

# Newsletter



**Adres:**

Polna Corner, VIII p.  
ul. Waryńskiego 3A  
00-645 Warszawa



**Telefon:**

+48 (22) 201 11 30



**Strona www:**

[www.pcdm.pl](http://www.pcdm.pl)  
[pcdm@pcdm.pl](mailto:pcdm@pcdm.pl)

# SPIS TREŚCI

## **WSTĘP**

**Piotr Teleon**

*Prezes Zarządu*

*Prosper Capital Dom Maklerski S.A.*

**3**

## **STRATEGIE OBLIGACYJNE PODZIAŁ I CHARAKTERYSTYKA**

**Marcin Dąbrowski**

*Zarządzający Funduszami w White Berg TFI S.A.*

**4**

## **GIEŁDA – SYNONIM CIĄGŁYCH ZMIAN I NIEKOŃCZĄCYCH MOŻLIWOŚCI**

**Departament analiz**

*Prosper Capital Dom Maklerski S.A.*

**13**

## **PREM WATSA – KANADYJSKI WARREN BUFFETT**

**Piotr Krasuski**

*Manager Inwestycyjny*

*Prosper Capital Dom Maklerski S.A.*

**26**

# WSTĘP



**Piotr Teleon**  
Prezes Zarządu  
Prosper Capital  
Dom Maklerski S.A.

Szanowni Państwo,

z przyjemnością przekazuję Państwu lutowe wydanie newslettera Prosper Capital Dom Maklerski.

W niniejszym wydaniu jedna z pierwszych publikacji poświęcona została strategiom obligacji. Opracowanie to zostało dla Państwa przygotowane przez jednego z naszych Partnerów biznesowych – White Berg TFI. Kolejne opracowanie poświęciliśmy instytucji giełdy oraz tego, jak jest ona rozumiana współcześnie. W ostatnim artykule natomiast przybliżamy sylwetkę Prema Watsy – jednego ze współczesnych inwestorów porównywanych do Warrena Buffeta.

Ponadto zapraszam Państwa do odwiedzenia naszych placówek i kontaktu z pracownikami naszej sieci sprzedaży, którzy chętnie przedstawią Państwu pełne informacje związane z obecnie dostępnymi ofertami obligacji, akcji, Funduszy Inwestycyjnych Zamkniętych, jak i Funduszy Inwestycyjnych Otwartych oraz Specjalistycznych Funduszy Inwestycyjnych Otwartych.

Zachęcam również do stałego obserwowania naszych kanałów w mediach społecznościowych oraz śledzenia strony internetowej, na których znajdują Państwo informacje o organizowanych przez nas webinarach edukacyjnych, e-bookach edukacyjnych oraz artykułach eksperckich tworzonych przez naszych Analityków.

Z poważaniem  
Piotr Teleon  
Prezes Zarządu Prosper Capital Dom Maklerski S.A.



# Strategie obligacyjne podział i charakterystyka

**Strategie obligacyjne odnoszą się do technik inwestycyjnych stosowanych przez inwestorów w celu osiągnięcia określonych celów poprzez inwestowanie w papiery wartościowe o stałym lub zmiennym kuponie. Rynek takich instrumentów jest ogromny i obejmuje różne rodzaje papierów wartościowych, w tym obligacje rządowe, obligacje komunalne, obligacje korporacyjne i papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką. W tym artykule omówimy różne strategie, które inwestorzy mogą wykorzystać, aby osiągnąć swoje cele inwestycyjne.**

## **1) Strategia kup i trzymaj:**

Strategia kup i trzymaj jest popularną strategią stosowaną przez inwestorów poszukujących stałego dochodu przez długi okres czasu. Strategia ta obejmuje zakup papierów wartościowych o stałym dochodzie, takich jak obligacje i trzymanie ich do terminu zapadalności.

Kiedy inwestorzy kupują obligacje, zasadniczo pożyczają emitentowi pieniądze na określony czas w zamian za stałą stopę procentową. Kwota główna jest następnie spłacana w terminie zapadalności. Inwestorzy stosujący strategię kup i trzymaj zazwyczaj wybierają wysokiej jakości obligacje o ratingu inwestycyjnym i niskim ryzyku kredytowym. Oznacza to, że emitent jest bardziej skłonny do terminowej spłaty odsetek i kapitału, co zmniejsza ryzyko niewypłacalności.

Strategia kup i trzymaj, jest szczególnie atrakcyjna dla inwestorów, którzy cenią sobie stabilność. W przeciwieństwie do akcji, które mogą podlegać znacznym wahaniom cen, papiery wartościowe o stałym dochodzie oferują przewidywalne przepływy pieniężne i zwroty. To sprawia, że są popularnym wyborem dla konserwatywnych inwestorów, takich jak emeryci, którzy szukają stałego dochodu, aby sfinansować swoje wydatki na życie.

Kolejną zaletą strategii kup i trzymaj, jest to, że minimalizuje ona koszty transakcyjne. Inwestorzy, którzy często kupują i sprzedają papiery wartościowe, mogą ponosić opłaty transakcyjne, prowizje maklerskie i inne wydatki, które z czasem mogą obniżyć ich zyski. Trzymając swoje inwestycje przez długi czas, inwestorzy mogą uniknąć tych kosztów i zmaksymalizować zyski.

Istnieją jednak również wady strategii kup i trzymaj. Na przykład, jeśli stopy procentowe wzrosną, wartość papierów wartościowych o stałym dochodzie może spaść. Wynika to z faktu, że stała stopa procentowa płacona przez obligację może stać się mniej atrakcyjna w porównaniu z nowszymi obligacjami oferującymi wyższe oprocentowanie. Jeśli inwestor musi sprzedać swoje obligacje przed terminem wykupu, może być zmuszony do zaakceptowania ceny niższej niż zapłacił.

Dodatkowo, jeśli inflacja jest wyższa niż oprocentowanie obligacji, siła nabywczą odsetek może z czasem spadać. W tym scenariuszu inwestorzy mogą być zmuszeni rozważyć obligacje zabezpieczone przed inflacją lub inne inwestycje, aby utrzymać siłę nabywczą swojej inwestycji.

Podsumowując, strategia kup i trzymaj jest popularną strategią stosowaną przez konserwatywnych inwestorów poszukujących stałego, przewidywalnego dochodu. Chociaż ma pewne ograniczenia, może być skutecznym sposobem na osiągnięcie długoterminowych celów inwestycyjnych przy minimalnych kosztach handlowych.

## **2) Strategia ryzyka kredytowego:**

Ryzyko kredytowe to ryzyko, że pożyczkobiorca nie wywiąże się ze swoich zobowiązań dłużnych, co spowoduje stratę dla inwestora. Strategia ryzyka kredytowego to strategia inwestycyjna, która ma na celu zarządzanie ryzykiem kredytowym portfela instrumentów o stałym dochodzie poprzez inwestowanie w papiery wartościowe o różnym poziomie jakości kredytowej.

Obligacje są zazwyczaj oceniane przez niezależne agencje ratingowe, takie jak Standard & Poor i Moody's. Ratingi nadawane przez te instytucje odzwierciedlają zdolność kredytową emitenta i prawdopodobieństwo niewywiązania się przez niego ze swoich zobowiązań dłużnych. Papiery wartościowe o wyższym ratingu kredytowym są uważane za mniej ryzykowne niż papiery wartościowe o niższym ratingu kredytowym, ponieważ emitenci są uważani za bardziej stabilnych finansowo i mniej narażonych na niewypłacalność.

Strategia ryzyka kredytowego ma na celu wykorzystanie między innymi tych ratingów kredytowych poprzez inwestowanie w zdywersyfikowany portfel papierów wartościowych o stałym dochodzie o różnych poziomach ryzyka. Na przykład inwestor może zdecydować się na alokację części swojego portfela w wysokiej jakości obligacje korporacyjne, które mają rating A lub wyższy. Te papiery wartościowe zazwyczaj oferują niższe zyski niż obligacje o niższej jakości, ale są uważane za mniej ryzykowne.

Może także wystąpić sytuacja odwrotna. Inwestor może zdecydować się na alokację części swojego portfela w obligacje korporacyjne o niższej jakości, które mają rating poniżej poziomu inwestycyjnego (BBB lub niższy). Te papiery wartościowe zazwyczaj oferują wyższe zyski niż obligacje o wyższej jakości, ale są uważane za bardziej ryzykowne. Ponadto inwestor może zdecydować się na alokację części swojego portfela w inne rodzaje papierów wartościowych o stałym dochodzie, takie jak instrumenty dłużne rynków wschodzących lub wysokodochodowe obligacje komunalne.

Strategię ryzyka kredytowego można również wykorzystać do zarządzania ryzykiem portfela instrumentów o stałym dochodzie w odpowiedzi na zmiany warunków rynkowych. Na przykład, jeśli otoczenie kredytowe ulegnie pogorszeniu i oczekuje się wzrostu współczynnika niewypłacalności, inwestor może zdecydować się na zmniejszenie zaangażowania w obligacje o niższej jakości na rzecz obligacji o wyższej jakości.

Należy zauważyć, że strategia ryzyka kredytowego nie jest pozbawiona ryzyka. W szczególności inwestowanie w obligacje o niższej jakości naraża inwestora na większe ryzyko niewypłacalności, co może skutkować utratą kapitału. Ponadto agencje ratingowe nie są nieomyłne i mogą niewłaściwie ocenić zdolność kredytową emitenta.

Ogólnie rzecz biorąc, strategia ryzyka kredytowego jest popularną strategią inwestycyjną o stałym dochodzie, która ma na celu zarządzanie ryzykiem kredytowym portfela obligacyjnego poprzez inwestowanie w papiery wartościowe o różnym poziomie jakości kredytowej. Inwestując w zdywersyfikowany portfel papierów wartościowych o stałym dochodzie o różnych ratingach kredytowych, inwestorzy mogą potencjalnie skorzystać z wyższych zysków, jednocześnie zarządzając ryzykiem.

### 3) Strategia drabiny:

Drabina obligacji to strategia inwestycyjna, która obejmuje zakup obligacji o różnych terminach zapadalności. Ideą drabiny jest stworzenie zdywersyfikowanego portfela obligacji o różnym terminie zapadalności, co może pomóc w zmniejszeniu ryzyka wahań stóp procentowych.

Aby wdrożyć strategię drabinkową, inwestor dzieli swoją inwestycję na kilka części i kupuje obligacje o różnych terminach zapadalności. Na przykład inwestor może podzielić swoją inwestycję na pięć równych części i kupić obligacje o terminie zapadalności za rok, dwa, trzy, cztery i pięć lat.

Gdy każda obligacja w drabinie zbliża się do terminu zapadalności, inwestor może ponownie zainwestować kapitał w nową obligację o dłuższym terminie zapadalności, przedłużając w ten sposób drabinę. Alternatywnie, inwestor może zdecydować się na reinwestowanie kapitału w obligacje o krótszym terminie zapadalności, zmieniając w ten sposób istniejącą strukturę.

Jedną z kluczowych zalet strategii drabinkowej obligacji jest to, że może ona pomóc w ograniczeniu ryzyka stopy procentowej. Jeśli stopy procentowe wzrosną, obligacje na szczycie drabiny zapadną wcześniej, co pozwoli inwestorowi na reinwestowanie kapitału po wyższych stopach procentowych. I odwrotnie, jeśli stopy procentowe spadną, obligacje na dole drabiny zapadną później, umożliwiając inwestorowi skorzystanie z obligacji o wyższej rentowności, które już znajdują się w jego portfelu.

Kolejną zaletą strategii drabinkowej obligacji jest to, że może ona pomóc w zapewnieniu stałego strumienia dochodów. W miarę dojrzewania każdej obligacji w drabinie inwestor może wykorzystać spłatę kapitału i odsetek w celu uzupełnienia swoich dochodów, co może być szczególnie korzystne dla emerytów lub innych inwestorów, którzy polegają na inwestycjach o stałym dochodzie w celu uzyskania przepływów pieniężnych.

Należy jednak zauważyć, że strategia ta ma również pewne wady. Na przykład może ona nie być odpowiednia dla inwestorów, którzy chcą zmaksymalizować swoje zyski w krótkim horyzoncie czasowym, ponieważ jest to zwykle bardziej konserwatywne podejście inwestycyjne.

Ogólnie rzecz biorąc, drabinowanie obligacji jest popularną strategią inwestowania w instrumenty o stałym dochodzie, która może pomóc ograniczyć ryzyko stopy procentowej, zapewniając jednocześnie stały strumień dochodów. Kupując obligacje o różnych terminach zapadalności i reinwestując kapitał w miarę upływu terminu zapadalności każdej obligacji, inwestorzy mogą czerpać korzyści zarówno z rosnących, jak i spadających stóp procentowych, utrzymując zdywersyfikowany portfel papierów wartościowych o stałym dochodzie.

#### 4) Strategia krzywej dochodowości:

Krzywa rentowności to wykres przedstawiający rentowność papierów wartościowych o stałym dochodzie w czasie ich terminów zapadalności. Strategie krzywej dochodowości to strategie inwestycyjne, które wykorzystują kształt krzywej dochodowości do podejmowania decyzji inwestycyjnych o zakupie lub sprzedaży poszczególnych papierów wartościowych.

Krzywa dochodowości może przybierać kilka różnych kształtów, w zależności od aktualnych warunków rynkowych. Najczęstszym kształtem jest krzywa rentowności rosnąca w górę, co wskazuje, że obligacje długoterminowe oferują wyższe zyski niż obligacje krótkoterminowe. Dzieje się tak zwykle w przypadku wzrostu gospodarczego, ponieważ inwestorzy żądają wyższych zwrotów, aby zrekompensować zwiększone ryzyko związane z inwestycjami długoterminowymi.

Innym powszechnym kształtem jest płaska krzywa rentowności, która wskazuje, że rentowności są stosunkowo stałe we wszystkich terminach zapadalności.

Trzeci kształt to odwrócona krzywa rentowności, która występuje, gdy obligacje krótkoterminowe oferują wyższe zyski niż obligacje długoterminowe. Dzieje się tak zazwyczaj wtedy, gdy gospodarka znajduje się w recesji, ponieważ inwestorzy są skłonni zaakceptować niższe zwroty w zamian za bezpieczeństwo inwestycji krótkoterminowych.

Aby wykorzystać te różne kształty, można wykorzystać strategie krzywej dochodowości, dostosowując alokację papierów wartościowych o stałym dochodzie w portfelu. Na przykład w środowisku krzywej dochodowości o nachyleniu w górę inwestor może zdecydować się na alokację większej części swojego portfela w obligacje o dłuższym terminie zapadalności w celu przechwytywania wyższych rentowności. W środowisku płaskiej lub odwróconej krzywej dochodowości inwestor może zdecydować się na alokację większej części swojego portfela w obligacje krótkoterminowe w celu zmniejszenia ryzyka utraty kapitału.



Strategie krzywej dochodowości mogą być również wykorzystywane do zarządzania ryzykiem stopy procentowej. Na przykład inwestor może zdecydować się na inwestowanie w papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu w warunkach rosnących stóp procentowych, ponieważ te papiery wartościowe mają na celu dostosowanie ich stóp procentowych w odpowiedzi na zmiany warunków rynkowych. I odwrotnie, w środowisku spadających stóp procentowych inwestor może zdecydować się na inwestowanie w długoterminowe papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu, ponieważ te papiery wartościowe będą nadal przynosić wyższe oprocentowanie niż nowsze papiery wartościowe o niższym oprocentowaniu.

Należy zauważyć, że strategie krzywej dochodowości nie są niezawodne i zawsze istnieje ryzyko nieoczekiwanej zmiany warunków rynkowych. Ponadto z wdrażaniem tych strategii wiążą się koszty, takie jak opłaty transakcyjne i implikacje podatkowe. Podobnie jak w przypadku każdej strategii inwestycyjnej, ważne jest, aby przed podjęciem jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych przeprowadzić dogłębną analizę.

#### **5) Strategia czasu trwania:**

Duration jest miarą wrażliwości obligacji na zmiany stóp procentowych. Strategia oparta na tym wskaźniku to strategia inwestycyjna, której celem jest zarządzanie ryzykiem stopy procentowej poprzez dostosowanie czasu trwania portfela instrumentów do warunków rynkowych.

Kiedy stopy procentowe rosną, ceny papierów wartościowych o stałym dochodzie spadają. Wynika to z faktu, że przepływy pieniężne związane z obligacją są dyskontowane według wyższej stopy, co zmniejsza bieżącą wartość przepływów pieniężnych. Wielkość zmiany ceny zależy od czasu trwania zabezpieczenia – im dłuższy czas trwania, tym większa zmiana ceny. I odwrotnie, gdy stopy procentowe spadają, ceny papierów wartościowych o stałym dochodzie zwykle rosną.

Strategia duracji ma na celu wykorzystanie tych zmian cen poprzez dostosowanie duracji obligacji w odpowiedzi na zmiany stóp procentowych. Na przykład w środowisku rosnących stóp procentowych inwestor może zdecydować się na skrócenie czasu trwania swojego portfela, sprzedając obligacje długoterminowe i reinwestując wpływy w obligacje krótkoterminowe. Może to pomóc złagodzić wpływ rosnących stóp procentowych na wartość portfela.

I odwrotnie, w środowisku spadających stóp procentowych inwestor może zdecydować się na wydłużenie czasu trwania swojego portfela, sprzedając obligacje krótkoterminowe i reinwestując wpływy w obligacje długoterminowe. Może to pomóc w uchwyceniu wyższych zwrotów związanych z obligacjami długoterminowymi w miarę spadku stóp procentowych.

Strategię duracji można wdrożyć przy użyciu różnych papierów wartościowych o stałym dochodzie, w tym obligacji skarbowych, obligacji korporacyjnych i papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką. Ogólnie rzecz biorąc, długoterminowe papiery wartościowe mają dłuższy okres zapadalności niż papiery krótkoterminowe, a zatem są bardziej wrażliwe na zmiany stóp procentowych.

Należy zauważyć, że strategia czasu trwania nie jest pozbawiona ryzyka. Na przykład, jeśli stopy procentowe wzrosną szybciej niż oczekiwano, inwestor może nie być w stanie wystarczająco szybko dostosować swojego portfela, aby złagodzić wpływ rosnących stóp. Ponadto strategia czasu trwania może nie być odpowiednia dla inwestorów, którzy chcą zmaksymalizować swoje zyski w krótkim horyzoncie czasowym, ponieważ jest to bardziej konserwatywne podejście inwestycyjne.

Ogólnie rzecz biorąc, strategia czasu trwania jest popularną strategią inwestycyjną o stałym dochodzie, która ma na celu zarządzanie ryzykiem stopy procentowej poprzez dostosowanie czasu trwania portfela. Inwestując w papiery wartościowe o różnym terminie zapadalności i dostosowując alokację tych papierów wartościowych w odpowiedzi na zmiany stóp procentowych, inwestorzy mogą potencjalnie czerpać korzyści zarówno z rosnących, jak i spadających stóp procentowych, jednocześnie zarządzając ryzykiem.

## 6) Strategia ochrony przed inflacją:

Strategia ochrony przed inflacją to strategia inwestycyjna, której celem jest ochrona portfela obligacji przed skutkami inflacji. Inflacja to ogólny wzrost cen towarów i usług w czasie, który zmniejsza siłę nabywczą pieniądza. Papiery wartościowe zabezpieczone przed inflacją mają na celu zapewnienie zabezpieczenia przed inflacją poprzez dostosowanie ich wartości nominalnej do zmian cen.

Papiery wartościowe chronione przed inflacją występują w różnych formach, ale najbardziej powszechnym typem są tzw. obligacje inflacyjne. Są one emitowane przez Skarb Państwa i mają na celu ochronę inwestorów przed skutkami inflacji poprzez dostosowanie wartości kuponu do zmian wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych.

Strategia ochrony przed inflacją ma na celu wykorzystanie tych obligacji poprzez inwestowanie w portfel tych papierów wartościowych. Może to stanowić zabezpieczenie przed wzrostem cen, ponieważ wartość kuponów zmienia się wraz ze zmianą wskaźnika cen na rynku.

Strategia chroniąca przed inflacją może być również wykorzystywana do zarządzania ryzykiem portfela instrumentów o stałym dochodzie w odpowiedzi na zmiany warunków rynkowych. Na przykład, jeśli spodziewany jest wzrost inflacji, inwestor może zdecydować się na zwiększenie swojej alokacji w tego typu obligacje, aby chronić swój portfel przed skutkami inflacji. I odwrotnie, jeśli oczekuje się, że inflacja spadnie, inwestor może zdecydować się na zmniejszenie swojej alokacji do obligacji inflacyjnych.

Należy zauważyć, że strategia chroniąca przed inflacją nie jest pozbawiona ryzyka. W szczególności obligacje inflacyjne są obciążone ryzykiem inflacji, czyli ryzykiem, że rzeczywista stopa inflacji będzie inna niż przewidywana w momencie zakupu.

## **7) Strategia aktywnego zarządzania:**

Strategia aktywnego zarządzania instrumentami o stałym dochodzie to rodzaj podejścia inwestycyjnego, w którym zarządzający portfelem dąży do osiągnięcia lepszych wyników niż indeks referencyjny poprzez aktywne zarządzanie portfelem papierów wartościowych o stałym dochodzie. Celem jest generowanie wyższych zwrotów niż te, które można osiągnąć dzięki strategii pasywnej, która po prostu śledzi indeks.

Aby wdrożyć strategię aktywnego zarządzania, zarządzający portfelem przeprowadza szeroko zakrojone badania i analizy w celu zidentyfikowania błędnych wycen i nieefektywności na rynku instrumentów o stałym dochodzie. Aby to osiągnąć, menedżer może stosować różne techniki, takie jak analiza fundamentalna, analiza ilościowa i prognozowanie rynku.

Po wykryciu nieefektywności rynkowych, zarządzający podejmuje aktywne decyzje inwestycyjne, takie jak kupno lub sprzedaż papierów wartościowych, dostosowanie czasu trwania portfela lub ekspozycji na ryzyko kredytowe lub wykorzystanie instrumentów pochodnych w celu zabezpieczenia ryzyka lub wykorzystania okazji.

Strategie aktywnego zarządzania mogą być dużo bardziej kosztowne niż strategie pasywne ze względu na wymagany wyższy poziom analizy rynkowej. Jednak skuteczna strategia aktywna może potencjalnie zapewnić wyższe zyski i lepsze zarządzanie ryzykiem niż strategia pasywna.

Należy zauważyć, że aktywne zarządzanie nie gwarantuje lepszych wyników niż zarządzanie pasywne, a inwestorzy powinni dokładnie rozważyć swoje cele inwestycyjne, tolerancję ryzyka i horyzont czasowy inwestycji przy wyborze optymalnej strategii inwestycyjnej.



Opracował:

**Marcin Dąbrowski**

*Zarządzający Funduszami w White Berg TFI S.A.*



# GIEŁDA – SYNONIM CIĄGŁYCH ZMIAN I NIEKONCZĄCYCH MOŻLIWOŚCI

**Słowo „wymiana” jest atrybutem pojęcia „gospodarka”, bez względu na to, w jakim kontekście (przestrzennym, instytucjonalnym czy historycznym) tego pojęcia używamy. Jest zatem z nami w rozumieniu ludzkości, niemal od zawsze, będąc przez to jedną z najważniejszych kategorii społeczno – gospodarczych we wszystkich stadiach i formach bytowania człowieka na Ziemi. Słowo to w języku angielskim: exchange (w przeciwieństwie do wielu innych języków), w połączeniu z określonym rzeczownikiem typu stock, czy commodity – oznacza odpowiednio: giełdę papierów wartościowych (Stock Exchange) i giełdę towarową (Commodity Exchange).**

Instytucja giełdy, rozumiana współcześnie dość szeroko jako platformy regulowanego obrotu, jest zapewne najdoskonalszą formą wymiany rynkowej lub jak kto woli – kapitalistycznej. Stąd też nie brakuje różnych literackich określeń, mówiących o niej przykładowo jako o „bijącym sercu gospodarki rynkowej”. Taka dość epicka paralela akcentuje niewątpliwie ogólnosystemowe znaczenie tej instytucji. Przechodzącej od końca XX wieku istotne przemiany, dostosowujące się do wyzwań zmieniających się szybko czasów. Miniony 2022 r. dostarczył tym zakresie kilku nowych, istotnych odstępów tych procesów. Trudno zatem, abyśmy o nich w szerszej nieco perspektywie Klientom oraz Czytelnikom naszego Newslettera, choć pokrótce o nich nie opowiedzieli. Tym bardziej że giełda w wymiarze współczesnej „globalnej wioski”, to przecież jeszcze jeden nasz wspólny dom.

## **Zaczęło się od zmian własności....**

Aby ograniczyć się w tym miejscu tylko do Europy, warto przypomnieć, że w latach 70., a potem pod koniec lat 80. XX wieku, miały miejsce odpowiednio w Wielkiej Brytanii oraz w kontynentalnej części naszego kontynentu (np. Francja, Włochy) konsolidacje krajowych giełd papierów wartościowych. W rezultacie w miejsce tzw. modelu, giełdy – giełd”, tzn. z jedną centralną giełdą i pozostałymi regionalnymi parkietami, ukształtował się model „mono – giełdy”, z jedynymi w tych krajach ośrodkami giełdowymi w Londynie, Paryżu czy Mediolanie. Przypomnijmy też, że instytucjonalny wzorzec, jakim dla warszawskiej GPW w momencie jej reaktywacji w 1991 r., była giełda w Lyonie, w momencie przekazania know – how, praktycznie przestała już istnieć.

Podobnie rzecz miała się poza Europą, lecz proces konsolidacji nie do końca jeszcze został zakończony. Poza tym przybierał też różne warianty, o czym nieco dalej, m.in. na przykładzie USA. Ponadto są również takie kraje, które tendencji tej celowo się też w znacznym stopniu oparły (np. Niemcy, Hiszpania czy Indie).

Ostatnia dekada zeszłego stulecia i początek nowego to czas szybko postępującej komercjalizacji i demutualizacji. Ta pierwsza z wymienionych form przemian własnościowych polega na przekształceniu podmiotu z własnością publiczną (państwową, regionalną) w spółkę prawa handlowego. Druga zaś na zmianie z (współ)własności członkowskiej (typu spółdzielczego) w podmiot prawa handlowego. W tamtym czasie giełdy według kryteriów własności można było z grubsza podzielić na te o charakterze publiczno – prawnym. Powstałe przy udziale i własności państwa lub autonomicznej części kraju (np. kraju związkowego w RFN) oraz prywatno – prawne, założone oddolnie przez zainteresowane prowadzeniem giełdy podmioty. Wzorcem dla tych pierwszych były wówczas Niemcy, dla drugich Stany Zjednoczone i Wielka Brytania. Przy czym, w USA samo miejsce na giełdzie, czyli jej członkostwo (tzw. krzesło) mogło być również przedmiotem obrotu lub/i wypożyczenia, ponieważ ilość miejsc (krzesła) była stała i w ten sposób ograniczona.

Pionierami komercjalizacji, a zwłaszcza demutualizacji giełd wcale nie okazały się Stany Zjednoczone, czy Wielka Brytania, ale Skandynawia, a w ślad za nią Holandia i Włochy. Swoją drogą trudno oprzeć się refleksji, z jakim to ciągle trudem do tzw. ekonomicznego mainstreamu musi przedzierać się myśl, że kraje ze wzorcowym modelem państwa opiekuńczego mogą, jak np. Szwecja – równocześnie znajdować się w giełdowej awangardzie. Mało kto orientuje się też, że np. jedna z flagowych firm szwedzkiej gospodarki – Investor AB, od pokoleń związana z rodziną Wallenbergów, jest m.in. największym akcjonariuszem Nasdaq, Inc. z ok. 12 %, w praktyce pakietem kontrolnym w tej instytucji.

Tabela 1. Przekształcenia form prawnych giełd papierów wartościowych w latach 1993 - 2020

Nazwa giełdy	Rok przekształcenia
Stockholm Stock Exchange	1993
Helsinki Stock Exchange	1995
Copenhagen Stock Exchange	1996
Amsterdam Stock Exchange	1997
Borsa Italiana	1997
Australia Stock Exchange	1998
Iceland Stock Exchange	1999
Athens Stock Exchange	1999
Stock Exchange of Singapore	2000
Hong Kong Stock Exchange	2000
Toronto Stock Exchange	2000
London Stock Exchange	2000
Deutsche Boerse Stock Exchange	2000
The Nasdaq StockMarket	2000
Chicago Mercantile Exchange	2000

źródło: opracowanie własne

W omawianym okresie inną też wspólną cechą giełd tzn. bez większego znaczenia czy funkcjonowały jako podmioty publiczno – prawne czy w formule członkowskiej, był to, że działały jako podmioty typu non – profit. W momencie przekształceń w spółki prawa handlowego pojawiła się więc potrzeba zdefiniowania celu, a tym stała się już kategoria zysku. Jeszcze dobitniej została ona ugruntowana, kiedy spółki – giełdy zapragnęły same stać się spółkami publicznymi, czyli giełdowymi. W tym przypadku przetarcia szlaku dokonała jedna z dwóch najstarszych chicagowskich giełd towarowych, tj. założona w 1898 r. jako Chicago Butter and Egg Board – Chicago Mercantile Exchange. Po przeprowadzonej demutualizacji w 2000 r. akcje popularnego Merc`a w grudniu 2002 r. trafiły na giełdę nowojorską. Pięć lat później niejako, po sąsiedzku” przeprowadzono fuzję z jeszcze starszym parkietem towarowym, bo powstałym w 1848 r. – Chicago Board of Trade. Notowanym też od 2005 r. na New York Exchange, tworząc w ten sposób podwaliny pod dzisiejszą CME Group. Jednego z trzech (obok InternationalExchange i Cboe Global Markets) największych na świecie amerykańskich holdingów, skupiających w swoim portfelu regulowane rynki finansowe. W kontekście Cboe Global Markets właściciela m.in. pozagiełdowej platformy obrotu papierami wartościowymi BATS, warto choćby też wspomnieć, że korzenie tej instytucji sięgają 1973 r., kiedy to Chicago Board of Trade powołała do życia wyspecjalizowaną giełdę opcjami, tj.: – Chicago Board Option Exchange. Obecnie największym udziałowcem Cboe Holdings, Inc. z ok. 20% de facto kontrolnym pakietem akcji, jest potentatem rynku funduszy wspólnego inwestowania – Vanguard Group.

**Pierwsza oraz następną dekada XXI wieku, to bezprecedensowy pod względem skali oraz geograficznego zasięgu okres fuzji i przejęć wśród zorganizowanych rynków finansowych. Czyniący powagą i wielowymiarowym znaczeniem tych procesów zupełnie osobny temat, o którym innym razem szerzej też napiszemy.**

## Kiedy przejęcie oznacza początek nowego

W tym miejscu pragniemy zwrócić też uwagę, że nabycie, a praktycznie wchłonięcie przez większą strukturę gospodarczą – mniejszej, a nawet bardzo małej giełdy, wcale nie musi oznaczać bezwarunkowego zakończenia działalności tej drugiej, i to nawet w stricte rynkowym (operacyjnym) tego słowa znaczeniu.

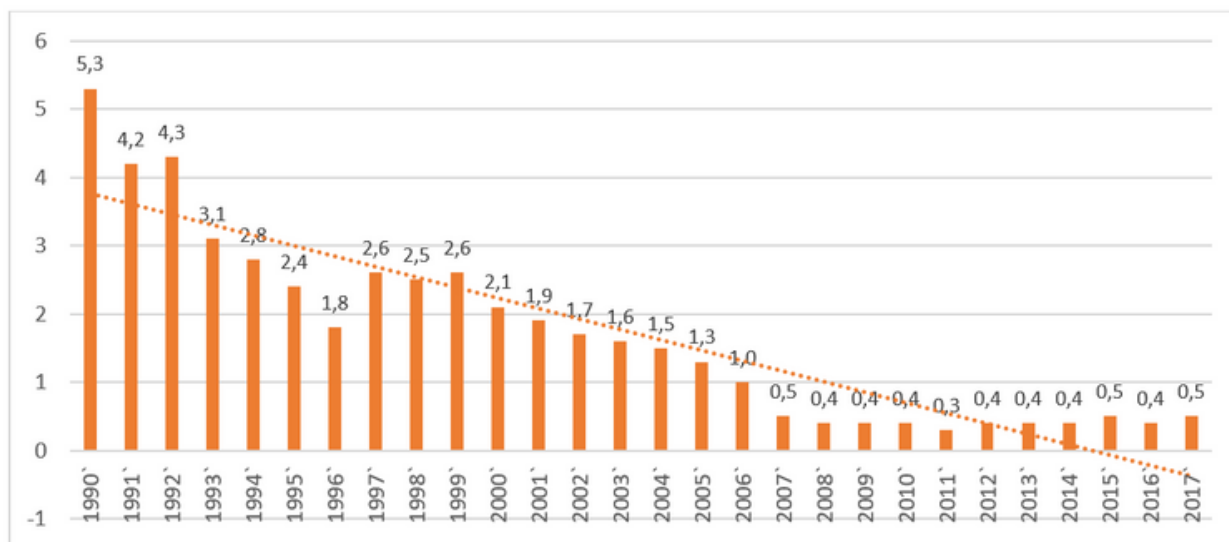
Pierwszym tego przykładem może być Chicago Stock Exchange. Ta założona w 1882 r. giełda papierów wartościowych, nigdy w przeciwieństwie do chicagowskich giełd towarowych, nie miała podobnej do swych nowojorskich odpowiedników, pozycji rynkowej. Mimo że siła jej oddziaływania nie ograniczała się tylko do stanu Illinois. W 1949 r. dzięki połączeniu giełdowych biznesów: St. Louis Stock Exchange (Missouri), Cleveland Stock Exchange (Ohio) i Minneapolis St. Paul Stock Exchange (Minnesota) stworzyła wspólnie z nimi Midwest Stock Exchange z siedzibą w Chicago. Dziesięć lat później podobnie postąpiono konsolidując New Orleans Stock Exchange (Louisjana). Przy wszystkich swoich obiektywnych zapewne ograniczeniach, odznaczała się, jakby nie było znaczącą ekspansywnością oraz nowatorskim podejściem do prowadzonej działalności. W 1978 r. uruchomiła system umożliwiający składanie zleceń pomiędzy giełdami, który od 1982 r. został do tego stopnia zautomatyzowany, że z czasem, tj. w 1987 r. pojawiła się nawet możliwość handlowania akcjami notowanymi na Nasdaq.

Niedługo po powrocie w 1993 r. do historycznej nazwy: Chicago Stock Exchange (w skrócie: CHX) wypracowano też nową specjalizację w postaci obrotu pierwszymi, pojawiającymi się wtedy ETF-ami (ang. Exchange Trade Fund). W odpowiedzi na dokonujące się u progu XXI stulecia uwypuklone powyżej przekształcenia branżowe, także CHX poddała się w 2005 r. procesowi demutualizacji. Umożliwiło to jej pozyskanie zupełnie nowych, wpływowych akcjonariuszy. Wśród nich znaleźli się m.in. Bank of America Corporation, Bear Stearns, E\*Trade, czy Goldman Sachs. Część z tych podmiotów od 1997 r. była też mniejszościowymi akcjonariuszami kontrolowanej kapitału przez Chińczyków spółki – Chongqing Casino Enterprise Group, która w 2016 r. próbowała przejąć Chicago Stock Exchange. Propozycja ta wywołała spore poruszenie w świecie amerykańskiej polityki i spotkała się ze stanowczą odmową ze strony tamtejszej Komisji Papierów Wartościowych. Obawiano się przede wszystkim tego, że przejęta giełda może stać się furtką dla szpiegostwa gospodarczego lub/i być potencjalnie łatwym polem działalności dla chińskich hakerów. Mających w ten legalny sposób, absolutnie niemal pełen dostęp do systemu amerykańskich finansów rynkowych. Wkrótce po tym ofertę, która została zaakceptowana w 2018 r., złożył wymieniony już branżowy potentat – Intercontinental Exchange (ICE), będący m.in. właścicielem New York Stock Exchange (NYSE)



Nabycia Chicago Stock Exchange miało być także aktem przejęcia ostatniego niezależnego parkietu w USA. Od lat borykającego się ze spadającym systematycznie wielkościami udziałów w giełdowym handlu w Stanach Zjednoczonych. O ile w 1990 r. partycypacja CHX w amerykańskim obrocie akcjami przekraczała jeszcze solidne 5 %, to w trakcie następnych 10 lat spadła do ok. 2 %, a do końca kolejnej dekady udział ten skurczył się do już ok. 0,5 % i mniej więcej na tym poziomie dryfował do momentu przejęcia.

Rysunek 1. Udział Chicago Stock Exchange w giełdowym handlu akcjami w USA w latach 1990 – 2017 (wartości podane w %)



Źródło: na podstawie Wall Street Journal

Aktualnie CHX funkcjonuje pod nową nazwą NYSE Chicago, i umożliwia składanie zleceń na elektroniczny handel instrumentami finansowymi notowanymi na różnych rynkach (np. dla ponad 4 tys. akcji). Będący atrakcyjną ofertą rynkową przeznaczoną głównie z myślą o obsłudze instytucjonalnych brokerów – dealerów. Poza tym pełni też rolę ważnego integratora środowiskowego dla inwestorów instytucjonalnych i emitentów, funkcjonujących w tej mocno historycznie zżytej z różnymi parkietami giełdowymi części USA.

Jeszcze ciekawiej, a w dodatku dość burzliwie, potoczyły się losy innej giełdy papierów wartościowych, zanim i ona ostatecznie (w 2016 r.) nie trafiła do „stajni” ICE – NYSE. Poza tym dodatkowej osobliwości dodaje tu fakt, że jej siedzibą przez 11 lat było również Chicago. Mowa jest o założonej w 1885 r. w Cincinnati – jako Cincinnati Stock Exchange, z późniejszą zmianą nazwy (w 2003 r.) na National Stock Exchange (NSX) oraz późniejszymi siedzibami, kolejno w Chicago (1995 –2006 ), a potem ostatecznie już Jersey City. Na przełomie XIX – XX wieku giełda z Cincinnati znana była jako przyjazne, spokojne miejsce obrotu papierami spółek linii kolejowych, banków czy instytucji ubezpieczeniowych.

Z kolei w swojej powojennej historii, znalazła się wśród pierwszych, które jeszcze z końcem lat 70. XX wieku zaczęły zdecydowanie odchodzić od tradycyjnych form zawierania transakcji giełdowych na rzecz pełnej ich automatyzacji. W 2011 r., czyli pięć lat po przeprowadzonej w 2006 r. demutualizacji, giełda z Jersey City została zakupiona przez Cboe Global Markets, która jednak w 2014 r. ze względu na bardzo niski udział w obrotach w skali kraju (ok. 0,2 %) zawiesiła jej działalność. Wówczas pojawił się na nią kolejny kupiec, którym okazała się nowojorska firma OpenMatch Holdings. Ta zaś, z końcem 2015 r. postanowiła ponownie wznowić jej operacyjną działalność, lecz w 2016 r. zapadła ostateczna decyzja, aby jednak giełdę definitywnie odsprzedać grupie kapitałowej ICE – NYSE. W momencie nabycia NSX przez OpenMacht Holdings wartość transakcji wyceniano na kwotę od 3 do 5 mln USD, w momencie natomiast jej zbycia do grupy ICE – NYSE, nieoficjalnie podawano sumę rzędu 70 mln USD. Co też ciekawe przy transakcji zakupu w 2014 r. doradcą OpenMacht była firma Matrix Advisors, należąca do Richarda Fulda, ostatniego szefa banku Lehman Brothers, od upadku którego, jak pamiętamy, na dobre rozpoczął się w 2008 r. ogólnoswiatowy kryzys finansowy. Tak czy inaczej, interes, w którym doradzał R. Fuld, zrobił OpenMatch Holdings na handlu giełdą wręcz znakomity.

Okres po rzeczonym wznowieniu działalności, przypadający na lata 2016 – 2017 okazał się też bardzo istotny dla dalszych losów, tak Chicago Stock Exchange, jak i jeszcze bardziej National Stock Exchange. W tym czasie dość głośno już było o ambitnych, nowatorskich pomysłach na giełdowy biznes ze strony IEX Group. Firmie utworzonej w 2013 r. przez przedstawicieli środowiska tzw. „szybkich chłopców” (Flash Boys), sportretowanych w książce o tym samym tytule (2014 r.) przez Michaela Lewisa, autora m.in. takich bestsellerów jak: „Pokera kłamców” czy „Moneyball”. W 2016 r. IEX Group otrzymała licencję na prowadzenie giełdowego obrót papierami wartościowymi i zaczęła pracować nad nowymi produktami i usługami.

Takie właśnie działanie matych, lecz innowacyjnych konkurentów miało skłonić „team” NYSE – ICE do znalezienia dla przejmowanej NSX a potem CNX nowych ról. Jako ważnych „laboratoryjnych” zapleczy opracowujących m.in. nowe strategie cenowe czy sposoby skutecznego kierowania reklam do różnych typów inwestorów. Przestanki ku temu były tym bardziej zachęcające, że NSX podobnie, jak CHX dysponowały też ważnymi licencjami na prowadzenie giełdy papierów wartościowych w USA. Na które w innym przypadku, należałoby czekać co najmniej jakieś dwa lata. Dla wielu ekspertów, to właśnie możliwość posiadania gotowych zezwoleń, były wówczas kluczowymi wartościami w nabyciu giełd z Chicago i Jersey City.

Obecnie NSX funkcjonuje też z częściowym zachowaniem historycznej nazwy, jako NYSE National. Oprócz prac laboratoryjnych realizowanych na potrzeby grupy kapitałowej ICE, jest postrzegana jako atrakcyjne miejsce handlu dla inwestorów, dla których priorytetem jest omijanie kosztów związanych z usługami płynnościowymi, a jednocześnie zależy im na szybkości dokonywania transakcji.

### **Koniec z „Super Bowl” na parkiecie**

Przedstawiony zarys dziejów NSX i CNX o tyle jest też wart przypomnienia, że w losach tych giełd, niczym jak w przysłowiowej soczewce skupiła się historia awangardowych nurtów branżowych kilku minionych dziesięcioleci.

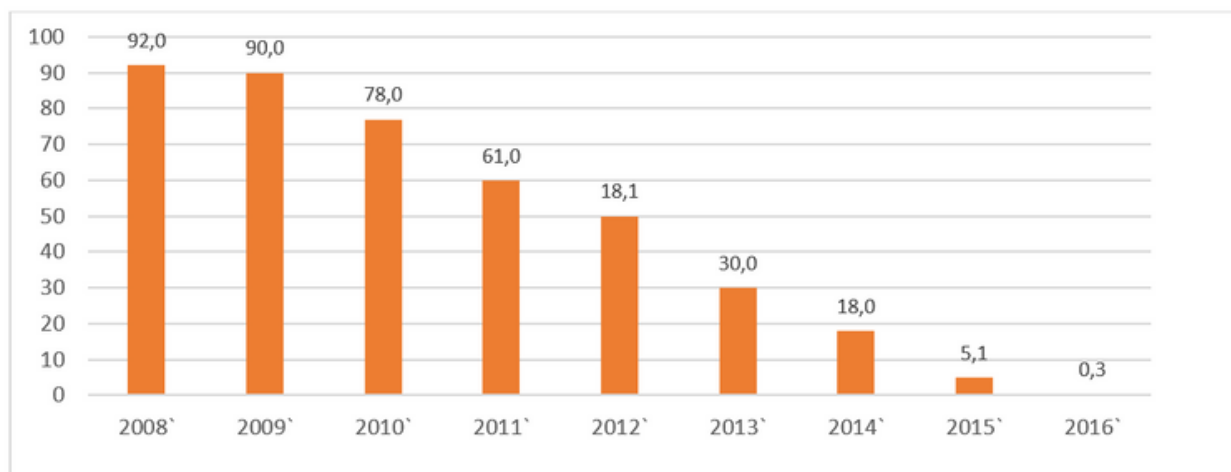
Niemal równolegle do scharakteryzowanych powyżej wydarzeń, wraz z dokonującym się postępowaniem technologicznym – trwa nieprzerwanie rozpoczęty jeszcze w latach 80. zeszłego stulecia, proces przemian polegających na odchodzeniu od tradycyjnego handlu parkietowego (floor trading), gdzie zgromadzeni w danym miejscu i czasie maklerzy za pomocą słów i wystandaryzowanych gestów bezpośrednio między sobą zawierają transakcje giełdowe. Handel prowadzony w tej formule, nazywany jest open outcry trading. National Stock Exchange oraz Chicago Stock Exchange już w latach 80. XX wieku na dobre zaczęły istotnie ograniczać tę metodę prowadzenia handlu, a NSX pełną automatyzację w zakresie zawierania transakcji za pośrednictwem elektronicznego ekranu osiągnęła w 1985 r.

W następnej dekadzie tego typu tendencja zaczęła zataczać coraz szerszy krąg, tak na giełdach papierów wartościowych, jak i na ich odpowiednikach towarowo – surowcowych, gdzie handel określonymi walorami zaczął funkcjonować równolegle, czyli w fizycznej i elektronicznej postaci. Warto w tym kontekście przypomnieć, że reaktywowana w 1991 r. warszawska GPW wystartowała wprawdzie z instytucją maklera giełdowego, lecz od razu zaczęła funkcjonować w oparciu o komputerowy system przekazywania zleceń. Rzecz w tym, że na rozwiniętych i nieprzerwanie zazwyczaj funkcjonujących rynkach giełdowych, likwidacja handlu parkietowego nie sprowadza się tylko do podłożenia w miejsce „krzyku i gestu” – elektronicznej technologii.

Ów pełen zgiełku, hałaśliwy parkiet krzyczących oraz sygnalizujących zlecenia maklerów, to część instytucjonalnego dziedzictwa, do likwidacji którego nie wszystkim kierującym giełdami musi się aż tak bardzo spieszyć. Pozostawiając często te niewątpliwie nie łatwe decyzje – swoim następcom. Poza tym jest tu też i czynnik ludzki, czyli miejsca pracy, które mają swoją niezaprzeczalną wartość, a nie wszyscy w odmiennej rzeczywistości mogą się odnaleźć. W poprzedniej dekadzie na ten niełatwy krok zdecydowały się na przełomie lat 2016/2017 władze CME Group, wydając decyzję o zakończeniu handlu parkietowego na NYMEX (New York Mercantile Exchange) oraz zaniechaniu przeprowadzania też w ten sposób aukcji sera w 2017 r. przez Chicago Board of Trade. W jednym i drugim przypadku kluczowym czynnikiem okazała się faktyczna marginalizacja obrotów w całości handlu prowadzonego w ramach tych instytucji.

Następnie przyszedł COVID - 19, która praktycznie zawiesił handel na parkiecie, ale już po jego najostrejszej fali, szefowie CME Group w 2021 r. poinformowali, że większość funkcjonujących jeszcze w tej „staromodnej” formule rynków (np. kontraktów na soję, pszenicę czy mięsa) nie wróci już do poprzedniej postaci. Wyjątek z zachowaniem pandemicznego dystansu zrobiono wtedy dla obrotu opcjami eurodolarowymi.

Rysunek 2. Udział handlu parkietowego opcjami w całych obrotach tymi instrumentami na NYMEX (wartości podane w %)



Źródło: na podstawie Wall Street Journal



Po drugiej stronie Atlantyku, choć chyba nie tylko, bo London Metal Exchange (LME) jest przecież od 2012 r. kontrolowana kapitałowo przez z Hong Kong Exchanges and Clearing Limited, w okresie pandemii również zaczęto się przymierzać do wyjścia „z ringu”. The Ring jest kluczowym punktem cenowym w globalnym przemyśle metali, w którym traderzy zawierają transakcje w bezpośrednim kontakcie za pomocą głosu i ręcznych sygnałów.

Covid – 19 wymusił okresowe przeniesienie handlu do zapasowej siedziby w Chelmsford w hrabstwie Essex, niemniej obrót metalami zaczęto też równolegle rozwijać w sieci. Decyzję tę było podjąć tym łatwiej, że już w 2019 r. zaczęto testować elektroniczne formy zawierania transakcji. Ówczesne sprawdziany wypadły przynajmniej zadawalająco. Niebawem stało się to istotnym argumentem na rzecz zmiany docelowej formy prowadzenia londyńskiego handlu metalami w ten właśnie sposób.

Naturalnie nie stoi za tym sama tylko chęć walki z tradycją, ale konkretne tendencje rynkowe. Uwypuklone w czasie pandemii, która i tutaj okazała się jeszcze jednym katalizatorem przemian.

*Tabela 2. Średni dzienny obrót wolumenowy (w lotach\*) na LME, 3-miesięcznymi kontraktami na wybrane metale, w Ringu w okresie poprzedzającym pandemię COVID – 19 oraz dla obrotu elektronicznego w okresie pandemicznego zawieszenia handlu ringowego w Londynie*

Nazwa metalu	Ring	Obrót elektroniczny
Aluminium	324	746
Cynk	173	478
Ołów	91	294
Nikiel	116	268
Miedź	96	257

*Źródło: na podstawie danych LME; \*lot to wolumenowa jednostka transakcyjna, np. dla kontraktów na miedzi (klasy A) wynosi 25 ton.*

Pewną natomiast osobliwością jest, że czas przeprowadzanych testów, poniekąd jakby zbiegł się z wprowadzeniem zakazu spożywania przed sesją alkoholu przez uczestników prowadzonego w ringu handlu. Od wielu lat na LME obowiązywał wprawdzie kodeks tradera zakazujący m.in. „niechlujnego i nadpobudliwego zachowania pod wpływem alkoholu”, sankcjonujący takie wykroczenie grzywną (do 5 tys. USD), ale „twardego” zakazu spożywania trunków przez 142 lata działalności giełdy, jako takiego nie było. Ze „wspomaganiem” czy bez, praca tradera na giełdowym parkiecie czy w ringu, wiąże się zawsze z dużym wysiłkiem fizycznym. David Greenberg, były członek zarządu NYMEX oraz weteran parkietu na tej giełdzie, odwołując się do czasów kiedy na powierzchni liczącej 25 tys. stóp kwadratowych, tj. ok 2,4 tys. m<sup>2</sup>, tłoczyło się z tysiąc handlujących, postuluje się obrazowym, sportowym porównaniem. Mówić wprost, że w takich warunkach „codzienne chodzenie do pracy było jak udział w Super Bowl”.

## Konkurencja przenosi się w chmury

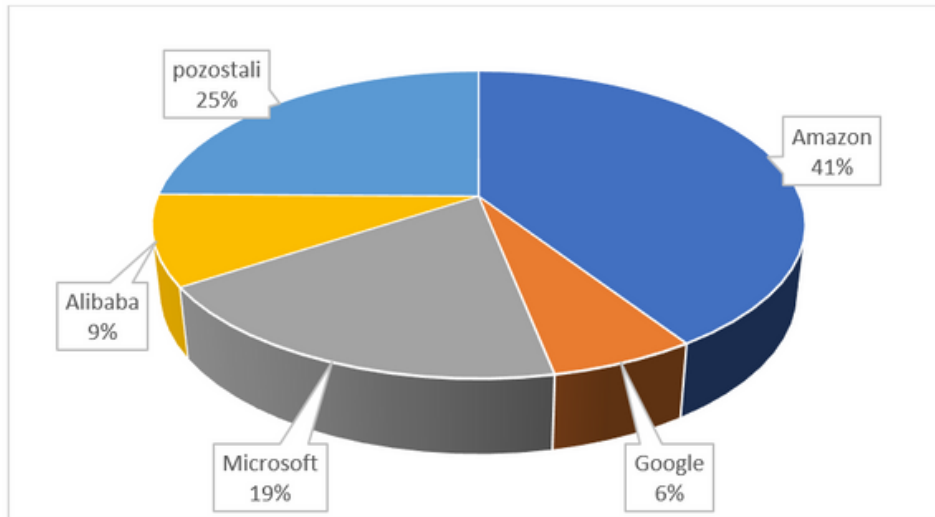
Zmiany własnościowe, wejścia na giełdy, fuzje i przejęcia czy zmiana systemu transakcyjnego, to najistotniejsze wydarzenia i tendencje jakim poddany został sektor regulowanych rynków finansowych na przestrzeni dwóch pierwszych dekad tego stulecia. Ta dekada i następne będą te wektory przeobrażeń zapewne kontynuować. Niemniej ostatnie trzy lata to czas uwypuklania się także nowych procesów, które teoria biznesu definiuje jako integracja pozioma, choć słowo „symbioza” byłoby chyba tutaj nie mniej adekwatne.

Najpierw, tzn. w 2020 r pojawiły się informacje o możliwości przejęcia przez ICE jednego z liderów globalnego e-commerce, tj. eBay-a. Wprawdzie ostatecznie nic z tego nie wyszło, lecz warto przypomnieć motyw pod kątem, którego tę akwizycję rozważano, tzn. zaawansowanie technologiczne w zakresie kojarzenia popytu i podaży na wielką skalę. Swego czasu eBay był jednym z globalnych liderów w zakresie przeprowadzania aukcji elektronicznych. Następnie w 2021 Google (tj. Alphabet, Inc.) zainwestował kwotę 1 mld dolarów w CME Group, a ruch ten poprzedziła strategiczna 10-letnia umowa dotycząca przeniesienia infrastruktury technologicznej do chmury obliczeniowej prowadzonej przez Google Cloud.

Nabycie akcji operatora giełdowego za kwotę 1 mld USD, było największą (jednorazową) inwestycją kapitałową Google (Alphabet) w sektorze finansowym. Nie brakuje głosów, że wpływ na tę decyzję miał też późniejszy na tle konkurentów – start Google w biznesie technologii chmurowej, przekładające się na ok. 6% udział w rynku. W którym najsilniejszą od lat pozycję na poziomie ok. 40% utrzymuje ciągle Amazon. To właśnie na chmurę Amazona kilka tygodni po transakcji Google – CME Group, zdecydował się przenieść najważniejszą, czyli północnoamerykańską (czyli bez giełd Skandynawii i Krajów Bałtyckich) część swojego biznesu – Nasdaq.

Numerem dwa w branży usług chmury technologicznej jest natomiast Microsoft. Pod koniec 2022 r. ogłoszono, że do gry na tym polu postanowił właśnie dołączyć też tandem Microsoft – London Stock Exchange Group (LSEG). Technologiczny gigant ma docelowo objąć 4% akcji londyńskiej giełdy (na drodze odkupu od dotychczasowych inwestorów instytucjonalnych), z kolei giełda na mocy 10-letniej umowy, „zamieszka” w chmurze Microsoftu.

Rysunek 3. Struktura udziałów w globalnym rynku chmury obliczeniowej (w 2021 r.)



Źródło: na podstawie Wall Street Journal

W ocenie analityków wsparcie Microsoftu wcale nie będzie ograniczało się do usług chmurowych, lecz w nie mniejszym stopniu może przyczynić się do umocnienia pozycji w najistotniejszym dla LSEG segmencie usług, a tym z ok. 70 % udziałem w strukturze przychodów, jest obszar dystrybucji i publikacji informacji giełdowych (rynkowych) oraz analityka danych. Biorąc pod uwagę, że przy objęciu wspomnianego 4-procentowego pakietu akcji londyńskiej giełdy stroną podażową ma być Blackstone, uważa się, że LSEG może w istotny sposób nadszarpnąć pozycję rynkową Bloombergu.

W 2018 r. Blackstone Group nabył większościowy pakiet udziałów w dywizji danych finansowych Thompson Reuters, a po przemianowaniu go na Refinitiv, niedługo potem sprzedał tę działalność giełdzie londyńskiej (za 15 mld USD). Wkrótce jednak okazało się, że procesy integracyjne napotykają spore problemy. Teraz oczekuje się, że ze wsparciem Microsoft, jako strategicznego partnera (i akcjonariusza), biznes ten będzie można nie tylko usprawnić, ale też znakomicie rozwinąć.

Tabela 3. Struktura rodzajowa przychodów London Stock Exchange, Nasdaq oraz ICE Group w latach 2020 – 2021

Źródła przychodów	London Stock Exchange		Nasdaq		ICE Group	
	w mln GBP	%	mln USD	%	mln USD	%
<b>2020</b>						
Informacje i dane	4 653,0	68,8	908,0	16,1	545,4	11,2
Obsługa transakcji	1 170,0	17,3	3 832,0	68,2	3 897,4	79,8
Usługi potransakcyjne	915,0	13,5	530,0	9,4	--	--
Inne	29,0	0,4	375,0	6,3	440,8	9,0
<b>2021</b>						
Informacje i dane	4 609,0	67,7	1 076,0	18,3	576,9	12,3
Obsługa transakcji	1 255,0	18,4	3 707,4	63,0	3 765,1	80,3
Usługi potransakcyjne	913,0	13,4	613,0	10,4	--	--
Technologie rynkowe	34,0	0,5	463,0	7,9	347,0	7,4
Inne			27,0	0,5		

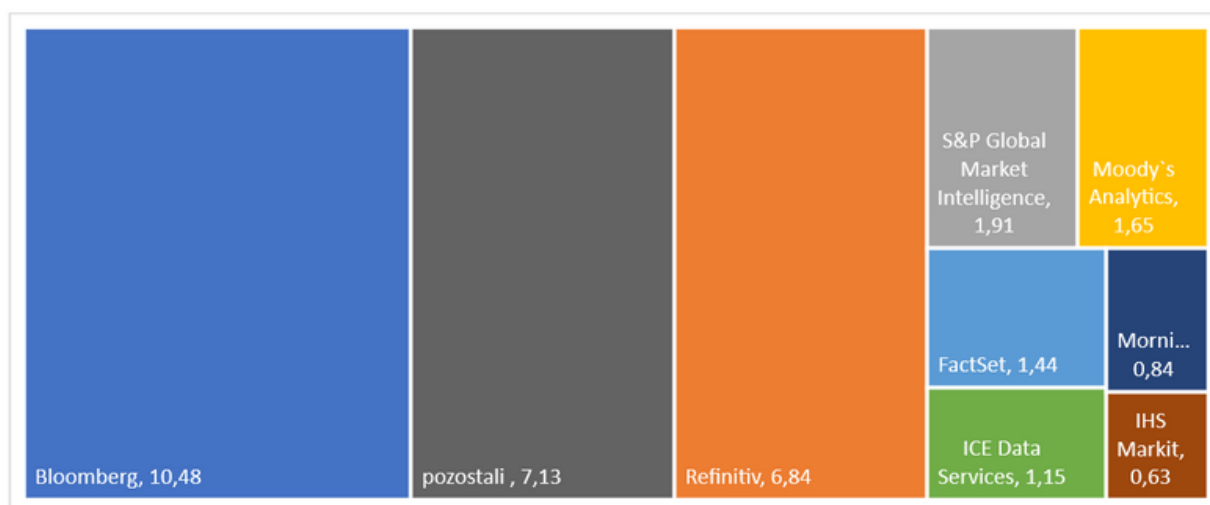
Źródło: na podstawie danych ze spółek

Strategia London Stock Exchange Group od dawna bowiem ukierunkowana jest na segment informatyczny – informacyjny, który już w pierwszej dekadzie tego stulecia kształtował się generował ok. 50 % przychodów londyńskiej giełdy – spółki. W przeciwieństwie do zmiennego koniunkturalnie i coraz bardziej nisko marżowego biznesu giełdowego (za sprawą ofert platform transakcyjnych), stanowi on stabilne źródło przychodów na konsolidującym się też sukcesywnie rynku. Generalnie tą ścieżką zaczyna podążać już konkurencja. Jak można zauważyć (tab. 2) na tym polu znajduje się ona jeszcze daleko za LSEG, lecz trend jest zauważalny. W tej sytuacji wsparcie ze strony Microsoft powinno Londyńczykom dać dużo większy komfort.

W 2019 r., a więc tuż przed pandemią, roczne globalne obroty w branży dostawców terminalowych danych rynkowych wynosiły nieco ponad 32 mld dolarów. Z tego dwaj najwięksi gracze, tj. Bloomberg oraz Refinitiv kontrolowali ok. 53 % rynku, w wysokości odpowiednio: 33 % oraz 20%. Trzeci gracz S&P Global Market Intelligence (grupa Dow Jones & Co./„The Wall Street Journal”) miał prawie 6 % rynku, ale udział ten w 2020 r. powiększył co najmniej o jakieś 2 % za sprawą zakupu IHS Markit.



Rysunek 4. Wartości obrotów największych graczy w globalnej branży dostaw danych rynkowych (w 2019 r.)



Źródło: na podstawie danych Burton – Taylor

Kwota jaką zapłacono za IHS Markit wynosiła 44 mld USD, a celem transakcji nie była oczywiście część rynku usług z danymi rynkowymi, ale cały potencjał intelektualno – technologiczny tej firmy, powstałej na bazie połączonego w 2016 r. biznesu IHS i Markit. Ten drugi został założony w 2003 r. (w spartańskich warunkach pod Londynem) przez Lance`a Uggla, byłego dyrektora TD Securities, myślą o klientach bankowych zdegrustowanych brakiem przejrzystych informacji o nieprzejrzystym rynku instrumentów pochodnych. W 2014 r. Markit wszedł na giełdę pozyskując w ramach IPO ok. 1,3 mld dolarów. Jakby na to nie patrzeć instytucja giełdy to niekończące się zmiany i nieograniczone wręcz ciągle możliwości.

# Prem Watsa – kanadyjski Warren Buffett

Jest jednym ze współczesnych inwestorów, często porównywanym do Warrena Buffetta. I w opinii autora jest jednym z dwóch inwestorów w Kanadzie, których warto poznać. Stworzył niemalże od zera Fairfax Financial Holdings Limited – holding finansowy o kapitalizacji 16,24 miliardów USD. Przedstawiamy sylwetkę Prema Watsy, kanadyjskiego przedsiębiorcy i inwestora, którego majątek według Forbesa szacowany jest na 1,1 miliarda dolarów.



Źródło: 1  
[https://horatioalger.ca/fr/haa\\_members/v-prem-watsa-2/](https://horatioalger.ca/fr/haa_members/v-prem-watsa-2/)

Prem Watsa urodził się w Hyderabard w Indiach w 1950 roku. Uczęszczał do Hyderabard Public School oraz do Indian Institute of Technology Madras, gdzie ukończył studia z zakresu inżynierii chemicznej. Był tam jednym z wyróżniających się studentów. Później przeniósł się do Londynu w prowincji Ontario w Kanadzie (mieszkał tam już jego brat) i podjął naukę w Richard Ivey School of Business na University of Western Ontario, gdzie zdobył tytuł MBA. Watsa opuścił Indie z 8 dolarami, sprzedawał piece i klimatyzatory, aby zarobić na swoją edukację.

Tak wspomina swoje początki:



*Mój ojciec był nauczycielem i dyrektorem szkoły w Hyderabard. Nie wiedziałem nic o biznesie, o którym nie mówiło się w moim rodzinnym domu. Mówiło się dużo o edukacji. Byłem dobry z chemii i za namową ojca zacząłem ją studiować. Gdy miałem 22 lata, również za namową ojca wyjechałem do Kanady. Nie miałem wówczas pieniędzy ani pewności, czy byłbym dobrym przedsiębiorcą.*

Po ukończeniu studiów rozpoczął pracę w firmie ubezpieczeniowej Confederation Life. Choć posiadał już tytuł MBA, to właśnie w Confederation Life uczył się inwestowania. Na polecenie swojego przełożonego zapoznał się z zasadami inwestowania w wartość, sformułowanymi przez Benjamina Grahama. Wywarły na nim tak silny wpływ, że dał swojemu synowi na imię Ben. Zarządzając aktywami w spółce ubezpieczeniowej, nie zarabiał wiele. Było to przyczyną rozpoczęcia pracy na własny rachunek. Najpierw dołączył do niewielkiej spółki, a następnie, dzięki zbudowanym wcześniej relacjom z klientami i ponadprzeciętnym wynikom inwestycyjnym pozyskał 50 mln aktywów. We wczesnych latach osiemdziesiątych studiował inwestycje Warrena Buffetta, o którym wówczas mało kto słyszał. „Poszedłem na walne zgromadzenie akcjonariuszy Berkshire Hathaway. Obecnie co roku uczestniczy w nim około 40 tysięcy osób. Kiedy ja zacząłem uczestniczyć w walnych zgromadzeniach w 1981, 1982, 1983 roku było to zaledwie 200 osób.” Była to doskonała okazja, aby osobiście spotkać największego inwestora w historii i uczyć się od niego. Następnie Prem Watsa poznał kolejnego nieprzeciętnego inwestora, Francisa Chou. On również studiował inwestycje Buffetta i zaznajomił naszego bohatera z zasadami działania firm ubezpieczeniowych. Szczególnie istotne dla przyszłości Prema Watsy okazało się pozyskanie wiedzy na temat gromadzenia tzw. Float, czyli środków pieniężnych uzyskanych ze składek, z których firma ubezpieczeniowa spłaca roszczenia klientów w przyszłości. W międzyczasie środki powierzone przez klientów można inwestować, co wykorzystuje, chociażby Warren Buffett w swoim Berkshire Hathaway. Niedługo później pojawiła się okazja przejęcia Merkel Financial - niewielkiej spółki ubezpieczającej samochody ciężarowe, będącej w trudnej sytuacji. Prem Watsa, aby przejąć kontrolę, musiał pozyskać pięć milionów dolarów. Pierwsze dwa miliony pozyskał dzięki dotychczasowym relacjom, wykonując siedem telefonów. Z kolejnymi trzema milionami już nie poszło tak łatwo. Żaden bank nie chciał pożyczyć trzech milionów osobie bez doświadczenia w zarządzaniu podmiotem ubezpieczeniowym. W ostateczności Prem Watsa zwrócił się o pożyczkę brakującej kwoty do Confederation Life, w której pracował przez 8 lat. Spółka udzieliła mu pięcioletniej pożyczki, którą dzięki umiejętnemu zarządzaniu spłacił już po roku.

## Fairfax Financial Holdings Limited

Nowo przejęta spółka zmieniła nazwę na Fairfax Financial Holdings Limited (Fairfax to skrót od fair, friendly acquisitions). Spółka rozwijała się dzięki akwizycjom, emisjom akcji i ochoczo wykorzystywanej dźwigni finansowej. Przejmowane były kolejne podmioty, często podupadające firmy ubezpieczeniowe. Powstał międzynarodowy holding finansowy, który zajmuje się działalnością ubezpieczeniową, reasekuracyjną i inwestycyjną.

Fairfax posiada spółki zależne w wielu krajach, m.in. w Chinach, Brazylii, Wielkiej Brytanii i chociażby w Polsce. Polskie Towarzystwo Reasekuracji S.A. to spółka w całości posiadana przez Fairfax. Spółka prowadzi działalność reasekuracyjną na rynkach Europy Środkowej i Wschodniej.

- Inne spółki Fairfax to m.in.:
- Northbridge Financial z siedzibą w Toronto;
- Odyssey Group z siedzibą w Stamford, Connecticut;
- Crum & Forster mieszczące się w Morristown, New Jersey;
- Zenith National w Woodland Hills, California;
- Brit w Londynie, Anglia;
- Allied World z siedzibą w Pembroke, Bermudy;
- Falcon Insurance, której siedzibą jest Hong Kong;
- Pacific Insurance w Malezji

Jako kluczowy czynnik swojego sukcesu spółka wskazuje wzrost wartości float oraz float na akcję. Wartość float zwiększyła się z 13 mln dolarów w 1985 roku do 29,6 miliardów dolarów na koniec 2022 r. W 2022 roku float urósł o 14%. miliarda. Przypomnę, że są to środki, które spółka może inwestować, zanim wypłaci roszczenia klientom.

Akcje Fairfax Financial Holdings Limited notowane są na giełdzie w Toronto oraz w USA. Wartość księgowa Fairfax Financial Limited rosła od 1985 roku 18% średniorocznie wyłączając dywidendy. W 2022 roku wartość księgowa Fairfax obniżyła się z 21,315 mld USD w 2021 r. do 20 335 mld USD, jednak w przeliczeniu na akcję wzrosła z 630,6 dolara w 2021 r. do 657368 dolara w 2022 r. (przy 1).

## Inwestycje holdingu

Od 1985 roku portfelem inwestycyjnym spółek należących do holdingu Fairfax zarządza Hamblin Watsa Investment Counsel.

Na dzień 31 grudnia 2022 r. ubezpieczeniowe i reasekuracyjne spółki holdingu posiadały inwestycje portfelowe o wartości 52,2 mld USD (z wyłączeniem portfela Fairfax India o wartości 1,9 mld USD), z czego 9,4 mld USD stanowiły środki pieniężne i inwestycje krótkoterminowe, a 28,6 mld USD krótkoterminowe papiery wartościowe o stałym dochodzie. W 2022 r. firma wykorzystwała istniejące środki pieniężne oraz wpływy ze sprzedaży i zapadalności krótkoterminowych inwestycji do zakupu głównie amerykańskich obligacji skarbowych i kanadyjskich obligacji rządowych o terminie zapadalności od 1 do 3 lat, kanadyjskich obligacji prowincjonalnych, krótkoterminowych obligacji korporacyjnych wysokiej jakości oraz kredytów hipotecznych, zwiększając przychody z tytułu odsetek i dywidend w 2022 r. i uzyskując bieżącą stopę zwrotu w wysokości około 1,5 mld USD rocznie.

1. Fairfax Financial Holdings Limited: Financial Results for the Year Ended December 31, 2022, <https://www.globenewswire.com/news-release/2023/02/16/2610299/0/en/Fairfax-Financial-Holdings-Limited-Financial-Results-for-the-Year-Ended-December-31-2022.html>, dostęp w dniu 17.02.2022 r.

Portfel inwestycyjny spółki obejmuje rynki na całym świecie m.in. 3,5 miliarda USD zainwestowane w akcje na rynku Amerykańskim. Globalny portfel akcyjny spółki wart jest wg. Stanu na 31 grudnia 2022 r. 5,124mld. USD.

### **Zasady, którymi kieruje się Prem Watsa w inwestowaniu i biznesie.**

Prem Watsa pozostaje wierny klasycznym zasadom inwestowania w wartość, których uczył Ben Graham. Można je opisać w trzech prostych punktach:

1. Rynek jest po to, żeby ci służyć, a nie po to, żeby cię instruować.
2. Posiadaj mentalność właściciela – nie traktuj akcji jako papierków, którymi można spekulować, lecz jako udział w konkretnym biznesie.
3. Zachowaj margines bezpieczeństwa – kupuj tylko wtedy, gdy dyskonto jest wystarczająco wysokie (40 – 50% wartości wewnętrznej)

Prem Watsa pozostawał także pod wpływem Warrena Buffetta, ponieważ ustrukturyzował swój holding jako grupę zdecentralizowanych spółek na wzór struktury Berkshire Hathaway. Przejmując daną spółkę, najczęściej pozostawia w niej dotychczasowych menedżerów i daje im autonomię. Podobnie jak Berkshire Hathaway prowadzi działalność ubezpieczeniową i wykorzystuje float w działalności inwestycyjnej.

Innym znanym inwestorem, którego często cytuje Prem Watsa jest John Templeton. Podobnie jak on inwestuje w różnych miejscach świata. Uważa też, że nawet najlepszy inwestor myli się 1/3 razy.

Podczas wykładu dla studentów Ivey Business School z 2011 roku Prem Watsa opowiedział o swoich doświadczeniach oraz wskazał pożądane cechy dobrego analityka i inwestora.

#### **„Jakie są cechy dobrego analityka?**

**Czy musisz być ponadprzeciętnie inteligentny?**

**Nie.**

**Czy musisz ciężko pracować?**

**Jeśli kochasz biznes i pasjonujesz się nim, nie będzie to dla ciebie praca. Możesz spędzać nad nim wiele czasu.**

Jednak kluczowym czynnikiem jest odwaga, aby trzymać się swoich przekonań. Co to oznacza? Przypuśćmy, że kupiłeś akcje po 10 dolarów. Następnie rynek spadł i twoje akcje notowane są po pięć dolarów. Rynek mówi, że się mylisz. Kupiłeś po 10, myśląc, że jest warta 20, a kurs spadł na 5. Czy zmienisz zdanie? Czy powiesz Nie obchodzi mnie, że spadło do pięciu. Kupię więcej? To jest najtrudniejsza część. Jeśli miałbym wskazać jeden czynnik, obserwację, którą miałem, jest to zdolność do kupowania, gdy akcje spadają. To bardzo trudne dla większości ludzi. Niektórym zaś przychodzi to naturalnie. Większość inwestorów kupuje coś za 10, a gdy cena spadnie do pięciu myśli, że popełniło błąd. Co my robimy, kiedy kupujemy coś za 10? Zadajemy sobie pytanie, dlaczego kupiliśmy po dziesięć? Wypisujemy powody, tezy inwestycyjne. Gdy kurs osiągnie pięć dolarów, wracamy do tej listy i weryfikujemy tezy inwestycyjne. Czy wszystkie są aktualne? Mogą pojawić się jakieś przejściowe problemy, ale jeśli nasze tezy są aktualne, kupujemy więcej. Należy być zorientowanym na wartość i nie podążać za tłumem. Gdy cena akcji spadnie do pięciu dolarów, pojawi się dwudziestu analityków, którzy powiedzą ci, że cena jest właściwa i nie powinieneś kupować. Mówisz wtedy Wy się mylicie, wykonałem swoją pracę i znam wartość.

## Pozostała działalność

Prem Watsa zaangażowany jest w działalność charytatywną. Jest członkiem rady nadzorczej The Hospital for Sick Children, członkiem rady doradczej Richard Ivey School of Business, członkiem Rady Dyrektorów Royal Ontario Museum Foundation oraz przewodniczącym Komitetu Inwestycyjnego St. Paul's Anglican Church.



Opracował:  
Piotr Krasuski  
**Departament Analiz**  
Prosper Capital Dom Maklerski S.A.



# O NAS

Jesteśmy Firmą Inwestycyjną umożliwiającą naszym Klientom i Partnerom pozyskiwanie oraz inwestowanie kapitału. Na bazie wieloletniego doświadczenia naszego zespołu oraz aktualnej wiedzy rynkowej, dostarczamy rozwiązania dostępne na rynku kapitałowym m.in. za pośrednictwem Agentów Firmy Inwestycyjnej (AFI).

Przeprowadzamy emisje i dystrybucję instrumentów finansowych, takich jak: akcje, obligacje, certyfikaty Funduszy Inwestycyjnych Zamkniętych (FIZ) oraz jednostki uczestnictwa Funduszy Inwestycyjnych Otwartych (FIO) i Specjalistycznych Funduszy Inwestycyjnych Otwartych (SFIO). Ponadto realizujemy transakcje na rynku niepublicznym oraz świadczymy szereg usług poemisyjnych.

Jesteśmy Autoryzowanym Doradcą na rynku NewConnect i Catalyst oraz firmą partnerską GPW dla małych i średnich przedsiębiorstw. Współpracujemy z Instytutem Energetyki Odnawialnej w zakresie wsparcia dla przedsiębiorstw z branży odnawialnych źródeł energii (OZE).



## *Prowadzimy w pozyskiwaniu kapitału*



Dbamy o najwyższą jakość obsługi Klientów, dążąc do budowania długotrwałych, partnerskich relacji. W działaniach cenimy czas naszych Klientów, rzetelność informacji i elastyczność obsługi.



### NABYWANIE AKCJI

Przeprowadziliśmy emisję akcji Emitentów z sektora gamingowego, medycznego, med-techowego, rynku OZE czy finansowego, w zróżnicowanych typach transakcji.



### NABYWANIE OBLIGACJI

Specjalizujemy się w emisji obligacji Emitentów zarówno dla sektora nieruchomościowego, rynku OZE, jak i rynku pożyczkowo-windykacyjnego.



### OFERTA FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

Umożliwiamy Inwestorom obejmowanie certyfikatów z szerokiej oferty FIZ, FIO oraz SFIO.

# SKONTAKTUJ SIĘ Z NAMI!



## Prosper Capital Dom Maklerski S.A.

ul. Waryńskiego 3A  
00-645 Warszawa

22 201 11 30

wsparcie@pcdm.pl

REGON: 016637802

NIP: 5252199110

KRS: 0000065126

Kapitał zakładowy 8.306.691,00 zł w pełni opłacony



# ODWIEDŹ NAS!



**SOPOT** - Prosper Capital Investments sp. z o.o. s.k. Agent Firmy Inwestycyjnej, ul. Lipowa 12, 81-750 Sopot, biuro@prosperscapitalinvestments.pl

**SZCZECIN** - Prosper Capital Investments sp. z o.o. s.k. Agent Firmy Inwestycyjnej, ul. Tkacka 69; 70-556 Szczecin, biuro@prosperscapitalinvestments.pl

**POZNAŃ** - Prosper Capital Investments sp. z o.o. s.k. Agent Firmy Inwestycyjnej, ul. Dąbrowskiego 49/13; 60-842 Poznań, biuro@prosperscapitalinvestments.pl

**LUBIN** - Prosper Capital Investments sp. z o.o. s.k. Agent Firmy Inwestycyjnej, ul. Rynek 11; 59-300 Lubin

**WROCŁAW** - Łukasz Żurad „CoolInvest” Doradztwo Finansowe Agent Firmy Inwestycyjnej, ul. Kurkowa 8; 50-210 Wrocław; 696 621 512; lukasz.zurad@wp.pl

**WARSZAWA** - Prosper Capital Dom Maklerski S.A., ul. Waryńskiego 3A; 00-645 Warszawa; 22 201 11 30; wsparcie@pcdm.pl; **Oak Capital sp. z o.o. Agent Firmy Inwestycyjnej**, Migdałowa 4 lok.26/4 02-796 Warszawa; Biuro@oakcapital.pl; **Prosper Capital Investments sp. z o.o. s.k. Agent Firmy Inwestycyjnej**, al. Jana Pawła II 11, 00-823 Warszawa, biuro@prosperscapitalinvestments.pl

**OLSZTYN** - Prosper Capital Investments sp. z o.o. s.k. Agent Firmy Inwestycyjnej, ul. Kościuszki 43; 10-503 Olsztyn

**KRAKÓW** - Prosper Capital Investments sp. z o.o. s.k. Agent Firmy Inwestycyjnej, ul. Dobrego Pasterza 13; 31-416 Kraków

# NOTA PRAWNA



Niniejsza publikacja została opracowana oraz stanowi w całości własność intelektualną Prosper Capital Dom Maklerski S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Waryńskiego 3a, 00-645 Warszawa, wpisaną do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS: 0000065126, REGON: 016637802, NIP 5252199110, kapitał zakładowy 8.306.691,00 zł, opłacony w całości (dalej jako „Prosper Capital DM”).

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny i edukacyjny oraz nie jest elementem świadczenia usług doradczych, w szczególności doradztwa inwestycyjnego, finansowego, prawnego lub podatkowego, nie stanowią rekomendacji inwestycyjnej dot. instrumentów finansowych lub emitentów i nie powinien stanowić bezpośredniej podstawy do podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Przedstawiona publikacja nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora. Odbiorcy niniejszej publikacji, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej, powinni zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego. Żadna z informacji przedstawionych w niniejszej publikacji nie stanowi porady inwestycyjnej.

Jakiegokolwiek dane finansowe, historyczne porównania i przewidywania przedstawione w niniejszej publikacji nie są i nie mogą być pożytywane jako gwarancja ich osiągnięcia lub spełnienia w przyszłości. Informacje zostały opracowane przez autorów zgodnie z ich najlepszą wiedzą i doświadczeniem, z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad obiektywizmu w oparciu o ogólnodostępne informacje uznawalne jako wiarygodne, które mogą ulegać dezaktualizacji wraz z upływem czasu. Prosper Capital Dom Maklerski S.A. oraz pozostali autorzy materiału nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Niniejsza publikacja wyraża wiedzę autorów zgodnie ze stanem na dzień sporządzenia.