1+2 (+3) emissions |                                                                                                                                                                              |                                                                                                                                                                              |
|                                                                                                                                                         | Stopniowe wprowadzanie zakresu 3                                                                                                         | Do czterech lat czasu na rozliczenie wszystkich bezpośrednich i pośrednich emisji                                                                                            |                                                                                                                                                                              |
|                                                                                                                                                         | Poziom bazowy Wyłączenia                                                                                                                 | Broń kontrowersyjna; podmioty naruszające normy społeczne; podmioty naruszające zasady UN Global Compact; tytoń                                                              |                                                                                                                                                                              |
|                                                                                                                                                         | Wykluczenia dotyczące działalności                                                                                                       | Nie                                                                                                                                                                          | Węgiel (przychody powyżej 1%); Ropa naftowa (przychody powyżej 10%); Gaz ziemny (przychody powyżej 50%); Produkcji energii elektrycznej o intensywnej emisji dwutlenku węgla |
| Minimalne standardy zorientowane na możliwości                                                                                                          |                                                                                                                                          |                                                                                                                                                                              |                                                                                                                                                                              |
| Pomoc w kierowaniu kapitału do tych przedsiębiorstw, które przewodzą przejściu na gospodarkę niskoemisyjną                                              | Samodzielna dekarbonizacja                                                                                                               | Co najmniej 7% rocznie; zgodnie z trajektorią dekarbonizacji według scenariusza 1,5C IPCC lub poza nią                                                                       |                                                                                                                                                                              |
|                                                                                                                                                         | Samodzielne obniżenie emisyjności wskaźnika emisyjności rok do roku                                                                      |                                                                                                                                                                              |                                                                                                                                                                              |
|                                                                                                                                                         | Ograniczenia dotyczące ekspozycji                                                                                                        | Minimalna ekspozycja na sektory wysoce narażone na kwestie zmian klimatycznych jest co najmniej równa wartości benchmarku rynkowego                                          |                                                                                                                                                                              |
|                                                                                                                                                         | Wyznaczanie celów korporacyjnych                                                                                                         | Wzrost wagi będzie brany pod uwagę w przypadku spółek, które ustanawiają cele oparte na dowodach, przy spełnieniu rygorystycznych warunków w celu uniknięcia "greenwashing". |                                                                                                                                                                              |

Źródło: Komisja Europejska: Sustainable Finance-Minimum Standards for Climate Benchmarks.

WYKRES 3:  
ZASTOSOWANIE  
PORTFELA



Podstawowa zrównoważona alokacja w akcje dostosowana do przejścia na gospodarkę niskoemisyjną



Alokacja niskoemisyjna w ramach szerszego fundusz funduszy ESG



Ekspozycja satelitarna pomagająca ograniczyć ryzyko zmian klimatycznych i uzyskać dostęp do możliwości związanych z przejściem na gospodarkę niskoemisyjną.

## INDEKSY ZGODNE Z USTALENIAMI PARYSKIMI: ELASTYCZNE NARZĘDZIA DO BUDOWY PORTFELA W CELU PRZECIWDZIAŁANIA ZMIANOM KLIMATYCZNYM

Ponieważ PAB jest bardziej rygorystyczny niż CTB, kilku wiodących dostawców indeksów zbudowało indeksy w oparciu o te standardy, służące jako narzędzie benchmarkingu dla tych, którzy chcą być w czołówce inwestowania w transformację klimatyczną.

Franklin Templeton, który jako pierwszy wszedł na rynek paryski, uruchomił dwa pasywne fundusze typu UCITS

Franklin Templeton, który jako pierwszy wszedł na rynek paryski, uruchomił dwa pasywne fundusze typu UCITS (Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities), które są w pełni zgodne z PAB. Jako bazowe benchmarki wybrano S&P 500 Paris-Aligned Climate Index oraz STOXX Europe 600 Paris-Aligned Benchmark Index.<sup>2</sup>

Choć nie są to jedyni dostawcy tworzący indeksy PAB, S&P i STOXX zostały wybrane przez Franklin, ponieważ ich wersje dostosowane do wymogów paryskich mają na celu zachowanie jak największej zbieżności z indeksami mierzczystymi. Umożliwia to inwestorom zachowanie szerokich, zdywersyfikowanych korzyści płynących z tych rynków przy jednoczesnym dostosowaniu

**S&P i STOXX nawiązały współpracę z wiodącymi specjalistami w dziedzinie danych dotyczących emisji dwutlenku węgla**

się do celów klimatycznych Porozumienia Paryskiego. Co więcej, w przeciwieństwie do innych dostawców indeksów, którzy zazwyczaj polegają na wewnętrznych możliwościach badawczych, S&P i STOXX nawiązały

współpracę z wiodącymi specjalistami w dziedzinie danych dotyczących emisji dwutlenku węgla – odpowiednio Trucost i ISS – umożliwiając im tworzenie metodologii, które łączą najnowocześniejsze zestawy danych i analizy. W rezultacie te dostosowane do Paryża indeksy mają ambitne cele redukcji emisji dwutlenku węgla, jak również znaczące szersze komponenty środowiskowe, społeczne i zarządzania (ESG).

*Niniejszy tekst został sporządzony wyłącznie do celów informacyjnych i nie stanowi porady prawnej ani podatkowej ani oferty sprzedaży ani zachęty do kupna tytułów uczestnictwa jakiegokolwiek funduszu*

# ROŚNIJ RAZEM Z NCBR



## FINANSUJEMY

Finansujemy projekty technologiczne firm, m.in. gamingowych, biotechnologicznych, ICT, recyklingowych.

## WSPIERAMY

Wspieramy tworzenie i rozwój funduszy venture capital i corporate venture capital.

## TWORZYMYS

Tworzymy wspólnie z partnerami programy badawcze odpowiadające na konkretne wyzwania technologiczne, m.in. w energetyce, branży odnawialnych źródeł energii.

# KURS NA NOWE TECHNOLOGIE

## Napędzamy rozwój polskich spółek technologicznych.

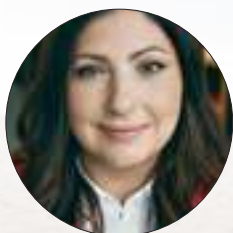
Wiele z nich już jest lub planuje wejście na giełdę. Gamedev, biotech i ICT to tylko niektóre z sektorów, które intensywnie korzystają z naszego finansowania. Współfinansując - nawet do 80% wartości prac - ich projekty, bierzemy na siebie większość ryzyka związanego z realizacją projektów wysokiego ryzyka, dzięki

czemu efektywniej i szybciej rozwijają się technologicznie i biznesowo. Granty przyznawane w konkursach, granty przekazywane za pośrednictwem funduszy venture capital oraz inwestycje tych ostatnich to najbardziej popularne instrumenty wsparcia z naszej strony. Jako rządowa agencja posiadamy środki, głównie z Funduszy

Europejskich, oraz odpowiedni know-how. Zgromadzone przez ponad dekadę doświadczenia i współpraca z biznesowymi, także zagranicznymi, partnerami pozwala nam efektywnie wspierać firmy działające w sektorze nowych technologii. Zwiększając podaż dojrzałych spółek technologicznych wzmacniamy rynek kapitałowy i otwieramy nowe możliwości przed inwestorami.

ZACHĘCAMY DO ODWIEDZENIA STRONY [NCBR.GOV.PL](http://NCBR.GOV.PL), GDZIE NA BIEŻĄCO INFORMUJEMY O NASZYCH PRZEDSIĘWZIĘCIACH ORAZ FINANSOWANIU PROJEKTÓW.

# Rezygnacja z PPK po prostu się nie opłaca



**MARTA DAMM-ŚWIERKOCKA**

Specjalistka PFR  
Portal PPK sp. z o.o.



**P**rognozy emerytalne przewidują, że gdy aktualny trzydziestolatek zakończy aktywność zawodową, będzie utrzymywał się za kwotę równą 25–30% ostatniego wynagrodzenia. Niestety, mimo takich informacji, popularność programów emerytalnych i oszczędnościowych nie zwiększa się. Nie mamy nawyku oszczędzania i wciąż za mało myślimy o przyszłości. PPK to odpowiedź na te niezbyt zachęcające prognozy.

Pracownicze Plany Kapitałowe to program dobrowolny dla pracownika i obowiązkowy dla pracodawcy. Docelowo ma służyć gromadzeniu kapitału co najmniej do 60. roku życia, ale pieniądze można wypłacić w każdej chwili. Dzięki partycypacji pracodawcy i państwa, oszczędzanie w programie jest wyjątkowo

Pracownik ma możliwość podwyższenia lub obniżenia wysokości wpłat do PPK

korzystne. **Pracownik ma możliwość podwyższenia lub obniżenia wysokości wpłat do PPK, wskazania osób uprawnionych do dziedziczenia jego**

**oszczędności, ma też wpływ na to, jak inwestowane są jego środki.** Dzięki programowi można uzyskać dodatkowe wsparcie finansowe po zakończeniu aktywności zawodowej, ale można w nim także oszczędzać na cele krótkoterminowe. W obu przypadkach udział w programie jest wyjątkowo opłacalny dla pracownika.

Dotychczasowe **wyniki są więcej niż zadawalające.** Pracownik zarabiający średnią krajową zyskał w 2020 r. od 1 189 zł do 1 422 zł. Osoby z pensją w wysokości minimalnej krajowej, które obniżyły wpłaty własne do 0,5% wynagrodzenia, po pierwszym roku z samych składek i dopłat osiągnęły co najmniej 592% zysku. Wysokie są także wyniki funduszy zdefiniowanej daty, które mimo pandemii przyniosły w 2020 r. uczestnikom PPK średnio prawie 10%.

Niestety, dotychczasowy brak stabilnej polityki emerytalnej w Polsce sprawił, że wiele osób emocjonalnie podchodzi do decyzji o oszczędzaniu w PPK. **Z programu korzystają przede wszystkim osoby o dużej świadomości ekonomicznej** – pracownicy branż ubezpieczeniowych, finansowych i informatycznych. Pracownicze Plany Kapitałowe, które z założenia są programem powszechnym i ogólnodostępnym, stały się przede wszystkim źródłem oszczędności dla osób dobrze zarabiających, pracujących w dużych firmach, często z kapitałem zagranicznym.

Na szczęście do oszczędzania w PPK można wrócić w każdej chwili. Rozpoczęcie oszczędzania w PPK po złożeniu rezygnacji jest bardzo proste. Wystarczy złożyć swojemu pracodawcy **wniosek o dokonywanie wpłat do PPK**.

Jeśli przed rezygnacją została zawarta w imieniu pracownika umowa o prowadzenie PPK, pracodawca naliczy wpłaty do programu już od pierwszego wynagrodzenia wypłaconego po złożeniu wniosku i przekaże te wpłaty do instytucji finansowej w terminie do 15. dnia kolejnego miesiąca. Jeśli taka umowa nie została zawarta, pracodawca najpierw zawrze umowę o prowadzenie w imieniu pracownika, a następnie – od najbliższego wynagrodzenia wypłaconego po jej zawarciu – naliczy pierwsze wpłaty do PPK.

Jeśli pracownik ma 55–70 lat i nie złożył dotąd **wniosku o zawarcie umowy o prowadzenie PPK**, w każdej chwili może to zrobić. Pracodawca najpierw zawrze w imieniu pracownika umowę o prowadzenie PPK, a następnie – od najbliższego wynagrodzenia wypłaconego po zawarciu tej umowy – naliczy i pobierze pierwsze wpłaty do PPK.

Pieniądze z PPK można wycofać w dowolnym czasie, dokonując tzw. zwrotu, czyli wypłaty środków przed 60. rokiem życia. Co istotne, zwrot środków nie

**zwrot środków nie oznacza rezygnacji z oszczędzania w PPK**

oznacza rezygnacji z oszczędzania w PPK. Rachunek PPK uczestnika nadal będą zasilać wpłaty finansowane przez uczestnika i przez pracodawcę, a po spełnieniu określonych warunków – dopłaty roczne do państwa. Warto jednak oszczędzać długoterminowo.

Zdecydowała się na to większość aktualnie oszczędzających w programie. Tylko trochę ponad 17 tysięcy osób skorzystało z wypłaty przed 60. rokiem życia, 3 osoby postanowiły o wypłacie części środków z powodu ciężkiej choroby, a 86. uczestników wypłaciło pieniądze na wkład własny. To dobra prognoza na przyszłość.

Tylko od nas samych zależy nasze bezpieczeństwo finansowe i komfort życia, gdy już zakończymy aktywność zawodową. Pracownicze Plany Kapitałowe to dobre, korzystne finansowo rozwiązanie, oparte o sprawdzone wzorce programów zachodnioeuropejskich. Liczby mówią same za siebie – rezygnacja z PPK po prostu się nie opłaca.

**Jeśli chciałbyś dowiedzieć się więcej na temat Pracowniczych Planów Kapitałowych, zachęcamy do odwiedzenia oficjalnego portalu programu – [www.mojeppk.pl](http://www.mojeppk.pl). Oferujemy również bezpłatne szkolenia, zarówno dla pracowników jak i pracodawców oraz osób, odpowiedzialnych za wdrożenie programu.**



PPPK

Ja zostaję!

bo to **moje**  
**dodatkowe**  
pieniądze

 Pracownicze  
Plany  
Kapitałowe

 **PFR**  
Grupa Polskiego Funduszu Rozwoju

[www.mojeppk.pl](http://www.mojeppk.pl)





# Inwestycje dla Polski

Razem tworzymy  
praktyczne rozwiązania  
dla wspólnego sukcesu  
i bezpiecznej przyszłości.

Grupa Polskiego Funduszu Rozwoju  
to grupa instytucji finansowych  
i doradczych dla przedsiębiorców,  
samorządów i osób prywatnych  
inwestująca w zrównoważony  
rozwój społeczny i gospodarczy kraju.

**Infolinia: 800 800 120**  
**[www.pfr.pl](http://www.pfr.pl)**



# Czy zabezpieczenie hipoteczne jest aż tak koszerne?



**WAWRZYNIEC BĄK**

Dyrektor Departamentu Rynku Pierwotnego  
Prosper Capital Dom Maklerski S.A.



**KAROLINA LENDA**

Analitik Inwestycyjny  
Prosper Capital Dom Maklerski S.A.

**O**bciążenie hipoteczne jest jedną z najbardziej pewnych i rozpowszechnionych form zabezpieczenia długu udzielonego przez wierzyciela. Często mówi się w tym kontekście o tzw. jednej z „najtwardszych” form zabezpieczenia długu. Dlaczego tak jest? Nieruchomości są atrakcyjnym zabezpieczeniem ponieważ ich wartość nie jest tak bardzo zmienna (od strony statystycznej ujemne stopy zwrotu są bardzo rzadkie oraz posiadają relatywnie niską wariancję). Sama hipoteka, w przypadku niespełnienia zobowiązań przez dłużnika obciąża nieruchomość i może zostać sprzedana, a uzyskane środki będą przeznaczone na spłatę zobowiązania. Zabezpieczenie to działa nawet wtedy, gdy obciążona hipoteką nieruchomość zostanie sprzedana innemu podmiotowi. Wtedy za spłatę zobowiązania odpowiedzialny jest aktualny właściciel nieruchomości. Niezmiennie ważna jest też charakterystyka nieruchomości. To czy mówimy o nieruchomości grunтовой, lokalu mieszkalnym, nieruchomości przemysłowej będzie determinować możliwości upłynnienia takich aktywów oraz samą ich wartość. Tak działa to w kilku prostych słowach. Poniżej omówimy szczegóły jak wygląda to „od kuchni”.

W Polsce to ustawa o księgach wieczystych i hipotece definiuje zasady ustanawiania hipoteki. Na początek prawo wymaga zawarcia umowy (np. pożyczki)

**W Polsce to ustawa o księgach wieczystych i hipotece definiuje zasady ustanawiania hipoteki**

między wierzycielem a właścicielem nieruchomości (może być to podmiot inny niż dłużnik). Następnie właściciel nieruchomości oświadcza notarialnie o ustanowieniu hipoteki na rzecz

wierzyciela i dokonuje wpisu do księgi wieczystej (wpis często również jest

dokonywany przez notariusza). Standardowymi zapisami podczas aktu notarialnego są między innymi:

1. oświadczenie o posiadaniu we władaniu nieruchomości przez właściciela,
2. oświadczenie o zgodności wyciągu z ksiąg wieczystych ze stanem faktycznym,
3. stwierdzenie, że nieruchomość nie została obciążona w inny sposób na rzecz osób trzecich,
4. oświadczenie właściciela, o braku toczącej się egzekucji czy też istnienia zaległości podatkowych.

Powyższe oświadczenie o ustanowieniu hipoteki bardzo często jest łączone z oświadczeniem o poddaniu się egzekucji na podstawie art. 777 kodeksu postępowania cywilnego dokonanego przez właściciela nieruchomości.

Istnieje również pojęcie prawne hipoteki pod nazwą „hipoteki przymusowej”. Do jej ustanowienia zgoda właściciela nieruchomości jest zbędna. Zastępuje ją wtedy orzeczenie sądu, które zabezpiecza interesy wierzyciela. Podstawą wpisu hipoteki przymusowej do księgi wieczystej jest tzw. tytuł wykonawczy, czyli zaopatrzony w klauzulę wykonalności tytuł egzekucyjny (np. orzeczenie sądu, ugoda przed mediatorem, postanowienie prokuratora lub decyzja administracyjna) potwierdzający istnienie konkretnego długu. Oba etapy ustanowienia hipoteki są związane z kosztami: sporządzenie aktu notarialnego (maksymalna taksa notarialna dla mienia o wartości 60 000 – 1 000 000 zł

**Podstawą wpisu hipoteki przymusowej do księgi wieczystej jest tzw. tytuł wykonawczy**

wynosi 1 010 zł plus 0,4% nadwyżki od wartości powyżej 60 000 zł) oraz złożenie wniosku do sądu wieczystoksięgowego (opłata stała 100

– 200 zł w zależności od rodzaju wpisu, płatność per wpis). Dodatkowy koszt stanowi podatek od czynności cywilnoprawnych tzw. PCC (0,1% kwoty zabezpieczonej nieruchomości dla wierzytelności określonych co do kwoty oraz 19 zł dla wierzytelności o wysokości nieustalonej).

Ustanawiając hipotekę, w księgach sądów wieczystoksięgowych do czasu zakończenia całego procesu wpisu widnieje tylko wzmianka o dokonaniu wpisu.

zabezpieczenie w pełni  
zaczyna działać dopiero  
po wpisaniu hipoteki do księgi  
wieczystej obciążonej  
nieruchomości

Jednak samo zabezpieczenie w pełni zaczyna działać dopiero po wpisaniu hipoteki do księgi wieczystej obciążonej nieruchomości (sama wzmianka w księgach nie jest równoznaczna z zabezpieczeniem). Na tym polega

wpis konstytutywny. Kształtuje on prawo, tzn., że dopiero od dokonania wpisu możliwe jest powołanie się na to prawo lub powstały podmiot (legalizacja istnienia tego prawa). Jednak w dzisiejszych czasach w związku z transformacją elektroniczną sądów wieczystoksięgowych, notariusze widząc nierozpoznane wzmianki w KW, zwracają na nie szczególną ostrożność. W związku z tym, możliwość dwukrotnej sprzedaży tej samej nieruchomości jest praktycznie niemożliwa. Tak więc ten konstytutywny wpis jest połowicznie uwzględniany już dużo wcześniej. Efektywnie więc możemy mówić o syntetycznej hybrydzie wpisu konstytutywno – deklaratoryjnego. Sam „czysty” wpis deklaratoryjny potwierdza prawo obecnie istniejące, które nie wymaga wpisu by obowiązywać. Mimo wszystko dokonanie samego wpisu jest niezbędne, chociaż nie powoduje natychmiastowych skutków prawnych.

Analizując księgi wieczyste spotykamy się z wieloma wpisami. Tak, na jednej hipotece może być wpisanych kilku wierzycieli. Stąd też pojęcie „miejsca hipotecznego”, które określa kolejność spłat pożyczkodawców. Komfortową sytuacją jest gdy hipoteka ustanowiona została na pierwszym miejscu (wierzyciel jest pierwszy w kolejce na odzyskanie pożyczonych środków). Hipoteka ustanowiona na kolejnych miejscach jest mniej bezpieczna (zależy to od wartości samej wierzytelności jak i wielkości wpisów „wcześniejszych”). Co więcej, po spłaceniu wierzycieli z wyższych pozycji, również nie jest tożsame z tym, że roszczenie zostanie zaspokojone w pierwszej kolejności. Dłużnik na tzw. opróżnionych miejscach hipotecznych może ustanowić nowych wierzycieli. Zajmowane miejsce w kolejce do spłaty pozostaje niezmienione. Tak więc pojęcie „opróżnionego miejsca hipotecznego” zaburza standardową konstrukcję spłaty typu waterfall (spływu środków z góry na dół w zależności od miejsca hipotecznego).

Wpis hipoteki zabezpieczającej emisję obligacji podlega pod odrębną regulację prawną. Wymaga ona złożenia oświadczenia o ustanowieniu hipoteki (składa je właściciel lokalu/budynku/gruntu w formie aktu notarialnego). Kolejny etap jest analogiczny – wpis do KW. Ustawa o obligacjach definiuje pięć elementów,

**Ustawa o obligacjach definiuje pięć elementów, które winny być zawarte we wpisie, by był on skuteczny**

które winny być zawarte we wpisie, by był on skuteczny. Są to: uchwała emitenta o emisji i jej data, suma hipoteki, liczba, numer i nominał obligacji, sposób i wysokość oprocentowania,

terminy i sposób wykupu. Rozporządzenie wykonawcze do ustawy o księgach wieczystych i hipotece nie wymaga powyższych elementów, co potwierdził Sąd Najwyższy (wyrok SN z 26.4.2012, III CSK 300/11, OSNC 2012/12/144). Jednak



zarówno emitent, jak i obligatariusz preferują wpis ze wszystkimi pięcioma elementami, by uniknąć nieporozumień i dodatkowego ryzyka. Warto zaznaczyć, że swoboda przenoszenia obligacji jest zachowana, obrót obligacjami hipotecznymi nie wymaga zmian wpisów w księdze wieczystej. Możliwe jest ustanowienie ograniczeń co do zbywania obligacji imiennych, na etapie warunków emisji.

### Gdy dłużnik dokona spłaty ostatniej raty może ubiegać się o wykreślenie hipoteki

Gdy dłużnik dokona spłaty ostatniej raty (w przypadku kredytu czy pożyczki) może ubiegać się o wykreślenie hipoteki. W przypadku obligacji jest to

oświadczenie KDWP o rozliczeniu obligacji powiązane ze zgodami Administratora Zabezpieczeń oraz Agenta Emisji tych obligacji. Jest to konieczne by zamknąć całą „sprawę” związaną z zaciągniętym długiem. Wniosek o wykreślenie z KW składa właściciel nieruchomości, jednak musi najpierw w tym celu uzyskać pozwolenie od wierzyciela (w celu uniknięcia przedwczesnego wykreślenia hipoteki przez dłużnika). Pobiera się go ze strony internetowej Ministerstwa Sprawiedliwości. Wniosek należy fizycznie dostarczyć do sądu rejonowego odpowiedniego dla miejsca zamieszkania. Opłata na rzecz sądu za wykreślenie hipoteki z KW wynosi 100 zł + zakup znaku opłaty sądowej. Czas trwania całego procesu wykreślenia hipoteki to zazwyczaj kilka miesięcy.

## JAK W PRAKTYCE MOŻNA ZARABIAĆ NA TAKICH ROZWIĄZANIACH?

Ciekawą koncepcją inwestycyjną jest działalność polegająca na udzieleniu pożyczek zabezpieczanych hipotecznie. W Polsce działalność taką prowadzą zarówno Fundusze Inwestycyjne Zamknięte jak i spółki prawa handlowego. Fundusze

inwestycyjne finansują swoje spółki celowe (ang. SPV), których wyłącznym przedmiotem działalności jest udzielanie pożyczek zabezpieczonych na nieruchomościach (hipoteką lub przewłaszczeniem na zabezpieczenie). By zwiększyć bezpie-

**By zwiększyć bezpieczeństwo, spółki celowe akceptują tylko zabezpieczenie w formie nieruchomości w atrakcyjnych lokalizacjach**

czeństwo, spółki celowe akceptują tylko zabezpieczenie w formie nieruchomości w atrakcyjnych lokalizacjach, łatwo zbywalne, pozbawione wad technicznych i prawnych, o wysokim lub min. średnim standardzie. Wartość

tych nieruchomości musi znacznie przewyższać kwotę udzielonej pożyczki, czyli zapewniać aby wskaźnik LTV (ang. loan to value) był na odpowiednim poziomie, 40%-50%. Różnica pomiędzy wartością rynkową a wielkością zobowiązania determinuje komfort i bezpieczeństwo udzielonych pożyczek. Spółki celowe pozyskują od Funduszu środki na dalsze udzielanie pożyczek poprzez emitowanie obligacji oraz zaciągając pożyczki od Funduszu, rzadziej jest to dokonywane poprzez podwyższenie kapitałów własnych. Finansowanie właścicielskie pod postacią długu może być zabezpieczone zastawem rejestrowym na portfelu pożyczek udzielonych przez SPV. W celu stabilizacji przepływów dla funduszu, obejmowane obligacje czy pożyczki mają stały kupon. Fundusz modelowo w spółce celowej posiada mniejszościowy udział, dający mu prawo do decydującego głosu, tym samym do kontroli i nadzoru nad działalnością pożyczkową. To tak zwany „złoty udział”. W niektórych modelach fundusze posiadają większościowe zaangażowanie w kapitale. Ważnym aspektem funduszy jest ich skala i możliwa dywersyfikacja na portfelu pożyczek. Standardowo udzielane pożyczki mają następujące cechy:

- kwota pożyczki w przedziale 15 tysięcy do 2 mln (dużo zależy od wielkości funduszu, jego specyfiki i pozycjonowania inwestycyjnego),

- zapadalność pożyczki wynosi od 3 do 18 miesięcy, z możliwością przedłużenia pod pewnymi warunkami,
- zabezpieczenie obowiązkowe pod postacią hipoteki (pierwsze miejsce) albo przewłaszczenie na zabezpieczenie weksla in blanco, cesji praw z polisy ubezpieczeniowej oraz oświadczenie o poddaniu się egzekucji zgodnie z art. 777 § 1 KPC,
- dodatkowym zabezpieczeniem może być poręczenie, gwarancja lub zastaw rejestrowy.

Czynniki ryzyka związane z inwestycją w fundusz hipoteczny można podzielić pod kątem ryzyk związanych bezpośrednio z polityką inwestycyjną

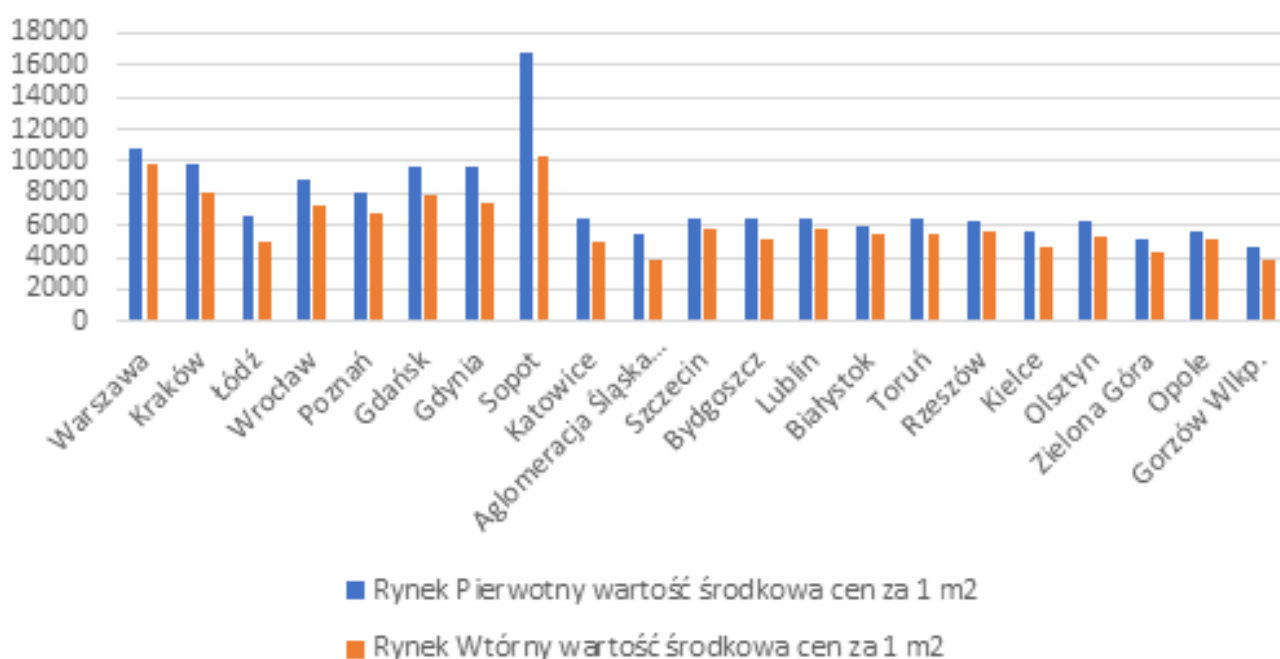
Czynniki ryzyka związane z inwestycją w fundusz hipoteczny można podzielić pod kątem ryzyk związanych bezpośrednio z polityką inwestycyjną danego funduszu (np. ryzyko związane z zaciąganiem pożyczek lub kredytów, niesprawności nadzoru właści-

cielskiego), z działalnością spółek celowych (np. niewypłacalność znaczącego dłużnika, obniżenie wysokości odsetek ustawowych), z otoczeniem, w którym fundusz prowadzi działalność (np. inflacja, zmiany w regulacjach prawnych dot. funduszu, w szczególności w zakresie prawa podatkowego), ze szczególnymi okolicznościami (np. otwarciu likwidacji funduszu, zmiany polityki inwestycyjnej) oraz wynikające ze specyfiki certyfikatu – np. ryzyko niedojścia emisji certyfikatów do skutku lub ryzyko nieprzydzielenia certyfikatów lub bezskutecznego przydziału certyfikatów.

Co ważne, powyższy model biznesowy może być z łatwością wykonany na spółkach prawa handlowego, wtedy też portfel pożyczkowy jest koncentrowany w jednym podmiocie, upraszczając całą konstrukcję. O ile traci się subtelność

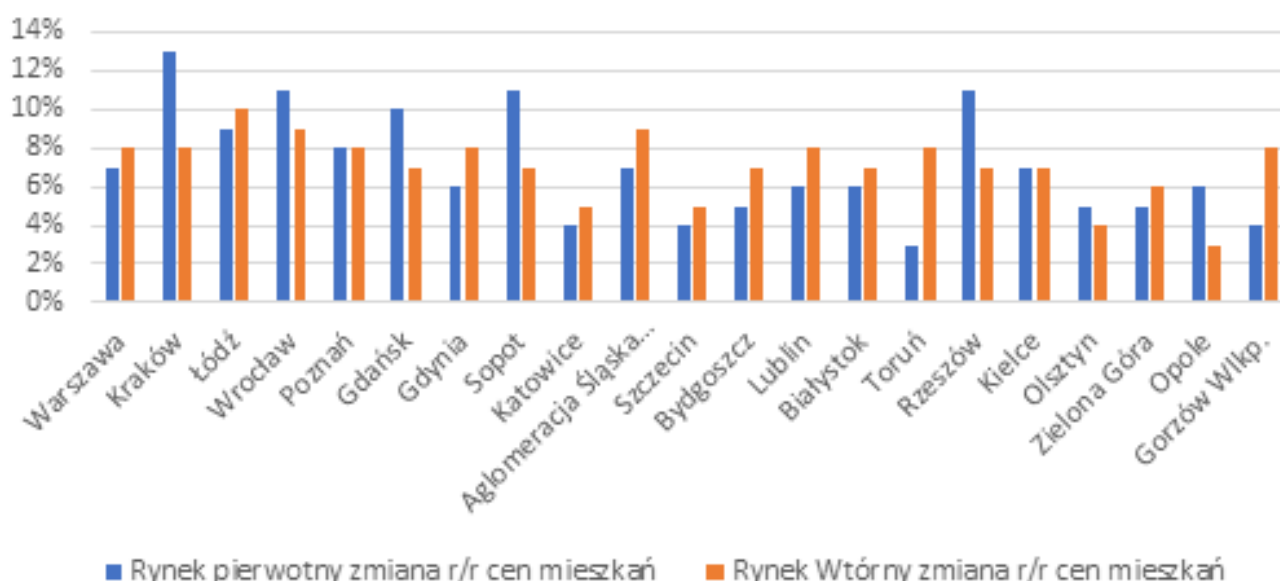
formę dywersyfikacji, to jednak mniejsze opłaty i koszty prowadzenia działalności mogą dać inwestorom dodatkowe korzyści. Sam rynek nieruchomości miał na początku pandemii nieciekawe perspektywy – lockdowny, obostrzenia, przejście na zdalny tryb pracy. Jednak w obliczu rosnącej inflacji i praktycznie zerowych stóp procentowych inwestorzy szukali bezpiecznych przystani, co skierowało ich na ten segment rynku. Zwiększony popyt spowodował napływ nowych inwestycji na rynek, jednak nie zdołał przewyższyć sprzedaży mieszkań w okresie analogicznym przed pandemią. Ta kryzysowa sytuacja nie odbiła się na cenach mieszkań, które rok do roku w każdym polskim mieście odnotowały kilkuprocentowy wzrost.

Wartość średnia cen mieszkań na rynku pierwotnym i wtórnym za 1 m<sup>2</sup> w roku 2020



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu EVALUER INDEX za 2020 rok.

## Zmiana cen mieszkań w roku 2020 do roku 2019



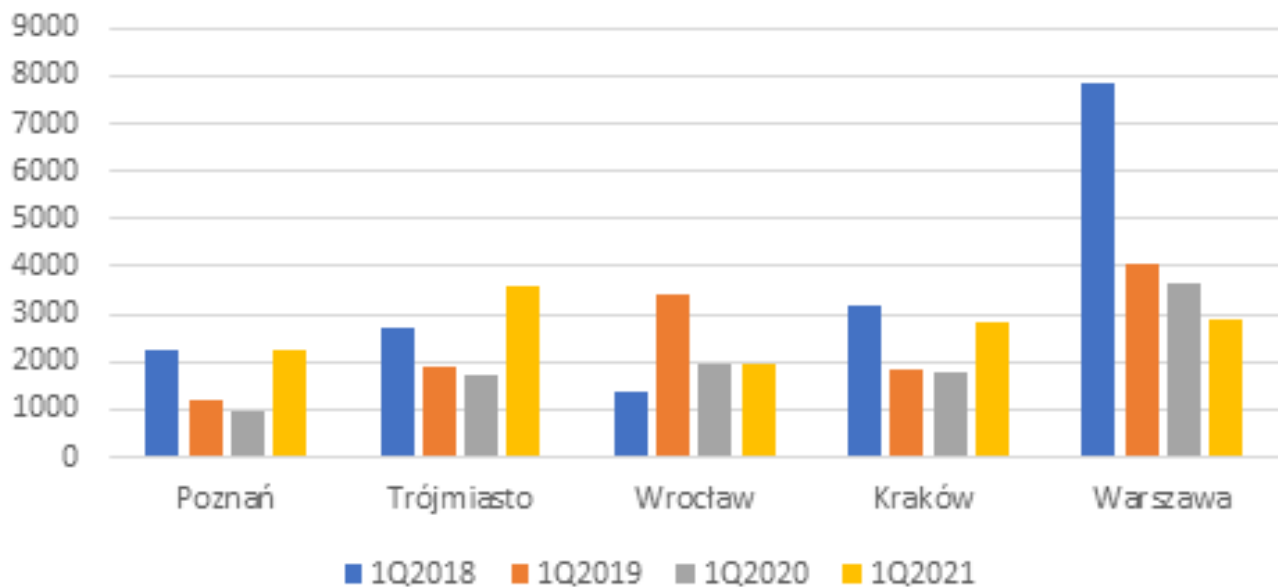
Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu EVALUER INDEX za 2020 rok.

Już w 1Q 2021 popyt na mieszkania był bardzo silny, ze względu na łatwy dostęp do kredytów. W 2Q ta sytuacja jest utrzymywana. Ostatnio proponowana koncepcja Nowego Polskiego Ładu może przynieść dodatkowe, korzystne bodźce dla rynku (mieszkanie bez wkładu własnego na pierwsze mieszkanie, bonusy za urodzenie dziecka pod postacią gwarancji kredytowych, zmniejszenie zbędnych formalności tj. domy do 70 m<sup>2</sup> będą wymagać jedynie zgłoszenia, pominięcie etapów takich jak pozwolenie kierownika budowy i książki budowy).

Wyzwania, przed jakimi jest postawiona branża, to malejące zasoby atrakcyjnych gruntów, problemy z uzyskiwaniem decyzji administracyjnych czy zmniejszona efektywność pracy urzędów ze względu na pandemię oraz niepewność na rynku pracy. Większość ekspertów posiada jednak pozytywne oczekiwania w kontekście rynku nieruchomościowego w najbliższej przyszłości.



## Liczba mieszkań, na których budowę wydano pozwolenia w największych miastach w Polsce



Źródło: opracowanie własne na podstawie Banku Danych Lokalnych GUS

Dane dotyczące wydanych pozwoleń na budowę zdają się wracać do poziomów sprzed pandemii, z okresu 1Q 2019 roku. Jednak te poziomy wciąż są dalekie od wielkości z 2017/2018 roku, gdzie branża deweloperska uzyskiwała rekordowe wyceny i najmocniej się rozwijała.

Nieruchomości są utożsamiane z bezpieczną, stabilną i intratną inwestycją. Grunty, lokale użytkowe, zwłaszcza w dużych miastach, są solidną podstawą do udzielenia kredytu, gdyż popyt na nie zdaje się być stale niestąbnący. O kruchości tego stwierdzenia przekonali się Amerykanie podczas kryzysu pod koniec pierwszej dekady XXI wieku (wtedy miał miejsce tzw. kryzys „Sub-Prime”). Nawet w obliczu obecnego koronakrachu, wciąż znajdują się grupy inwestorów czy osób prywatnych chętnych do zakupu lub wynajmu nieruchomości, czy też zastawianiu nieruchomości dla potrzeb zabezpieczeń pożyczek hipotecznych. Pod tym względem rynek nieruchomościowy jest ponadczasowy.



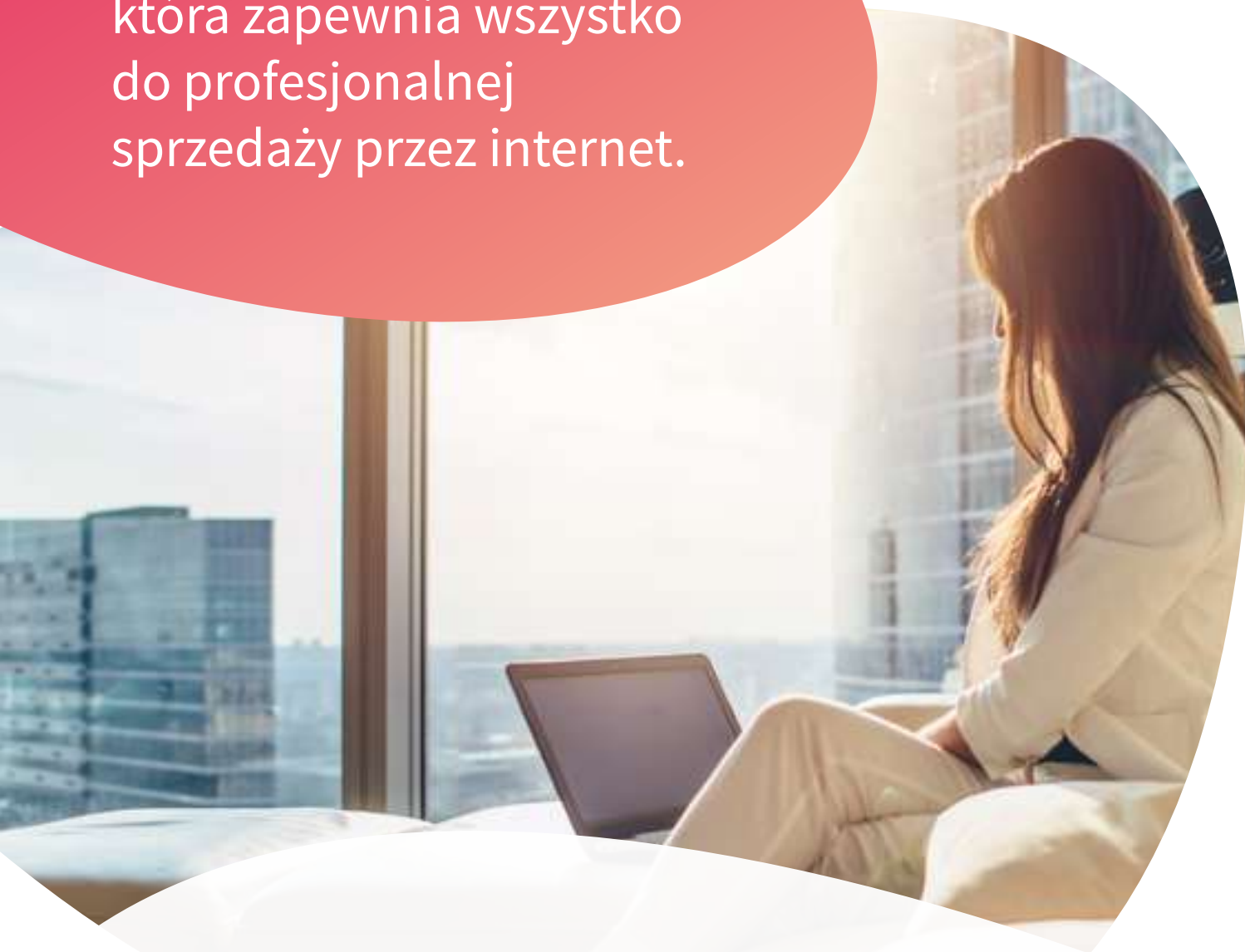
# Inwestycje dla Polski

Razem tworzymy  
praktyczne rozwiązania  
dla wspólnego sukcesu  
i bezpiecznej przyszłości.

Grupa Polskiego Funduszu Rozwoju  
to grupa instytucji finansowych  
i doradczych dla przedsiębiorców,  
samorządów i osób prywatnych  
inwestująca w zrównoważony  
rozwój społeczny i gospodarczy kraju.

**Infolinia: 800 800 120**  
**[www.pfr.pl](http://www.pfr.pl)**

**Nowoczesna  
platforma e-commerce,**  
która zapewnia wszystko  
do profesjonalnej  
sprzedaży przez internet.



Z naszych rozwiązań korzysta ponad 20 tys. klientów, którzy mają dostęp do wsparcia technicznego i wszystkich najważniejszych funkcjonalności.

Jesteśmy najpopularniejszym w Polsce rozwiązaniem do prowadzenia sklepu online w modelu SaaS.

Powiedz tylko, co chcesz sprzedawać, a my damy Ci gotowe narzędzia.

**shoper.pl**



# Konopie medyczne i przemysłowe, branża z nieodkrytym potencjałem w Polsce



**ARKADIUSZ KUICH**  
Cannabis Poland

**K**onopie to roślina niezwykła, choć rzadko kto zdaje sobie z tego sprawę. Konopie mają zaskakująco wiele zastosowań w przemyśle, posiadają olbrzymi zakres właściwości zdrowotnych, z konopi pochodzi wiele produktów spożywczych, a nawet kosmetyków. Co ważne dla inwestorów giełdowych – konopie reprezentowane są przez dwie spółki notowane na NewConnect.

w USA i Kanadzie notowanych jest ponad 400 spółek z szeroko rozumianej branży „MARIJUANA”

Choć trudno to sobie wyobrazić, na wszystkich 13 giełdach w USA i Kanadzie notowanych jest ponad 400 spółek z szeroko rozumianej branży „MARIJUANA”<sup>1</sup>, która obejmuje takie

dziedziny jak AgTech, BioTech, urządzenia medyczne, uprawy, handel, produkty przemysłowe, produkty medyczne, nieruchomości, technologie, media, usługi uzupełniające oraz inwestycje. Spośród tych spółek, aż 32 ma wycenę ponad 1 mld USD.

Dla porównania w całej Europie i Wielkiej Brytanii mamy zaledwie kilkanaście publicznych spółek, których wycenom daleko jeszcze do amerykańskich molochów.

W Polsce mamy na tę chwilę tylko dwa podmioty reprezentujące branżę: są to Cannabis Poland i Hemp&Health. Kilka notowanych spółek szykuje się do zmiany działalności. Dwie następne przeprowadziły ostatnio emisje crowdfundingowe i zebrały po 4 mln złotych w kilkanaście i kilkadziesiąt minut, a kolejne emisje innych podmiotów są obecnie przygotowywane.

W USA finansowanie branży konopnej wyniosło odpowiednio 14,2 mld USD w 2018 r., 11,6 mld USD w 2019 r., i 4,2 mld USD w 2020<sup>2</sup>. Z kolei w ciągu

<sup>1</sup> <https://marijuanaindex.com/marijuana-stock-universe/>

<sup>2</sup> Dane według Viridian Capital Advisors



## startupy konopne zebrały 653 miliony dolarów kapitału

pierwszych trzech miesięcy 2021 roku globalne startupy konopne zebrały 653 miliony dolarów kapitału<sup>3</sup>.

Jeśli policzyć wszystkie miejsca pracy, podatki, i wszelkie inne działy branża konopna ma duży – i wciąż rosnący – wpływ na gospodarkę Stanów Zjednoczonych mimo sporych ograniczeń prawnych nie pozwalających na przykład zakładać w USA rachunków bankowych.

Dla porównania ocenia się, że Europa jest opóźniona do rynku północnoamerykańskiego o co najmniej 5 lat – tak więc prawdziwy boom wciąż jest jeszcze przed nami.

Idzie jednak ku coraz lepszemu: na początku grudnia 2020 Komisja Europejska zdecydowała, że kanabidiol (CBD) nie będzie regulowany jako narkotyk i potencjalnie może być zakwalifikowany jako żywność. Także w grudniu zeszłego roku po 60 latach status quo, po trzech latach przeglądu naukowego przez WHO i dwóch latach dyskusji dyplomatycznych, ONZ ostatecznie wycofała konopie z załącznika IV Jednolitej Konwencji i przyjęła zalecenia Światowej Organizacji Zdrowia, które zmieniają harmonogram konopi i substancji pokrewnych przestając je traktować jako narkotyk, za to akceptując ich medyczny potencjał.

Ocenia się, że potencjał rozwoju produktów konopnych zawierających kanabinoidy na rynku europejskim jest znacznie większy niż w Kanadzie i USA łącznie. Dwie powyższe decyzje podjęte ostatnio przez ONZ i TSUE dają nam

<sup>3</sup> Dane według CB Insights

podstawę do szacowania docelowego rynku jako przekraczającego 100 mld EUR rocznie.

Jeśli chodzi o Polskę, od listopada 2017 tzw. „marihuana medyczna” jest legalna i może być przepisywana na receptę przez każdego lekarza. Stan prawny

w kwietniu 2021 polski rząd wstępnie wyraził zgodę na uprawy medycznej marihuany w Polsce

nie zezwala natomiast na jej uprawianie w granicach naszego kraju. Jednakże w kwietniu 2021 polski rząd wstępnie wyraził zgodę na uprawy medycznej marihuany w Polsce,

a także na zwiększenie o połowę limitu THC w konopiach z obowiązujących obecnie 0,2% do 0,3%.

Na polskim rynku w sektorze dystrybucji produktów konopnych działa notowana na NewConnect spółka Cannabis Poland (ticker CBD). Spółka sprzedaje produkty do waporyzacji suszu konopnego oraz olejów pod własną marką [www.VAPEM.eu](http://www.VAPEM.eu) oraz rozwija własną linię [www.HempWish.pl](http://www.HempWish.pl) obejmującą wysokiej jakości oleje CBD w seriach Medical, Beauty, Sport oraz Pet. Warto tutaj podkreślić, że CBD to związek pochodzenia naturalnego, który nie ma działania odurzającego, dzięki czemu bezproblemowo można stosować go zarówno wewnętrznie, jak i na skórę lub włosy. Dodatkowo, z dobrodziejstw CBD mogą korzystać zwierzęta.

Drugą notowaną spółką z branży jest Hemp&Health. Jej działalność prowadzona jest w dwóch uzupełniających się obszarach, to jest na rynku konopi i produktów medycznych. W sektorze HEALTH Spółka zleca produkcję pierwszych polskich testów na Covid-19 pod marką MHH i rozwija dystrybucję szybkich

testów, zarówno do użytku profesjonalnego, jak i do samokontroli ([www.SzybkiTest.com.pl](http://www.SzybkiTest.com.pl)). W segmencie HEMP Spółka zamierza skupić się na realizacji zleceń pod marką własną dla klientów zewnętrznych oraz na badaniach konopi do celów medycznych. Spółka przygotowuje obecnie projekt którego ce-

przeprowadzenie badań  
określających wpływ  
kanabinoidów na leczenie  
objawów zespołu stresu  
pourazowego

lem będzie przeprowadzenie badań określających wpływ kanabinoidów na leczenie objawów zespołu stresu pourazowego (ang. post traumatic stress disorder, PTSD). Strategicznym celem dla realizacji tego badania bę-

dzie przygotowanie dokumentacji, która pozwoli na opracowanie leku lub surowca farmaceutycznego służącego zwalczaniu PTSD.

O potencjale wartości firm produkujących leki konopne może świadczyć fakt, iż w lutym tego roku koncern Jazz Pharmaceuticals przejął za kwotę 7,2 mld USD firmę GW Pharmaceuticals – producenta pierwszego na świecie leku Epidiolex pochodzącego z konopi.

Prohibition Partners prognozuje wielkość konopnego rynku medycznego w samej tylko Polsce na co najmniej 2 miliardy EUR w 2028 roku.