

Kupuję tylko to, co rozumiem, płacę mniej niż wynosi wartość i zawsze zakładam, że mogę się mylić.

Rozmowa z Marcinem Dąbrowskim, CFA, Zarządzającym Funduszami

White Berg Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Filozofia inwestowania – fundamenty

Czy bliżej Ci do inwestowania wartościowego, wzrostowego czy podejścia mieszanego?

M.D: Tak naprawdę nie ma jednoznacznej odpowiedzi na takie pytanie. Szukam spółek których szeroko rozumiane wyniki finansowe będą w najbliższych kwartałach rosły i jednocześnie model biznesowy i zarządy tych spółek przekonały mnie, iż produkty które oferują te spółki będą w najbliższych latach konkurencyjne. Jednocześnie nie można inwestować w oderwaniu od ceny jaką za daną spółkę trzeba zapłacić, tu zawsze musi być racjonalność.

Jak odróżniasz „dobrą spółkę” od „dobrej inwestycji”?

M.D: Najlepiej jak jedna i druga to ta sama spółka, wtedy nie trzeba rozróżniać.

Co w długim terminie jest ważniejsze: wybór spółek czy zarządzanie ryzykiem?

M.D: To zawsze mieszanka obu tych składników. Nawet najlepsze, wzrostowe spółki mogą mieć okresy bardzo słabych stóp zwrotu, więc zawsze z tyłu głowy należy mieć ryzyko związane z inwestowaniem w akcje.





Proces inwestycyjny i selekcja spółek

„Zawsze spółka musi obronić się fundamentalnie”

Jak wygląda Twój proces selekcji spółek – od pomysłu do decyzji inwestycyjnej?

M.D: Pomysł zawsze jest wypadkową wielu czynników (rozmów, artykułów prasowych, analiz i rekomendacji). Jeżeli chodzi o decyzje inwestycyjną to jest ona już następstwem żmudnej pracy, oceny produktów, które spółka oferuje, perspektyw wzrostu sprzedaży, marżowości danego biznesu oraz oceny zarządu spółki, który na samym końcu musi przekonać mnie do zainwestowania środków naszych klientów.

Na jakim etapie analizy najczęściej zapada decyzja „tak” lub „nie”?

M.D: Ostateczna decyzja zawsze zapada po spotkaniu z zarządem, aczkolwiek dobre jaskółki świadczące, iż może to być atrakcyjna inwestycja, widać w zasadzie od samego początku.

Jaką rolę w procesie odgrywa analiza fundamentalna, a jaką sentyment rynkowy?

M.D: Zawsze spółka musi obronić się fundamentalnie. Jeżeli nie trafimy w sentyment rynkowy i kurs akcji będzie spadał, to wyniki finansowe zawsze, w długim okresie, będą budować wartość akcji fundamentalnie dobrej spółki.

Jakie sygnały są dla Ciebie ostrzeżeniem przed inwestycją, nawet przy atrakcyjnej wycenie?

M.D: Duże zainteresowanie opinii publicznej, dużo artykułów dotyczącej danej spółki czy branży zawsze rodzi pytania czy to jest na pewno właściwy moment by kupować taką spółkę.

Ryzyko, zmienność i dyscyplina

„Jeżeli twardo wierzy się w „story” spółki, to uważam, że należy przetrzymać zawirowania, bo nagroda będzie wówczas znacząca.”

Jak radzisz sobie z dużą zmiennością i emocjami rynku?

M.D: Lata praktyki i doświadczenie nauczyły mnie radzić sobie z emocjami. Nie są one mi obojętne, ale nauka wyciągnięta z błędów przeszłości, zawsze działa trzeźwiąco w momentach dużej zmienności.

Kiedy uznajesz, że inwestycja była błędem?

M.D: Spadający kurs akcji zawsze jest światłem alarmowym, że może coś jednak w danej inwestycji nie działa zgodnie z moimi założeniami. Nakazuje jeszcze raz przyjrzeć się tej spółce i zweryfikować wszystkie przesłanki. Jeżeli okazały się one błędne, należy przyznać się przed sobą do błędu i wycofać się z danej inwestycji. Nie warto brnąć i udowadniać rynkowi, że się myli. Nie oznacza to jednak, że zawsze spadający kurs akcji oznacza konieczność zamykania pozycji i ograniczania dalszych strat. Jeżeli twardo wierzy się w „story” spółki, to uważam, że należy przetrzymać zawirowania, bo nagroda będzie wówczas znacząca.

Rynek akcyjny dziś – diagnoza i kontekst

Jak oceniasz obecny etap cyklu na rynku akcyjnym?

M.D: W obecnej chwili widać dużą rotację aktywów na rynkach światowych. Dolar, który od jakiegoś czasu się osłabia może w dalszym ciągu podążać w tym kierunku. Powinno to powodować, iż zyskiwać będą aktywa nie denominowane w dolarze a w szczególności rynki wschodzące. Polska po wielu latach braku zainteresowania inwestorów zagranicznych może na tym skorzystać i wydaje się że jesteśmy dopiero na początku tej drogi.

Które czynniki makroekonomiczne mają dziś największy wpływ na wyceny spółek?

M.D: To chyba nigdy się nie zmienia. Tymi czynnikami zawsze były i są stopy procentowe, wzrost gospodarczy czy wzrastająca siła nabywczą konsumentów, one powodują, że spółki osiągają coraz lepsze wyniki finansowe a co za tym idzie inwestorzy są skłonni płacić za te spółki coraz wyższe ceny.

Jak wysokie stopy procentowe zmieniły atrakcyjność akcji względem innych klas aktywów?

M.D: Wysokie stopy procentowe powodują, iż kupując obligacje skarbu państwa możemy osiągnąć wysoki zysk praktycznie nie ryzykując utraty środków. Powoduje to, iż wielu inwestorów wybiera tą formę inwestowania sprzedając akcje. W odwrotnym środowisku, preferencje przesuwają się w stronę kupowania akcji.



Długoterminowe budowanie wartości

„Cierpliwość to cnota, której wielu inwestorom brakuje”

Jak długo jesteś gotów czekać, aż teza inwestycyjna się zmaterializuje?

M.D: Tak długo, jak przesłanki stojące za tą tezą inwestycyjną są w dalszym ciągu prawdziwe. Jeżeli one się nie zmieniają czasem warto poczekać dłużej.

Jak oceniasz rolę dywidend w budowaniu wyniku?

M.D: Dywidendy są zawsze czynnikiem, którzy inwestorzy lubią. Pokazują one, że z jednej strony spółka generuje prawdziwy „cash” i dzieli się nimi z inwestorami mniejszościowymi. To zawsze dobrze działa.

Czy cierpliwość na rynku akcyjnym jest dziś przewagą czy luksusem?

M.D: Cierpliwość to cnota, której wielu inwestorom brakuje. W mojej ocenie jest niezbędna do osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu na rynku kapitałowym.

Doświadczenie i przewaga zarządzającego

Jakich kompetencji nie da się nauczyć z książek i kursów o inwestowaniu?

M.D: Doświadczenia i opanowania. To zdecydowanie bardzo ważne składniki sukcesu w inwestowaniu.

Jaką rolę odgrywa konsekwencja strategii w zmiennym otoczeniu rynkowym?

M.D: Stosowanie konsekwentnie jednej strategii pozwala z większą pewnością ją stosować, daje możliwość opanowania emocji i pozwala wierzyć we własne siły.

Jak budujesz przewagę informacyjną i analityczną zespołu?

M.D: Najważniejszą częścią tej pracy są spotkania z analitykami i zarządami spółek. Dzięki nim można dogłębnie poznać spółki i ocenić perspektywy ich wzrostu.



Przyszłość rynku akcyjnego

Jakie segmenty rynku akcyjnego widzisz jako najbardziej perspektywiczne w najbliższych latach?

M.D: Wydaje mi się, że stopy zwrotu z małych i średnich spółek w dalszym ciągu powinny być ponad przeciętne. Konsekwentny wzrost gospodarczy oraz napływ pieniędzy na GPW w Warszawie powinien temu sprzyjać.

Jak zmieniają się oczekiwania inwestorów wobec funduszy akcyjnych?

M.D: Ostatnie kilka kwartałów charakteryzowało się dobrymi stopami zwrotu wśród funduszy akcyjnych a to zawsze przyciąga nowych inwestorów. Widać powolną zmianę podejścia i napływ nowych środków, ale są to w mojej ocenie dopiero początki takiego zachowania. Na rynek pracy wchodzi także nowe pokolenie, które dużo chętniej inwestuje swoje pieniądze na rynku kapitałowym, z czasem będą oni zarabiali a co za tym idzie odkładali coraz więcej inwestując.

Jakie ryzyka systemowe dla rynku akcji są dziś niedoceniane?

M.D: Największym ryzykiem w obecnej chwili jest wojna na Ukrainie i ryzyko jej przeniesienia się na inne kraje europejskie. Innym mniej politycznym ryzykiem są też na pewno stopy procentowe. Jeżeli inflacja wymknęłaby się spod kontroli, byłby to pewnie przejściowy, ale jednak, problem dla akcji.

Jedno zdanie, które najlepiej opisuje Twoje podejście do inwestowania?

M.D: Kupuję tylko to, co rozumiem, płacę mniej niż wynosi wartość i zawsze zakładam, że mogę się mylić.

Rynek akcyjny to dziś bardziej analiza czy psychologia?

M.D: To jedno i drugie, ale w różnych horyzontach: w długim terminie wygrywa analiza (wyniki, przewagi, wycena), a w krótkim terminie psychologia (emocje, narracje, płynność) — dlatego najlepsze decyzje powstają z twardych danych, a najlepsze wyniki z cierpliwości i dyscypliny, gdy rynek wariuje.

Dziękuję za rozmowę.

Marcin Dąbrowski, CFA - Zarządzający Funduszami, Doradca Inwestycyjny nr 756. Absolwent Szkoły Głównej Handlowej, kierunek Finanse i Bankowość.

Posiada dwudziestoletnie doświadczenie w zarządzaniu aktywami na międzynarodowych rynkach finansowych. Pracował między innymi w globalnym banku Credit Suisse, gdzie

odpowiadał za selekcję i alokację instrumentów finansowych do portfeli klientów indywidualnych. W swojej karierze pracował również w Skarbiec TFI, gdzie zarządzane przez niego fundusze plasowały się w czołówce funduszy w kraju w danej kategorii oraz w Espirito Santo Investment Bank, gdzie odpowiadał za inwestycje własne banku. Ostatnio był Dyrektorem Departamentu Zarządzania Portfelami Klientów w Niezależnym Domu Maklerskim S.A. oraz zarządzającym strategiami assetowymi. Zasiadał również w radach nadzorczych kilku spółek.

Rozmawiał

Krzysztof Jarosz

Ekspert ds. Dystrybucji
Departament Sprzedaży
White Berg TFI



WHITE BERG TFI S.A.

NOTA PRAWNA

Właścicielem niniejszego materiału jest White Berg Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Sienna 75 (dalej „Towarzystwo”). Przedstawione informacje mają charakter reklamowy.

Niniejszy materiał służy jedynie celom informacyjnym (celom marketingowym) i nie stanowi umowy, nie stanowi oferty, w tym oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 1061 z późn. zm.) oraz zaproszenia do zawarcia umowy w rozumieniu art. 71 Kodeksu cywilnego, nie stanowi oferty publicznej w rozumieniu art. 3 ust. 1a ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 620 z późn. zm.), nie jest dokumentem informacyjnym wymagany na mocy przepisów prawa, nie jest wystarczający do podjęcia decyzji inwestycyjnej, a także nie jest rekomendacją, zaproszeniem, ani usługami doradztwa prawnego, podatkowego, finansowego lub inwestycyjnego, związanego z inwestowaniem w jakiekolwiek instrumenty finansowe.

Materiał ten nie może stanowić podstawy do podjęcia decyzji inwestycyjnej o dokonaniu jakiegokolwiek inwestycji.

Informacje zamieszczone w materiale nie stanowią rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE

Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE. Prezentowane dane oparte są na opracowaniach własnych Towarzystwa chyba, że wyraźnie wskazano inne źródło pochodzenia danych.

Inwestowanie w fundusze inwestycyjne związane jest z ryzykiem i może wiązać się z utratą całości lub części zainwestowanych środków. Decyzję o ewentualnym nabyciu certyfikatów inwestycyjnych należy podjąć po dokładnym zapoznaniu się z polityką inwestycyjną funduszu, poziomem i rodzajami ryzyk związanych z inwestowaniem w certyfikaty danego funduszu, pobieranymi opłatami i kosztami, również z dokumentami dotyczącymi funduszu (tj. statut, warunki emisji, dokument zawierający kluczowe informacje dla inwestorów, informacja dla klienta alternatywnego funduszu inwestycyjnego).

Prezentowane historyczne stopy zwrotu z inwestycji nie uwzględniają opłat manipulacyjnych pobieranych przy składaniu zapisu, składaniu zamówienia wykupu certyfikatów inwestycyjnych funduszu, opłat związanych z zarządzaniem funduszem.

Historyczne stopy zwrotu nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Indywidualna stopa zwrotu nie jest tożsama z wynikiem inwestycyjnym i jest uzależniona od dnia wykupu certyfikatów inwestycyjnych oraz od wysokości pobranych opłat dotyczących zarządzania Funduszem lub opłat manipulacyjnych i należnych podatków. Towarzystwo nie gwarantuje osiągnięcia założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonych lub podobnych do osiągniętych dotychczas wyników inwestycyjnych.

Certyfikaty inwestycyjne funduszu charakteryzuje indywidualne dla każdego funduszu ryzyko płynności, które może mieć istotne lub nieistotne znaczenie, wpływa ono na możliwość wycofania środków bez utraty albo z ryzykiem utraty uzyskanych dotychczas korzyści.

Wyniki funduszu osiągnięte w przeszłości nie przewidują przyszłych zwrotów.

Przyszłe wyniki podlegają opodatkowaniu, które zależy od sytuacji osobistej każdego inwestora i które może ulec zmianie w przyszłości.

Potencjalny uczestnik funduszu ma możliwość zapoznania się z kluczowymi informacjami dla inwestorów, które dostępne są dla potencjalnych uczestników w siedzibie Towarzystwa oraz są wydawane przy przekazywaniu imiennej propozycji nabycia. Szczegółowe informacje zawarte są w warunkach emisji certyfikatów inwestycyjnych oraz statucie funduszu udostępnianych na wniosek w siedzibie White Berg TFI S.A.

Twórcą niniejszego materiału jest White Berg TFI S.A. (www.whitebergtfi.pl).

Materiał objęty jest ochroną przewidzianą prawem autorskim na podstawie przepisów ustawy z dnia 4 lutego 1994 roku o prawie autorskim i prawach pokrewnych (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 24, z późn. zm.). Wszelkie prawa autorskie związane z niniejszym materiałem przysługują wyłącznie Towarzystwu. Bez zgody Towarzystwa materiał nie może być w całości, ani w części kopiowany, udostępniany lub wykorzystywany w inny sposób na jakimkolwiek polu eksploatacji, który naruszałby interes prawny Towarzystwa.