KOMISJA
NADZORU FINANSOWEGO
Komisja Egzaminacyjna
dla Doradców Inwestycyjnych

III ETAP EGZAMINU

NA DORADCĘ INWESTYCYJNEGO

EGZAMIN PISEMNY

2025 r.

Warszawa

Treść i koncepcja pytań zawartych w teście są przedmiotem praw autorskich i nie mogą być publikowane lub w inny sposób rozpowszechniane bez zgody Komisji Nadzoru Finansowego

Zadanie 1

(Za całe zadanie można otrzymać: od 0 do 100 pkt.; minimalna liczba punktów zaliczająca zadanie: 51 pkt.)

W świetle ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz zasad etyki zawodowej zawartych w Zasadach Etyki Zawodowej Maklerów i Doradców oraz Kodeksie Dobrej Praktyki Domów Maklerskich dokonaj oceny postępowania wszystkich osób w sytuacjach opisanych w punktach 1.1. – 1.4. Uwzględnij polecenia zawarte w treści każdego z punktów.

1.1. Szymon Lew (doradca inwestycyjny, Członek Zwyczajny Związku Maklerów i Doradców) jest zatrudniony jako doradca inwestycyjny w domu maklerskim. Przed rozpoczęciem pracy w domu maklerskim doradzał zarządowi spółki A w podejmowaniu długoterminowych decyzji inwestycyjnych. Pozyskał wtedy wiedzę o spodziewanych przez spółkę w najbliższej przyszłości problemach finansowych. Obecnie Szymon Lew nie doradza już zarządowi tej spółki.
Szymon Lew otrzymał polecenie przygotowania rekomendacji na rzecz dużego klienta domu maklerskiego dotyczącej nabycia znacznego pakietu akcji spółki A. Doradca przygotował oczekiwaną rekomendację, w której wykorzystał wiedzę o spodziewanych przez spółkę A w najbliższej przyszłości problemach finansowych. Doradca w rekomendacji nie ujął informacji o współpracy ze spółką A, ale ustnie poinformował o tym zarząd domu maklerskiego.

Oceń, czy w opisanym stanie doradca inwestycyjny Szymon Lew naruszył przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi i/lub zasady etyki zawodowej zawarte w Zasadach Etyki Zawodowej Maklerów i Doradców i Kodeksie Dobrej Praktyki Domów Maklerskich. Przedstaw stanowisko, uzasadniając swoją ocenę i odnosząc się do każdego z ww. dokumentów.

(od 0 do 25 pkt.)

1.2. Piotr Sowa (doradca inwestycyjny, Członek Zwyczajny Związku Maklerów i Doradców) jest zatrudniony w domu maklerskim MKL S.A. Piotra Sowa ma przygotować dla Klienta A rekomendację na temat spółki B.
Ma nastąpić fuzja spółek B i Z, przy czym nie jest to jeszcze informacja dostępna publicznie. Akcje spółki Z są notowane na rynku regulowanym. Piotr Sowa posiada wiedzę o planowanej fuzji, ponieważ uczestniczył w posiedzeniach zarządu domu maklerskiego MKL S.A., na których proces fuzji był omawiany (dom maklerski przygotowywał proces fuzji), ale sam bezpośrednio nie brał udziału w prowadzeniu analiz i przygotowywaniu dokumentów na ten temat.
Piotr Sowa przygotował dla Klienta A rekomendację, z której wynika, że Klient A powinien niezwłocznie nabyć akcje spółki B. Piotr Sowa rekomendację poparł danymi zawartymi w sprawozdaniach finansowych spółek B i Z zakładając przeprowadzenie fuzji tych spółek B i Z.

Oceń, czy w opisanym stanie doradca inwestycyjny Piotr Sowa naruszył przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi i/lub zasady etyki zawodowej zawarte w Zasadach Etyki Zawodowej Maklerów i Doradców i Kodeksie Dobrej Praktyki Domów Maklerskich. Przedstaw stanowisko, uzasadniając swoją ocenę i odnosząc się do każdego z ww. dokumentów.

(od 0 do 25 pkt.)

1.3. Paweł Kot (doradca inwestycyjny, Członek Zwyczajny Związku Maklerów i Doradców), zatrudniony w ZZ TFI S.A., otrzymał od kolegi Andrzeja Wolnego zatrudnionego w domu maklerskim informację o zaplanowanej wieloletniej inwestycji spółki C z sektora biopaliw, której akcje są notowane na rynku regulowanym. Zarząd spółki C nie przekazał jeszcze tej

informacji do publicznej wiadomości, a Paweł Kot nie ma pewności, czy inwestycja, o której się dowiedział dojdzie do skutku.
Andrzej Wolny jest również doradcą inwestycyjnym i Członkiem Zwyczajnym Związku Maklerów i Doradców.
Paweł Kot ma przygotować dla ZZ TFI S.A. rekomendacje dotyczące możliwych inwestycji środków gromadzonych przez fundusz inwestycyjny zarządzany przez towarzystwo w spółki z sektora meblowego, ponieważ taka jest polityka inwestycyjna tego funduszu.
Paweł Kot, bazując na pozyskanych od Andrzeja Wolnego informacjach, przygotował dla ZZ TFI S.A. analizy dotyczące sektora biopaliw i meblowego i na tej podstawie rekomendację dotyczącą wyboru inwestycji w sektorze biopaliw.

Oceń, czy w opisanym stanie doradcy inwestycyjni Paweł Kot i Andrzej Wolny naruszyli przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi i/lub zasady etyki zawodowej zawarte w Zasadach Etyki Zawodowej Maklerów i Doradców i Kodeksie Dobrej Praktyki Domów Maklerskich. Przedstaw stanowisko, uzasadniając swoją ocenę i odnosząc się do każdego z ww. dokumentów.

(od 0 do 25 pkt.)

1.4. Karol Wilk (doradca inwestycyjny, Członek Zwyczajny Związku Maklerów i Doradców) jest zatrudniony jako doradca inwestycyjny w domu maklerskim WB S.A.
Inwestor indywidualny K zgłosił do Karola Wilka pisemną skargę dotyczącą nabycia instrumentów finansowych. Pan K wskazał w skardze, że nie należy do grupy docelowej, do której kierowana była oferta nabycia tych instrumentów finansowych, a mimo to ww. instrumenty zostały mu zarekomendowane przez Karola Wilka. Po zapoznaniu się ze skargą Karol Wilk zadzwonił do Pana K i przypomniał mu o przeprowadzonym wspólnie teście dotyczącym analizy potrzeb klienta (APK), z którego wynikało, że pomimo, że Pan K nie został zaliczony do grupy docelowej, to ostatecznie Karol Wilk przyjął od niego do realizacji zlecenie nabycia ww. instrumentów jako zlecenia złożonego na wyraźne życzenie Pana K.
Karol Wilk uznał rozmowę telefoniczną z Panem K za wystarczającą i kończącą sprawę, a skargę za bezzasadną. Karol Wilk nie zarejestrował skargi Pana K w rejestrze skarg klientów domu maklerskiego WB S.A.

Oceń, czy w opisanym stanie doradca inwestycyjny Karol Wilk naruszył przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi i/lub zasady etyki zawodowej zawarte w Zasadach Etyki Zawodowej Maklerów i Doradców i Kodeksie Dobrej Praktyki Domów Maklerskich. Przedstaw stanowisko, uzasadniając swoją ocenę i odnosząc się do każdego z ww. dokumentów.

(od 0 do 25 pkt.)

Zadanie 2

(Za całe zadanie można otrzymać: od 0 do 100 pkt.; minimalna liczba punktów zaliczająca zadanie: 51 pkt.)

Fundusz inwestycyjny zamierza włączyć nową akcję do swojego portfela i poprosił w tym celu doradcę inwestycyjnego o zarekomendowanie kupna akcji jednej z trzech spółek, rozważanych jako potencjalnie możliwa inwestycja.
Syntetyczne zestawienie podstawowych danych rynkowych dotyczących rozważanych akcji przedstawia tabela 1.

Tabela 1. Podstawowe dane rynkowe o akcjach spółek

	Spółka A	Spółka B	Spółka C
Obecna rynkowa cena akcji (zł)	30,00	35,00	55,00
Współczynnik beta	1,5	1,0	0,7

Oczekiwana roczna stopa zwrotu z portfela rynkowego wynosi 15%, zaś roczna stopa zwrotu z aktywów wolnych od ryzyka wynosi 5%.
Ponadto doradca posiada dodatkowe informacje o spółkach, opisane poniżej.

Spółka A
Oczekiwany zysk na akcję spółki A za rok od chwili obecnej wynosi $EPS_1 = 6{,}00$ zł, przy czym spółka połowę zysku (50%) przeznaczać ma na dywidendę wypłacaną w całości na koniec roku. Pozostałą część zysku spółka ma zamiar inwestować w projekty, których roczna stopa zwrotu wyniesie 20%, tyle samo co wartość wskaźnika stopy zwrotu z kapitału własnego – ROE. Przewiduje się, że wartości wskaźnika ROE oraz wskaźnika zatrzymania zysku (retention ratio) spółki utrzymywać się będą na takim samym poziomie w przyszłości („do nieskończoności"), zaś dywidenda będzie w całości wypłacana raz w roku, na koniec każdego roku.

Spółka B
Spółka B obecnie nie wypłaca dywidendy i zgodnie z oczekiwaniami inwestorów nie będzie tego czynić przez następne 5 lat (czyli dywidenda na akcję w latach 1-5 wyniesie 0 (zero)). Zysk na akcję za ostatni rok wyniósł $EPS_0 = 5{,}00$ zł i był w całości reinwestowany w spółkę, tzn. wskaźnik zatrzymania zysku wynosił 1,0. ROE spółki, zgodnie z oczekiwaniami inwestorów, przez kolejne sześć lat utrzymywać się będzie na stałym poziomie 20%. Zgodnie z przewidywaniami, po końcu roku szóstego od chwili obecnej wartość wskaźnika ROE spółki spadnie do 15%. Natomiast począwszy od końca roku szóstego spółka rozpocznie wypłacanie dywidendy na akcję w wysokości 50% zysku na akcję, zmniejszając wskaźnik zatrzymania zysku z poziomu 1,0 do poziomu 0,5. Sytuacja taka będzie się utrzymywać w przyszłości, tzn. po końcu roku szóstego („do nieskończoności"), nie będą się zmieniały wartości wskaźnika ROE oraz wskaźnika zatrzymania zysku, zaś dywidenda będzie w całości wypłacana raz w roku, na koniec każdego roku.

Spółka C
Wartość księgowa akcji spółki C wynosi 25,00 zł, zaś jej stopa zwrotu z kapitału własnego ROE wynosi 16% i nie ulega zmianie w czasie. Spółka generuje zysk rezydualny (ekonomiczny), przy czym zgodnie z oczekiwaniami zysk rezydualny na akcję w przyszłości wzrastać będzie w stałym tempie 7% rocznie („do nieskończoności").

Na podstawie powyżej przedstawionych informacji wykonaj poniższe polecenia.

2.1. Oszacuj wartość wewnętrzną akcji spółki A, wykorzystując model zdyskontowanych dywidend.

(od 0 do 30 pkt.)

2.2. Oszacuj wartość wewnętrzną akcji spółki B, wykorzystując model zdyskontowanych dywidend.

(od 0 do 30 pkt.)

2.3. Oszacuj wartość wewnętrzną akcji spółki C, wykorzystując model zysku rezydualnego.

(od 0 do 20 pkt.)

2.4. Określ, którą z akcji doradca powinien zarekomendować funduszowi, jeżeli podstawą jego decyzji byłoby porównanie rynkowych cen oraz szacunków wartości wewnętrznych analizowanych instrumentów finansowych.

(od 0 do 10 pkt.)

2.5. Scharakteryzuj ogólnie podstawowe wady i zalety wykorzystywanego w wycenie akcji modelu zdyskontowanych dywidend. Porównaj wielofazowy model zdyskontowanych dywidend z modelem stałego wzrostu dywidendy, uwzględniając wady, zalety oraz zakres zastosowania każdego z modeli.

(od 0 do 5 pkt.)

2.6. Porównaj wykorzystywany w wycenie akcji model zdyskontowanych dywidend z modelem zysku rezydualnego, uwzględniając wady, zalety oraz zakres zastosowania każdego z modeli.

(od 0 do 5 pkt.)