III ETAP EGZAMINU

NA DORADCĘ INWESTYCYJNEGO

EGZAMIN PISEMNY

21 lutego 2010 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 100 pkt; minimalna liczba punktów zaliczająca zadanie 51 pkt)

Dokonaj oceny postępowania Mariana A. w opisanych poniżej przypadkach w świetle przepisów prawa i etyki zawodowej. Jeżeli Twoim zdaniem doszło do naruszenia przepisów prawa lub zasad etyki zawodowej wskaż, czy jest to naruszenie zasad etyki zawodowej lub przepisów prawa i na czym polegało naruszenie.

1.1 Marian A. posiadający tytuł doradcy inwestycyjnego, będący członkiem Zwyczajnym Związku Maklerów i Doradców, rozpoczął pracę dla firmy inwestycyjnej – Dom Maklerski Dobra Rada. Pracodawca zlecił Marianowi A. sporządzenie rekomendacji inwestycyjnej dla swojego klienta. Marian A. ściśle współpracował w trakcie realizacji w/w obowiązku z przedmiotowym klientem. Po sporządzeniu rekomendacji, klient będąc wdzięcznym za terminowe wykonanie pracy wręczył Marianowi A. czek na kwotę 1000 zł. Marian A. nie poinformował o tym fakcie pracodawcy uznając, że kwota nie jest znaczna.

(25 pkt)

1.2 Marian A. posiadający tytuł doradcy inwestycyjnego, będący członkiem Zwyczajnym Związku Maklerów i Doradców, pracuje dla firmy inwestycyjnej – Dom Maklerski Dobra Rada. Jest cenionym pracownikiem tego domu maklerskiego. Posiada dużą wiedzę na temat rynku kapitałowego oraz potrafi bardzo dobrze wywiązywać się ze swoich obowiązków względem klientów. W trakcie realizacji jednego ze swoich obowiązków, polegającego na tworzeniu rekomendacji inwestycyjnej dla Firmy X, Marian A. poświęcił swój wolny czas podczas weekendu na pracę w tym zakresie. Zadowolony ze swojej pracy wysłał Firmie X w niedzielę, sporządzoną rekomendację. Ponieważ w trakcie pracy nad rekomendacją, sam uznał, że jest ona przydatna dla osiągnięcia osobistych korzyści, w poniedziałek rano postąpił zgodnie z rekomendacją przekazaną Firmie X.

(25 pkt)

1.3 Marian A. posiadający tytuł doradcy inwestycyjnego, będący członkiem Zwyczajnym Związku Maklerów i Doradców, pracuje od dawna dla firmy inwestycyjnej – Dom Maklerski Dobra Rada. Pracodawca polecił Marianowi A. sporządzenie rekomendacji inwestycyjnej dla Firmy Y. W trakcie wykonywania pracy, Marian A. dowiedział się, że w Firmie Y na stanowisku członka zarządu zatrudniona jest jego była żona, z którą rozwiódł się w bieżącym roku – Dominika W. Marian A. sporządził wymaganą rekomendację nie informując, pracodawcy ani Firmy Y o fakcie pełnienia przez byłą żonę funkcji członka zarządu.

(25 pkt)

1.4 Marian A. posiadający tytuł doradcy inwestycyjnego, będący członkiem Zwyczajnym Związku Maklerów i Doradców, pracuje od dawna dla firmy inwestycyjnej – Dom Maklerski Dobra Rada. W celu obracania instrumentami finansowymi na własny rachunek założył rachunek papierów wartościowych w innej niż jego pracodawca firmie inwestycyjnej. Pracodawca dowiedział się o tym fakcie i polecił zamknąć przedmiotowy rachunek papierów wartościowych. Marian A. odmówił wykonania tego polecenia.

(25 pkt)

Zadanie 2

(Za całe zadanie można otrzymać 100 pkt; minimalna liczba punktów zaliczająca zadanie 51 pkt)

Funduszem inwestycyjnym o łącznej wartości aktywów ok. 560 mln PLN zarządza 6 doradców. Każdy z nich zarządza przypisanym do siebie portfelem akcji. Doradca A zarządzający portfelem o wartości aktywów ok. 60 mln PLN uznawany jest przez Zarząd Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych (Zarząd), w skład którego wchodzi analizowany fundusz, za uzyskującego najlepsze wyniki. W okresie ostatnich sześciu lat, w pięciu latach uzyskiwał on z zarządzanego portfela stopę zwrotu znacznie wyższą, aniżeli stopa zwrotu z rynkowego indeksu akcji, zaś w roku, w którym wyniki miał gorsze od indeksu, różnica była bardzo mała. Pozostałych pięciu doradców zarządza portfelami o łącznej wartości aktywów ok. 500 mln PLN, w których skład wchodzi łącznie ponad 150 akcji. Doradcy starają się, aby ich portfele były dobrze zdywersyfikowane.

W odczuciu Zarządu doradca A charakteryzuje się nadzwyczajnie wysokimi umiejętnościami wyboru atrakcyjnych akcji. Jego portfel składa się w każdym roku z około 50 akcji o niewiele różniących się udziałach od 1,7% do 2,3% każdy (tylko długie pozycje). Bardzo dobre rezultaty doradca zawdzięczał temu, iż w każdym roku potrafił umieścić w tym portfelu od 9 do 13 akcji, które w danym roku uzyskiwały nadzwyczajnie wysokie stopy zwrotu.

Przy wyborze akcji doradca A nie dokonuje „ważenia" portfela poprzez dywersyfikację branżową, ale polega jedynie na wyborze indywidualnych akcji, które uznaje za atrakcyjne inwestycje. Posługuje się przy tym wyłącznie modelem dwufazowego wzrostu dywidendy oraz modelem wyceny aktywów kapitałowych (CAPM), przy wykorzystaniu których szacuje on wartość akcji.

W chwili obecnej doradca rozważa włączenie do portfela jednej z dwóch akcji: X lub Y. Przy wykorzystaniu modelu dwufazowego wzrostu dywidendy oraz CAPM wycenił on, iż wartość akcji X wynosi 52 PLN. Stara się teraz zbadać, czy akcja Y jest inwestycją lepszą aniżeli akcja X, dysponując danymi przedstawionymi w tab.1 i wiedząc, że roczna stopa zwrotu z aktywów wolnych od ryzyka wynosi 4,5%, zaś oczekiwana stopa zwrotu z portfela rynkowego wynosi 14,5%.

Tab. 1 Dane do analizy

	X	Y
Beta	1,35	1,15
Cena rynkowa	40 PLN	70 PLN
Wartość	52 PLN	
Dywidenda na akcję za rok, który właśnie upłynął (z punktu widzenia analizy rok „zerowy")		3,44 PLN
Stała roczna stopa wzrostu EPS oraz dywidendy w okresie najbliższych trzech lat od dnia dzisiejszego		12%
Stała roczna stopa wzrostu EPS i dywidendy w		9%

następnych latach (po roku trzecim od dnia dzisiejszego aż „ do nieskończoności")		

Pytania:

1.1 Którą z akcji X czy Y zarekomendowałbyś doradcy A do dodania do portfela, jeśli decyzję podejmowałbyś jedynie na podstawie porównania ceny rynkowej z wartością akcji oszacowaną przy wykorzystaniu modelu dwufazowego wzrostu dywidendy oraz CAPM? Przedstaw obliczenia (w szczególności dotyczące szacunku wartości akcji Y).

(20 pkt)

1.2 Wymień zalety modelu dwufazowego wzrostu dywidendy w porównaniu z modelem stałego wzrostu dywidendy (tzn. modelem, w którym przyjmuje się założenie, że dywidendy będą rosły „w nieskończoność" z roku na rok w stałym tempie).

(5 pkt)

1.3 Jeden z członków Zarządu, wiedząc, że co roku doradcy A udaje się wybierać 9-13 akcji o nadzwyczaj wysokiej stopie zwrotu proponuje, by zmniejszyć dywersyfikację portfela doradcy A poprzez ograniczenie liczby akcji do ok. 20, utrzymując bez zmian pozostałe zasady, które dotychczas stosuje doradca (łącznie z zasadą niewiele różniących się udziałów). Według tego członka Zarządu takie ograniczenie liczby akcji spowoduje, iż w portfelu wzrośnie udział akcji o nadzwyczajnie wysokich stopach zwrotu. Czy takie ograniczenie prawdopodobnie zwiększy, zmniejszy, czy też pozostawi bez zmian ryzyko portfela doradcy A, jeśli mierzone jest ono wariancją stopy zwrotu i analizowane w oddzieleniu od ryzyka portfela całego funduszu? Odpowiedź uzasadnij, o ile to możliwe przedstawiając przykładowe kalkulacje (mogą być „przybliżone"), sporządzone w oparciu o przyjęte założenia.

(25 pkt)

1.4 Inny z członków Zarządu proponuje, aby zmniejszyć liczbę akcji w portfelu doradcy A z ok. 50 do 10 o w przybliżeniu równych udziałach. Zakładając, iż podzielasz opinię członka Zarządu wymienionego w punkcie 1.3, że redukcja liczby akcji w portfelu z ok. 50 do ok. 20 mogłaby być korzystna z punktu widzenia relacji ryzyko-oczekiwana stopa zwrotu uzasadnij, dlaczego mniej prawdopodobne może być to, że korzystna okaże się redukcja liczby akcji w portfelu do 10. Przyjmij, iż ryzyko portfela doradcy A traktowane jest w oddzieleniu od ryzyka portfela całego funduszu.

(25 pkt)

1.5 W jaki sposób na ocenę atrakcyjności propozycji dotyczących ograniczenia liczby akcji w portfelu doradcy A do 20 lub też 10, wpłynęłoby to, że zmiany te, zamiast w oddzieleniu od reszty funduszu, analizowałbyś w kontekście całego portfela funduszu (o łącznej wartości aktywów ok. 560 mln PLN)? Odpowiedź uzasadnij.

(25 pkt)