

Kredyt na akcje

BARTŁOMIEJ JABŁOŃSKI, ALEKSANDRA KORTYLEWSKA

Inwestowanie na rynku finansowym pociąga za sobą ponoszenie ryzyka szczególnie, gdy mowa o inwestycjach na rynku kapitałowym

Inwestorzy lokując swój kapitał w inwestycjach podwyższonego ryzyka (akcje) oczekują stóp zwrotu na wysokim poziomie jako rekompensaty tego ryzyka. W celu zwiększenia potencjalnego zysku wykorzystują kredyty inwestycyjne, które po odliczeniu kosztów z nimi związanych (prowizja od udzielonego kredytu oraz odsetki od wykorzystanego kredytu) powodują wzrost zysku w stosunku do kapitału własnego. W przypadku kiedy inwestor sprzedaje akcje z zyskiem, może liczyć na dodatkowe zyski z wykorzystania kredytu. Inaczej wygląda sytuacja, kiedy wartość rynkowa akcji spadnie. Inwestor ponosi wtedy koszty nie tylko kredytu, ale także samej straty z inwestycji. W artykule zamierzamy przedstawić analizę opłacalności inwestowania na rynku pierwotnym (IPO) z wykorzystaniem kredytów.

Kredyty

Kredyt na zakup papierów wartościowych na rynku pierwotnym oferowany jest przez różne domy maklerskie i banki z nimi współpracujące. Celem takiego kredytu jest możliwość nabycia większej liczby papierów wartościowych niż za posiadane środki własne. Inwestorzy przewidując sytuację, w której popyt znacznie przewyższy podaż korzystają z takiego kredytu dla zwielokrotnienia swoich zysków.

Wybrane oferty kredytów na zakup akcji na rynku pierwotnym przedstawia tabela 1.

Z tabeli wynika, że zaciągając kredyt na zakup akcji na rynku pierwotnym należy pamiętać o kosztach z nim związanych, tj. prowizji, jak również o oprocentowaniu od wykorzystanego kredytu (odsetki). Dodatkowym problemem jest możliwość do uzyskania maksymal-

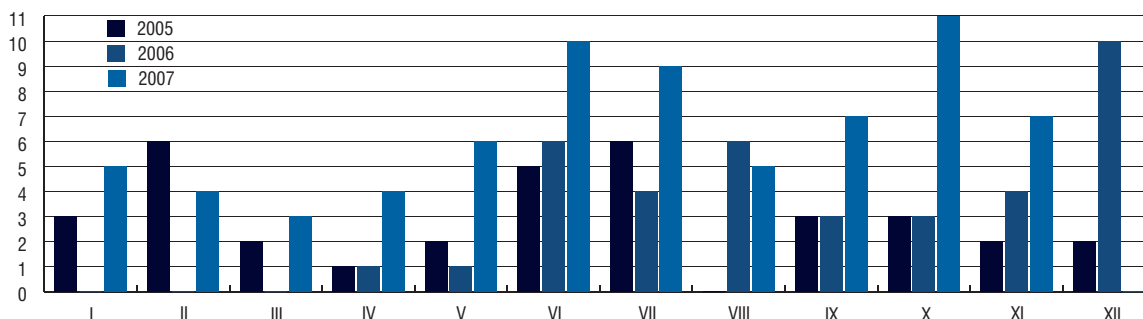
na wielkość kredytu (lewar). Prowizja najczęściej uzależniona jest od wysokości zaciągniętego kredytu, przy czym im wyższa kwota kredytu, tym niższa procentowo prowizja. Proponowane oprocentowanie kredytu jest zróżnicowane, w zależności od biura maklerskiego czy banku. Natomiast maksymalna wielkość kredytu z jakiej można skorzystać zależy od wartości wkładu własnego klienta.

Debiuty

W tabeli 2 przedstawiamy liczbę debiutów giełdowych w latach 2005-listopad 2007. Z wykresu 1 widać jednoznacznie, że liczba debiutów w rozpatrywanym okresie jest największa w roku 2007 - 71, 2006 - 38 a 2005 - 35. Usredniona rentowność inwestycji bez wykorzystania kredytu w całym 2007 roku wyniosła 14,55 proc. Jednakże na cenę pierwszego notowania wpływa również koniunktura na rynku kapitałowym. W listopadzie Warszawski Indeks Giełdowy spadł o ponad 13 proc., a żadna z inwestycji na rynku pierwotnym nie przyniosła zysku - średnia strata wyniosła 5,49 proc.

W tabeli 3 przedstawiamy dane wybranych debiutów na giełdzie w 2007 roku. Z inwestycją na rynku pierwotnym wiąże się okres oczekiwania na akcje. Okres ten należy podzielić na czas od momentu zapisu na akcje do momentu ich przydziału (po uwzględnieniu redukcji w przypadku dużego popytu w stosunku do ilości oferowanych akcji) oraz od momentu przydziału akcji do momentu ich debiutu na giełdzie. Obliczając kwotę dni od zapisu do przydziału braliśmy pod uwagę ostatni dzień zapisu na daną akcję, ponieważ jest to ko-

Debiuty w poszczególnych miesiącach 2005-2007



Źródło: opracowanie własne

rzystniejsze z punktu widzenia inwestora. Należy pamiętać, że im później zapiszemy się na akcje z wykorzystaniem kredytu, tym mniejsze koszty poniesiemy, gdyż odsetki w pierwszym okresie zapisu na akcje liczone są od całej kwoty kredytu wykorzystanego do zapisu na akcje. Natomiast liczbę dni od przydziału do debiutu obliczyliśmy biorąc pod uwagę moment przydziału i debiut giełdowy +3 dni zgodnie z rozliczeniem $t + 3$. Oznacza to, że kredyt, za który kupiliśmy akcje po ewentualnej redukcji zapisów można spłacić dopiero po 3 dniach od dnia sprzedaży akcji. Średnia liczba dni od zapisu do przydziału akcji wyniosła 6,5 dnia, a średnia liczba dni od przydziału do debiutu (powiększona o $n+3$ dni) wyniosła 11,2.

Z zaprezentowanych danych wnioskować należy, że na rentowność inwestycji z wykorzystaniem kredytu na rynku pierwotnym wpływa koszt kredytu (prowizja oraz odsetki), koniunktura giełdowa, cena emisji akcji (im niższa od wartości fundamentalnej spółki tym lepiej, gdyż istnieje większe prawdopodobieństwo wyższej ceny pierwszego notowania na rynku), prowizja od sprzedaży akcji na rynku. Ponadto liczba dni oczekiwania na debiut na giełdzie znacząco wpływa na wartość płaconych odsetek od wykorzystane-

go kredytu (w szczególności kiedy redukcja zapisów na akcje była niska i inwestor kupił akcje za kredyt). W historii notowań zdarzało się tak, że inwestor nabywając akcje otrzymał tylko 1 lub 2 akcje na każde 100 z wstępnego zapisu. Sytuacja taka miała miejsce podczas IPO Arteria S.A. (redukcja zapisów 99 proc.) lub Gadu-Gadu S.A. (redukcja zapisów 98 proc.).

Symulacje

Inwestowanie z wykorzystaniem kredytu na rynku pierwotnym ma swój finansowy sens w momencie, kiedy zakupione akcje podczas debiutu osiągną cenę wyższą od ceny zakupu powiększoną o wszelkie poniesione koszty kredytu w stosunku do ilości posiadanych akcji (koszt poniesionego kredytu na kupioną akcję).

Przeprowadziliśmy symulacje uwzględniające rynkowe warunki wynikające z zaprezentowanych statystyk. W każdej symulacji przyjęliśmy prowizję od sprzedaży na poziomie 0,4 proc., oprocentowanie kredytu na poziomie 10 proc., prowizję od przyznawania kredytu w wysokości 0,2 proc. oraz kapitał własny w wysokości 20 000 zł. W pierwszej symulacji przyjęliśmy zysk z inwestycji na poziomie 10 proc., czyli zakup akcji za 10 zł na rynku pierwot-



Źródło: opracowanie własne



Źródło: opracowanie własne



Źródło: opracowanie własne



Źródło: opracowanie własne

Tabela 1. Wybrane oferty kredytów na zakup akcji na rynku pierwotnym w 2007 r.

Dane	BGŻ	IDM S.A.		BRE Bank	ING Bank Śląski
	Premium S.A.	Grupa Kolastyna	BOMI S.A.	ERBUD S.A.	
Maksymalna dźwignia	do 1500%	1000%	1000%	300%	2000%
Oprocentowanie	11,50%	WIBOR 1M + 2%	WIBOR 1M + 2%	WIBOR 1M + 2%	WIBOR 1M + 4%
Prowizje	0,20% lub 0,25% wartości kredytu	0,1% wartości kredytu	0,1% wartości kredytu	0,30% do 249 999,99 zł 0,25% do 499 999,99 zł 0,20% powyżej 500 tys. zł	0,05% kwoty; za uruchomienie transzy: do 100 tys. zł 0,5% do 300 tys. zł 0,4% do 1 mln zł 0,3% powyżej 1 mln zł 0,2%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych instytucji finansowych

nym a sprzedaż po 11 zł na giełdzie. Zakres analizowanych redukcji przyjęliśmy o wartościach 80, 85, 90, 95 oraz 99 proc. Dźwignię przyjęliśmy na poziomie 10, czyli otrzymany kredyt jest 10 razy większy od środków własnych. Liczba dni od zapisu do przydziału akcji - 6 dni, a od przydziału do debiutu - 11 dni. Wyniki przedstawia tabela 4. Rentowność kapitału własnego omawianego przykładu przedstawia wykres 2. Z symulacji wynika, że im większa redukcja tym potencjalne zyski mniejsze. Przy dużej redukcji nawet przy zysku z inwestycji rzędu 10 proc. dopuszczalne są straty na całej transakcji. Wraz ze wzrostem redukcji maleje nie tylko zysk ale rośnie jednocześnie koszt całkowitego kredytu w stosunku do ceny emisji. Również z wykresu 2 widać, że rentowność inwestycji maleje przerażając się w stratę przy redukcji rzędu 99 proc. W symulacji drugiej przyjęliśmy identyczne warunki jak w symulacji 1 z tą różnicą, że redukcje są na poziomie 95, 96, 97, 98 oraz 99 proc., a sprzedaż akcji nastąpiła po cenie nabycia. Wyniki przedstawia tabela 5. Rentowność kapitału własnego omawianego przykładu przedstawia wykres 3. W przypadku tej symulacji z przedstawionych danych można wnioskować, że w momencie sprzedaży akcji po cenie nabycia w każdym przypadku ponosimy stratę, szczególnie kiedy redukcja była niższa (95 proc.).

W symulacji trzeciej przyjęliśmy zysk z inwestycji na poziomie 20 proc. a redukcje na poziomie 50, 60, 70, 80 oraz 90 proc. Liczba dni

od zapisu do przydziału akcji - 6 dni, a od przydziału do debiutu - 11 dni. Wyniki przedstawia tabela 6. Rentowność kapitału własnego omawianego przykładu przedstawia wykres 4. Symulacja przedsta-

Tabela 2. Liczba debiutów na rynku akcji w latach 2005-2007 r.

	Debiuty w poszczególnych miesiącach											
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
2005	3	6	2	1	2	5	6	0	3	3	2	2
2006	0	0	0	1	1	6	4	6	3	3	4	10
2007	5	4	3	4	6	10	9	5	7	11	7	

Źródło: www.gpw.pl

Tabela 3. Dane wybranych debiutów na giełdzie w 2007 r.

Spółka	Liczba dni od zapisu do przydziału	Liczba dni od przydziału do debiutu + 3 dni
ABM SOLID	6	9 + 3 = 12
ACE	3	9 + 3 = 12
ARCUS	5	11 + 3 = 14
BOMI	8	15 + 3 = 18
CP ENERGIA	3	8 + 3 = 11
ENERGOINSTAL	8	9 + 3 = 12
INTEGER	9	8 + 3 = 11
J.W.CONSTRUCTION	7	6 + 3 = 9
MERCOR	6	4 + 3 = 7
MOJ	4	10 + 3 = 13
MAKRUM	8	6 + 3 = 9
NOBLE BANK	12	3 + 3 = 6
ORZEŁ BIAŁY	9	7 + 3 = 10
OPONEO.PL	8	6 + 3 = 9
POLAQUA	9	7 + 3 = 10
PA NOVA	6	8 + 3 = 11
POLREST	8	7 + 3 = 10
PREMIUM	8	11 + 3 = 14
RONSON EUROPE	6	8 + 3 = 11
RAINBOW TOURS	2	12 + 3 = 15
STĄPORKOW	4	5 + 3 = 8
QUANTUM	6	10 + 3 = 13
WOLA INFO	4	9 + 3 = 12
Średnia	6,5	11,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z GPW

Tabela 4. Symulacja 1

Redukcja	80%	85%	90%	95%	99%
Kapitał własny	20 000,00 zł	20 000,00 zł	20 000,00 zł	20 000,00 zł	20 000,00 zł
Kapitał ogółem	220 000,00 zł	220 000,00 zł	220 000,00 zł	220 000,00 zł	220 000,00 zł
Liczba kupionych akcji	4400	3300	2200	1100	220
Koszt całego kredytu w stos. do ceny emisji (%)	2,06%	2,65%	3,82%	7,58%	37,88%
Próg rentowności	10,25 zł	10,30 zł	10,42 zł	10,80 zł	13,83 zł
Zysk z transakcji	3299,73 zł	2281,74 zł	1263,76 zł	218,27 zł	-623,01 zł
Zysk z kapitału własnego (%)	16,50%	11,41%	6,32%	1,09%	-3,12%

Źródło: opracowanie własne

Tabela 5. Symulacja 2

Redukcja	95%	96%	97%	98%	99%
Kapitał własny	20 000,00 zł	20 000,00 zł	20 000,00 zł	20 000,00 zł	20 000,00 zł
Kapitał ogółem	220 000,00 zł	220 000,00 zł	220 000,00 zł	220 000,00 zł	220 000,00 zł
Liczba kupionych akcji	1100	880	660	440	220
Koszt całego kredytu w stos. do ceny emisji (%)	7,58%	9,47%	12,63%	18,94%	37,88%
Próg rentowności	10,05 zł	10,05 zł	10,05 zł	10,06 zł	10,08 zł
Zysk z transakcji	-877,33 zł	-868,53 zł	-859,73 zł	-850,93 zł	-842,13 zł
Zysk z kapitału własnego (%)	-4,39%	-4,34%	-4,30%	-4,25%	-4,21%

Źródło: opracowanie własne

wia bardzo optymistyczną sytuację. Zysk nie tylko wyniósł 20 proc., ale również redukcje były tak niskie, że pozwoliły wykorzystać kredyt do zwiększenia zysku z transakcji nawet o ponad 100 proc. (redukcja 50 proc.). W omawianej symulacji zyski są znaczące, przekraczające kapitał własny – ponad 20 000 zł.

Rozważmy jeszcze jedną sytuację, symulację 4 – podobną do symulacji 3 z tą różnicą, że zmieniamy liczbę dni oczekiwania na przydział akcji z 6 do 14 dni (liczba dni od zapisu do przydziału akcji). Porównując symulację 3 z symulacją 4 widać, że znaczące zwiększenie liczby dni oczekiwania na przydział akcji spowodowało spadek rentowności inwestycji średnio o 2 proc. W przypadku kiedy mamy pokazać zyski, problem ten jest praktycznie niedostrzegany. Jednakże w sytuacji kiedy cena debiutu nie rośnie ale spada o 10 proc., to straty nasze w takiej sytuacji są znaczące. Sytuację taką przedstawia tabela 8. Widać, że w przypadku niskich redukcji strata się powiększa, aż do ponad 64 proc. wartości kapitału własnego z tego tylko powodu, że cena na rynku kapitałowym była niższa niż w ofercie pierwotnej.

Ryzyko

Naszym celem było przedstawienie w artykule ryzyka związanego z inwestowaniem na rynku pierwotnym z wykorzystaniem kredytu. Praktycznie inwestycja taka jest uzależniona od tak dużej liczby czyn-

ników niezależnych od inwestora, że wykorzystywanie kredytu tylko po to, żeby w przypadku dużych redukcji nabyć akcje mija się z celem. Jeśli już bardzo chcemy nabyć akcje, zawsze można poczekać na pierwsze notowania i kupić tylko za własne środki tyle akcji, ile tylko chcemy.

Nie odradzamy jednak inwestowania z pomocą kredytu inwestycyjnego w przypadku nabywania akcji przedsiębiorstwa, które jest już notowane na rynku. W takiej sytuacji można nie tylko zbadać w jakim stopniu zarząd przedsiębiorstwa realizuje plany i prognozy ogłoszone w prospekcie emisyjnym czy też w rocznych sprawozdaniach finansowych, ale również oprócz analizy fundamentalnej wykorzystać analizę techniczną do wykresów notowań akcji. W takim przypadku mądrze wybrane i nabyte akcje na pewno przyniosą zyski, a ewentualnie wykorzystany kredyt zwiększy rentowność kapitału własnego. ●

Bartłomiej Jabłoński, wiceprezes FINANSE Kancelaria Usług Gospodarczych i Finansowych sp. z o.o., jest w trakcie pisania pracy doktorskiej na Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego w Katowicach

Prezentowane analizy stanowią wyraz poglądu autorów i nie mogą być traktowane jako rekomendacja czy zalecenie podjęcia określonych działań inwestycyjnych.

Tabela 6. Symulacja 3

Redukcja	50%	60%	70%	80%	90%
Kapitał własny	20 000,00 zł	20 000,00 zł	20 000,00 zł	20 000,00 zł	20 000,00 zł
Kapitał ogółem	220 000,00 zł	220 000,00 zł	220 000,00 zł	220 000,00 zł	220 000,00 zł
Liczba kupionych akcji	11 000	8800	6600	4400	2200
Koszt całego kredytu w stos. do ceny emisji (%)	1,01%	1,18%	1,48%	2,06%	3,82%
Próg rentowności	10,04 zł	10,04 zł	10,04 zł	10,04 zł	10,04 zł
Zysk z transakcji	20 363,67 zł	16 136,49 zł	11 909,31 zł	7682,13 zł	3454,96 zł
Zysk z kapitału własnego (%)	101,82%	80,68%	59,55%	38,41%	17,27%

Źródło: opracowanie własne

Tabela 7. Symulacja 4

Redukcja	50%	60%	70%	80%	90%
Kapitał własny	20 000,00 zł	20 000,00 zł	20 000,00 zł	20 000,00 zł	20 000,00 zł
Kapitał ogółem	220 000,00 zł	220 000,00 zł	220 000,00 zł	220 000,00 zł	220 000,00 zł
Liczba kupionych akcji	11 000	8800	6600	4400	2200
Koszt całego kredytu w stos. do ceny emisji (%)	1,41%	1,69%	2,15%	3,07%	5,84%
Próg rentowności	10,04 zł	10,04 zł	10,04 zł	10,04 zł	10,05 zł
Zysk z transakcji	19 919,22 zł	15 692,04 zł	11 464,87 zł	7237,69 zł	3010,51 zł
Zysk z kapitału własnego (%)	99,60%	78,46%	57,32%	36,19%	15,05%

Źródło: opracowanie własne

Tabela 8. Symulacja 5

Redukcja	50%	60%	70%	80%	90%
Kapitał własny	20 000,00 zł	20 000,00 zł	20 000,00 zł	20 000,00 zł	20 000,00 zł
Kapitał ogółem	220 000,00 zł	220 000,00 zł	220 000,00 zł	220 000,00 zł	220 000,00 zł
Liczba kupionych akcji	11 000	8800	6600	4400	2200
Koszt całego kredytu w stos. do ceny emisji (%)	1,41%	1,69%	2,15%	3,07%	5,84%
Próg rentowności	10,04 zł	10,04 zł	10,04 zł	10,04 zł	10,05 zł
Zysk z transakcji	-12 948,78 zł	-10 602,36 zł	-8255,93 zł	-5909,51 zł	-3563,09 zł
Zysk z kapitału własnego (%)	-64,74%	-53,01%	-41,28%	-29,55%	-17,82%

Źródło: opracowanie własne