

POLITYKA
INWESTYCYJNA
STOWARZYSZENIA
HOSSA PROCAPITAL



SPIS TREŚCI

ROZDZIAŁ I	2
§ 1. CEL DOKUMENTU	2
§ 2. ZAKRES OBOWIĄZYWANIA	2
§ 3. DEFINICJE I SKRÓTY	2
ROZDZIAŁ II	5
§ 4. CEL INWESTYCYJNY	5
§ 4A. BENCHMARK PORTFELA	5
§ 5. CHARAKTERYSTYKA AKTYWÓW INWESTYCYJNYCH	6
§ 6. RAPORTY INWESTYCYJNE I PRZYGOTOWANIE ANALIZ	6
§ 6A. AKTUALIZACJA RAPORTU INWESTYCYJNEGO	7
ROZDZIAŁ III	7
§ 7. STRUKTURA PORTFELA	7
§ 7A. ZASADY KLASYFIKACJI BRANŻOWEJ	8
§ 8. ZASADY SELEKCJI AKTYWÓW	9
§ 8A. RAPORT INWESTYCYJNY	10
§ 8B. WERYFIKACJA RAPORTU INWESTYCYJNEGO	10
§ 8C. MECHANIZM DOSKONALENIA PROCESU	10
§ 9. MODEL RISK PARITY	11
§ 10. MODEL BLACKA-LITTERMANA	11
ROZDZIAŁ IV	12
§ 11. DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA RYZYKIEM	12
§ 12. MONITORING RYZYKA	12
§ 13. PROCEDURA OGRANICZANIA STRAT	13
§ 14. REBALANCING PORTFELA	14
§ 14A. PROCEDURA USTALANIA WAG I WYKONYWANIA TRANSAKCJI	14
§ 15. KARTY RYZYKA I WSKAŹNIKÓW EFEKTYWNOŚCI	15
§ 16. RAPORTOWANIE RYZYKA	16
ROZDZIAŁ V	17
§ 17. PRZEJRZYSTOŚĆ PORTFELA	17
§ 18. KOMITET INWESTYCYJNY	17
§ 19. WYKORZYSTANIE INFORMACJI	18
§ 20. POSTANOWIENIA KOŃCOWE	18

ROZDZIAŁ I

§ 1. Cel dokumentu

1. Niniejsza Polityka Inwestycyjna, zwana dalej „Polityką”, określa zasady, cele, kryteria oraz tryb prowadzenia działalności inwestycyjnej Stowarzyszenia Hossa ProCapital, zwanego dalej „Stowarzyszeniem”.
2. Celem Polityki jest ustanowienie jednolitych i przejrzystych reguł dotyczących:
 - 1) przygotowania analiz i Raportów inwestycyjnych,
 - 2) zasad doboru aktywów oraz budowy Portfela Inwestycyjnego,
 - 3) sposobu wyznaczania wag inwestycyjnych oraz procesu rewizji składu Portfela,
 - 4) zakresu odpowiedzialności organów Stowarzyszenia uczestniczących w procesie inwestycyjnym,
 - 5) zasad publikacji informacji dotyczących działalności inwestycyjnej.
3. Polityka ma na celu zapewnienie zgodności działań inwestycyjnych Stowarzyszenia z jego celami statutowymi, w szczególności w zakresie edukacji finansowej, podnoszenia kompetencji członków Stowarzyszenia oraz kształtowania umiejętności analizy i zarządzania portfelem inwestycyjnym.
4. Postanowienia Polityki stanowią podstawę wszelkich decyzji inwestycyjnych podejmowanych w ramach Stowarzyszenia i wiążą organy oraz członków Stowarzyszenia uczestniczących w procesie inwestycyjnym.

§ 2. Zakres obowiązywania

1. Polityka określa zasady prowadzenia działalności inwestycyjnej Stowarzyszenia i ma zastosowanie do wszystkich czynności związanych z analizą, selekcją, nabywaniem, utrzymywaniem oraz zbywaniem aktywów wchodzących w skład Portfela Inwestycyjnego.
2. Polityka obowiązuje wszystkich członków Stowarzyszenia w zakresie, w jakim uczestniczą oni w działaniach związanych z procesem inwestycyjnym, przygotowywaniem analiz lub wykonywaniem czynności na rzecz Portfela.
3. W sprawach nieuregulowanych w Polityce stosuje się odpowiednie postanowienia Statutu Stowarzyszenia oraz uchwały organów Stowarzyszenia właściwe dla działalności inwestycyjnej.

§ 3. Definicje i skróty

1. **Stowarzyszenie** – Stowarzyszenie Hossa ProCapital, działające zgodnie z przepisami prawa, dalej zwane także „Stowarzyszeniem”.
2. **Portfel Inwestycyjny Stowarzyszenia (Portfel)** – obejmuje wszystkie instrumenty finansowe oraz środki pieniężne należące do Stowarzyszenia, stanowiące podstawę jego działalności inwestycyjnej.
3. **Raport Inwestycyjny** – dokument analityczny przygotowany dla spółki giełdowej, zawierający arkusz kalkulacyjny z wyceną metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i metodą porównawczą, prezentację opisującą: profil działalności

spółki wraz z głównymi założeniami dotyczącymi prognoz, model finansowy, prognozy modeli oraz podsumowanie wyników z rekomendowaną wyceną końcową i analizą wrażliwości dotyczącą istotnych czynników wpływających na wycenę (np. współczynnik wzrostu w okresie rezydualnym, koszt kapitału lub jego elementy).

4. **Komitet Inwestycyjny** – organ doradczy powoływany przez Zarząd na roczną kadencję, składający się z trzech członków Stowarzyszenia wyróżniających się wiedzą i zaangażowaniem. Komitet nadzoruje jakość analiz, monitoruje wyniki Portfela i czynniki wpływające na wartość portfela i przygotowuje raporty dla Zarządu i Komisji Rewizyjnej.
5. **Analitik** - członek Stowarzyszenia lub inna osoba fizyczna współpracująca ze Stowarzyszeniem, wykonująca na rzecz Stowarzyszenia czynności o charakterze analitycznym, w szczególności polegające na przygotowywaniu Raportów Inwestycyjnych oraz innych materiałów analitycznych wykorzystywanych w procesie podejmowania decyzji dotyczących Portfela; Analitik jest Osobą zaangażowaną w rozumieniu niniejszej Polityki.
6. **Komisja Rewizyjna** – organ statutowy Stowarzyszenia, który nadzoruje na bieżąco jego działalność, w szczególności inwestycyjną.
7. **Upside** – procentowy potencjał wzrostu akcji wynikający z różnicy pomiędzy wyceną końcową zawartą w aktualnym Raporcie Inwestycyjnym a bieżącą ceną rynkową, jeżeli wartość upside przekracza 20%, Raport Inwestycyjny uznaje się za **Rekomendację BUY**.
8. **σ (sigma)** – odchylenie standardowe tygodniowych stóp zwrotu z akcji z okresu ostatnich 12 miesięcy; w przypadku spółek notowanych krócej oblicza się je na podstawie całego dostępnego okresu notowań.
9. **Wskaźnik Upside/ σ** – stosunek Upside do σ wykorzystywany przez Stowarzyszenie do porównywania spółek w procesie selekcji.
10. **wRP (Equal Risk Contribution)** – portfel referencyjny o równym wkładzie poszczególnych pozycji w całkowite ryzyko portfela mierzone odchyleniem standardowym, stosowany jako benchmark w modelu Blacka–Littermana.
11. **ERP (premia za ryzyko rynku)** – różnica między oczekiwaną stopą zwrotu z rynku akcji a stopą wolną od ryzyka. W modelu Blacka–Littermana parametr ten służy do kalibracji współczynnika awersji do ryzyka, tak aby odzwierciedlał relację między historyczną premią za ryzyko a zmiennością portfela rynkowego.
12. **KDPW** – Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A.; skrót używany w kontekście systemu rekompensat chroniącego środki inwestorów.
13. **GPW** – Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.
14. **Zarząd** – Zarząd Stowarzyszenia Hossa ProCapital.
15. **Oczekiwania wstępne (priors) i oczekiwania skorygowane (posteriors)** – w modelu Blacka–Littermana pojęcie oczekiwań wstępnych odnosi się do zwrotów implikowanych wynikających z portfela bazowego (najczęściej rynkowego), natomiast oczekiwania skorygowane oznaczają macierz oczekiwań zmodyfikowaną o poglądy wynikające z wyselekcjonowanych Rekomendacji BUY. Oczekiwania skorygowane stanowią zestaw danych wykorzystywany w procesie optymalizacji wag portfela.

16. **Osoby zaangażowane** - analitycy oraz inne osoby wykonujące na rzecz Stowarzyszenia czynności o charakterze analitycznym, doradczym lub zarządczym
17. **Poglądy (ang. views)** – subiektywne oczekiwania wynikające z wyselekcjonowanych Rekomendacji BUY dotyczące nadwyżkowych stóp zwrotu poszczególnych spółek. Poglądy formułowane są w oparciu o Raporty Inwestycyjne. W modelu Blacka–Littermana są one reprezentowane przez macierz wag P i wektor zwrotów Q , którym przypisana jest macierz niepewności Ω . Poglądy, wraz z oczekiwaniami wstępnymi wynikającymi z portfela wRP, determinują oczekiwania skorygowane wykorzystywane w optymalizacji wag.
18. **Risk parity (równy wkład w ryzyko)** – strategia alokacji portfela polegająca na doborze wag, aby każda pozycja wносиła równy udział do całkowitej zmienności portfela. Nie oznacza to identycznych udziałów kapitału; bardziej ryzykowne aktywa otrzymują mniejszą wagę, a mniej ryzykowne – większą. Risk parity może stanowić efektywny portfel wyjściowy w modelu Blacka–Littermana[1].
19. **mWIG40 i sWIG80** – indeksy Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie obejmujące odpowiednio średnie oraz małe spółki notowane na GPW; używane jako benchmark w raportach kwartalnych.
20. **τ (tau)** – skalar w modelu Blacka–Littermana oznaczający poziom niepewności zwrotów implikowanych przez równowagę rynkową. Przybliża relację pomiędzy wariancją oczekiwań wstępnych a odchyleniem wynikającym z poglądów; wyższe τ oznacza większą wagę równowagi rynku. W literaturze jest określany jako parametr opisujący niepewność w modelu CAPM. **W niniejszej Polityce przyjmuje się $\tau = 0,025$.**
21. **Nadwyżkowa stopa zwrotu** – logarytmiczna stopa zwrotu z instrumentu ponad stopę wolną od ryzyka.
22. **NAV (Net Asset Value)** – wartość aktywów netto Portfela, obliczana jako łączna wartość rynkowa wszystkich instrumentów finansowych oraz środków pieniężnych w Portfelu, pomniejszona o zobowiązania związane z jego prowadzeniem. NAV stanowi podstawową miarę wartości Portfela stosowaną m.in. do wyliczania stóp zwrotu, maksymalnego obsunięcia oraz innych wskaźników efektywności.
23. **Macierz kowariancji Σ** – macierz opisująca kowariancję stóp zwrotu poszczególnych spółek;
24. **Stopa wolna od ryzyka** – stopa rentowności instrumentów uznawanych za wolne od ryzyka kredytowego (np. długoterminowych obligacji skarbowych). Służy jako punkt odniesienia przy obliczaniu nadwyżkowych stóp zwrotu.
25. **Rebalancing** – proces dostosowywania wag poszczególnych aktywów w portfelu inwestycyjnym do poziomów zgodnych z założeniami.
26. **Strategic Asset Allocation (SAA)** - Długoterminowa, docelowa struktura Portfela stanowiąca podstawowy punkt odniesienia w procesie alokacji aktywów.
27. **Tactical Asset Allocation (TAA)** - Dopuszczalne, krótkoterminowe odchylenia od SAA.

28. **Industry** - Jednostka klasyfikacji sektorowej stosowana zgodnie z systemem GICS. Limity sektorowe, zasady dywersyfikacji i ograniczenia koncentracji odnoszą się właśnie do poziomu „industry”.
29. **Benchmark Portfela** - Portfel referencyjny określony w § 4a, wykorzystywany do porównania wyników Portfela, oceny efektywności inwestycji oraz raportowania okresowego.
30. **Zmienność (volatility)** - Roczne odchylenie standardowe stóp zwrotu Portfela lub pojedynczej spółki, liczone na podstawie określonego w Polityce okna obserwacji.
31. **Drawdown (obsunięcie kapitału)** - Procentowy spadek wartości Portfela od ostatniego osiągniętego maksimum wartości aktywów netto (NAV).
32. **Maximum Drawdown (MDD)** - Największy zarejestrowany drawdown w analizowanym okresie, stosowany jako kluczowa miara ryzyka Portfela.
33. **Value at Risk (VaR)** - Historyczna miara potencjalnej jednodniowej straty Portfela przy określonym poziomie ufności, stosowana w monitorowaniu ryzyka.
34. **Rebalancing czasowy** - Cykliczne, regularne dostosowanie wag aktywów w Portfelu.
35. **Rebalancing warunkowy** - Dostosowanie wag aktywów wymuszone przekroczeniem limitów ryzyka lub naruszeniem zasad dywersyfikacji, wykonywane niezależnie od harmonogramu rebalancingu czasowego.
36. **Sesja giełdowa** - Dzień, w którym odbywa się regularny obrót na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.
37. **Zlecenie inwestycyjne** - Polecenie zakupu lub sprzedaży aktywów Portfela.
38. **Spółka giełdowa** - spółka akcyjna, której akcje zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. lub na rynku alternatywnym NewConnect, działającym w ramach tego samego operatora rynku.

ROZDZIAŁ II

§ 4. Cel inwestycyjny

1. Celem działalności inwestycyjnej Stowarzyszenia jest edukacja członków poprzez aktywne zarządzanie Portfelem oraz wzrost wartości aktywów inwestycyjnych Stowarzyszenia przez inwestowanie w instrumenty finansowe o dużym potencjale wzrostu, przy akceptacji ryzyka inwestycyjnego.
2. Realizacja celu inwestycyjnego służy budowaniu wiedzy praktycznej w zakresie analizy fundamentalnej i zarządzania portfelem oraz pomnażaniu środków Stowarzyszenia w długim horyzoncie czasowym.

§ 4a. Benchmark Portfela

1. Benchmarkiem służącym do oceny wyników Portfela Inwestycyjnego jest portfel referencyjny o następującej strukturze:
 - a) 40% - Indeks TBSP (Treasury BondSpot Poland),
 - b) 60% - Indeks WIG (Warszawski Indeks Giełdowy),

2. Wybór obligacji, o której mowa w ust. 1 lit. a, podlega przeglądowi nie rzadziej niż raz w roku przez Departament Zarządzania Ryzykiem i wymaga zatwierdzenia przez Komitet Inwestycyjny.
3. Rebalancing benchmarku do wag określonych w ust. 1 przeprowadza się w cyklu kwartalnym.
4. Przy ocenie płynności obligacji, o której mowa w ust. 1 lit. a, uwzględnia się w szczególności średni dzienny wolumen i wartość obrotu na rynku wtórnym, spread kwotowań oraz częstotliwość zawierania transakcji. Zastosowane kryteria są dokumentowane przez Departament Zarządzania Ryzykiem w notatce z przeglądu.
5. Stopa zwrotu części dłużnej benchmarku jest liczona z reinwestycją kuponów.
6. Benchmark jest stosowany w szczególności do:
 - 1) oceny efektywności zarządzania Portfelem,
 - 2) raportów kwartalnych Komitetu Inwestycyjnego,
 - 3) analizy odchyleń wyników od portfela referencyjnego,
 - 4) oceny stabilności i ryzyka podejmowanych decyzji inwestycyjnych.

§ 5. Charakterystyka aktywów inwestycyjnych

1. Środki Portfela mogą być lokowane wyłącznie w następujące klasy aktywów:
 - 1) Akcje spółek dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym GPW oraz na rynku alternatywnym NewConnect.
 - 2) Fundusze replikujące indeksy akcyjne polskiego rynku, w szczególności fundusz ETF replikujący indeks sWIG80, mogą być wykorzystywane wyłącznie jako rozwiązanie zastępcze w przypadku niewystarczającej liczby ważnych rekomendacji BUY, zgodnie z zasadami określonymi w § 7.
 - 3) Instrumenty uznawane za wolne od ryzyka kredytowego, w szczególności:
 - a) obligacje emitowane, poręczone lub gwarantowane przez Skarb Państwa;
 - b) fundusze typu ETF replikujące indeksy polskich obligacji skarbowych;
 - c) depozyty bankowe w instytucjach objętych systemem gwarantowania depozytów oraz środki pieniężne na rachunkach inwestycyjnych prowadzonych przez dom maklerski, objęte systemem rekompensat KDPW.
2. Gotówka na rachunku inwestycyjnym utrzymywana wyłącznie w zakresie niezbędnym do przeprowadzania transakcji lub jako wynik zaokrągleń przy alokacji kapitału. Wartość gotówki w Portfelu ogranicza się do minimum i nie stanowi odrębnej klasy aktywów.

§ 6. Raporty inwestycyjne i przygotowanie analiz

1. Podstawą działalności inwestycyjnej Stowarzyszenia jest przygotowywanie Raportów Inwestycyjnych dotyczących spółek giełdowych. Raporty te są głównym narzędziem analitycznym i edukacyjnym oraz podstawą do podejmowania decyzji o alokacji środków w Portfelu.
2. Raport Inwestycyjny obejmuje co najmniej:

- 1) prezentację opisującą profil działalności spółki, główne założenia modeli i podsumowanie wyników wraz z rekomendowaną wyceną końcową;
 - 2) arkusz kalkulacyjny zawierający wycenę spółki metodą DCF oraz metodą porównawczą.
3. Raport uznaje się za ważny, jeżeli spełnia łącznie następujące warunki:
- 1) został zatwierdzony przez Komitet Inwestycyjny, który potwierdził, że raport przygotowano starannie, rzetelnie i zgodnie z najlepszymi praktykami analizy fundamentalnej;
 - 2) został zaktualizowany w terminie nie dłuższym niż miesiąc od publikacji najnowszych wyników finansowych spółki.
5. Komitet nie wpływa bezpośrednio na uzyskaną wycenę końcową modelu – zatwierdza jedynie jego poprawność merytoryczną oraz zgodność z aktualnymi danymi.

§ 6a. Aktualizacja Raportu Inwestycyjnego

6. Aktualizacja Raportu Inwestycyjnego polega na:
- 1) uzupełnieniu arkusza kalkulacyjnego o najnowsze dane finansowe;
 - 2) przygotowaniu krótkiej noty opisującej zmiany względem poprzedniej wyceny, w szczególności wynikające z publikacji nowych raportów finansowych lub innych informacji cenotwórczych;
 - 3) aktualizacji prezentacji opisującej profil działalności spółki oraz założeń modeli nie rzadziej niż raz w roku.
7. Po wykonaniu powyższych czynności zaktualizowany Raport Inwestycyjny wymaga zatwierdzenia przez Komitet Inwestycyjny, który ocenia kompletność i rzetelność wprowadzonych zmian przed jego publikacją.

ROZDZIAŁ III

§ 7. Struktura portfela

1. Portfel składa się z dwóch klas aktywów:
 - 1) części dłużnej, obejmującej wyłącznie instrumenty uznawane za wolne od ryzyka kredytowego wyszczególnione w §5 ust. 3, stanowiącej 30% wartości Portfela;
 - 2) części akcyjnej, obejmującej akcje spółek dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym GPW lub na rynku alternatywnym NewConnect oraz w sytuacjach określonych w ust. 4, fundusz ETF replikujący indeks sWIG80, stanowiącej 70% wartości Portfela.
2. Podstawowym celem części akcyjnej jest realizacja strategii aktywnej selekcji opartej na Raportach Inwestycyjnych, z wykorzystaniem modelu Blacka-Littermana jako narzędzia wyznaczania wag poszczególnych pozycji, z zastrzeżeniem ograniczeń określonych w Polityce, w szczególności minimalnych i maksymalnych udziałów pojedynczej spółki w Portfelu.

3. Część akcyjna portfela składa się z 15 spółek posiadających aktualne rekomendacje BUY o okresie notowań minimum 252 sesje giełdowe z zachowaniem limitu maksymalnie 3 spółek notowanych na rynku NewConnect.
4. Jeżeli liczba ważnych rekomendacji BUY jest mniejsza niż piętnaście, część akcyjna Portfela alokowana jest w sposób następujący:
 - 1) na zakup akcji przeznacza się jedynie tę część alokacji odpowiadającą wartości $(n / 15) \times 70\%$, gdzie n oznacza liczbę aktualnych rekomendacji BUY;
 - 2) pozostała część alokacji w ramach części akcyjnej kierowana jest do funduszu typu ETF replikującego indeks sWIG80, do czasu osiągnięcia liczby 15 aktualnych rekomendacji BUY.
5. Spółki notowane na rynku NewConnect mogą zostać dopuszczone do procesu selekcji wyłącznie w przypadku, gdy ich średni dzienny wolumen obrotu z ostatnich 60 sesji giełdowych wynosi co najmniej 50 000 zł.
6. W przypadku, gdy liczba rekomendacji BUY przekracza 15, do części akcyjnej Portfela wybierane są spółki o najwyższym poziomie upside, z zastrzeżeniem zasad dywersyfikacji branżowej i zasad doboru spółek z NewConnect.
7. W portfelu mogą znaleźć się maksymalnie 2 spółki należące do jednej branży zgodnie z zasadami klasyfikacji branżowej określonymi w § 7a. Jeżeli w danym branży liczba Rekomendacji BUY przekracza dwie, w części akcyjnej Portfela uwzględnia się dwie spółki z tego branży o najwyższym upside. Pozostałe spółki z tego samego branży nie są kwalifikowane do Portfela w danym okresie alokacyjnym.
8. Udział wszystkich spółek należących do jednego sektora, zgodnie z klasyfikacją GICS, nie może przekroczyć 40% wartości części akcyjnej Portfela.
9. Wagi poszczególnych spółek w części akcyjnej wyznaczane są zgodnie z modelem Blacka-Littermana opisanym w Polityce, z zastosowaniem ograniczeń minimalnego i maksymalnego udziału pojedynczej pozycji w Portfelu.
10. Tak zdefiniowany powyżej podział stanowi Strategic Asset Allocation (SAA).
11. W ramach Tactical Asset Allocation (TAA) dopuszczalne są odchylenia od Strategic Asset Allocation (SAA) wynikające z faktu, że transakcje w imieniu Stowarzyszenia dokonywane są wyłącznie w terminach rebalancingu, przeprowadzanego nie rzadziej niż raz w miesiącu. Pomiędzy kolejnymi rebalancingami wagi poszczególnych aktywów mogą ulegać zmianom w wyniku wahań rynkowych, co stanowi naturalny element TAA i nie jest traktowane jako naruszenie przyjętej struktury alokacji.

§ 7a. Zasady klasyfikacji branżowej

1. Do określania ograniczeń dywersyfikacyjnych stosuje się klasyfikację GICS (Global Industry Classification Standard), przy czym podstawową jednostką klasyfikacyjną jest poziom *industry group*.
2. Każda spółka otrzymuje jednoznaczne przypisanie do *industry group* oraz *sektora* zgodnie z aktualnymi danymi GPW lub dostawcy klasyfikacji. W przypadku rozbieżności ostateczną decyzję podejmuje Komitet Inwestycyjny.

3. ETF-y klasyfikowane są zgodnie z klasą aktywów bazowych; ETF sWIG80 traktowany jest jako ekspozycja na polskie akcje małych spółek giełdowych.
4. Limity sektorowe dotyczą sumy wag wszystkich pozycji przypisanych do danego sektora zgodnie z niniejszym paragrafem.
5. Jeżeli planowana transakcja prowadziłaby do przekroczenia limitu udziału sektora lub *industry group*, Departament Zarządzania Ryzykiem informuje Komitet Inwestycyjny i przedstawia alternatywy. Transakcja może zostać wykonana tylko w wariacie nieprzekraczającym limitu.
6. Przekroczenia limitów wynikające z ruchów rynkowych, zmian klasyfikacji lub zdarzeń korporacyjnych wymagają przygotowania przez Departament Zarządzania Ryzykiem planu powrotu do limitów oraz zgłoszenia sprawy Komitetowi Inwestycjnemu.

§ 8. Zasady selekcji aktywów

1. Komitet Inwestycyjny, działając w imieniu Stowarzyszenia, dokonuje okresowego przeglądu:
 - 1) struktury Portfela,
 - 2) istniejących Raportów Inwestycyjnych oraz innych materiałów analitycznych przygotowanych przez Osoby zaangażowane,
 - 3) bieżącej sytuacji rynkowej oraz zmian w otoczeniu makroekonomicznym i sektorowym.
2. Na podstawie powyższych informacji Komitet Inwestycyjny identyfikuje spółki giełdowe, które:
 - 1) mogą stanowić atrakcyjne inwestycje z punktu widzenia jakości biznesu i wyceny,
 - 2) wpisują się w docelową strukturę Portfela, w szczególności pod względem dywersyfikacji sektorowej na poziomie „industry group”,
 - 3) charakteryzują się potencjalnie znaczącym Upside (w rozumieniu niniejszej Polityki),
 - 4) poprawiają profil ryzyka Portfela zgodnie z przyjętą Polityką Inwestycyjną.
3. Dla spółek spełniających powyższe kryteria Komitet Inwestycyjny formułuje wstępną listę kandydatów do przygotowania Raportów Inwestycyjnych.
4. Spółki z listy wstępnej są przypisywane do Osób zaangażowanych, w szczególności analityków, z uwzględnieniem:
 - 1) ich dotychczasowego doświadczenia,
 - 2) specjalizacji sektorowej,
 - 3) znajomości modeli biznesowych danych podmiotów.
5. Osoba zaangażowana może zgłosić preferencję co do wyboru spółki, której model biznesowy jest jej najlepiej znany lub w największym stopniu odpowiada jej kompetencjom, co ma na celu podniesienie jakości Raportów Inwestycyjnych i efektywności procesu analitycznego.

§ 8a. Raport Inwestycyjny

1. Raport Inwestycyjny jest sporządzany zgodnie z definicją zawartą w niniejszej Polityce i obejmuje w szczególności:
 - 1) arkusz kalkulacyjny z wyceną metodą DCF oraz metodą porównawczą,
 - 2) prezentację opisującą profil działalności spółki, główne założenia dotyczące prognoz oraz kluczowe czynniki ryzyka,
 - 3) model finansowy wraz z prognozami,
 - 4) podsumowanie wyników z rekomendowaną wyceną końcową oraz analizą wrażliwości.
2. W toku przygotowywania Raportu Inwestycyjnego Osoba zaangażowana:
 - 1) gromadzi i analizuje dane źródłowe (sprawozdania finansowe, raporty bieżące i okresowe, prezentacje inwestorskie, dane rynkowe, analizy branżowe),
 - 2) dokonuje pogłębionej analizy modelu biznesowego spółki,
 - 3) przeprowadza analizę sektora oraz konkurencji,
 - 4) przygotowuje wycenę i określa Upside.
3. Raport Inwestycyjny jest następnie prezentowany Komitetowi Inwestycjnemu w celu zatwierdzenia jego poprawności merytorycznej.

§ 8b. Weryfikacja Raportu Inwestycyjnego

1. Komitet Inwestycyjny dokonuje przeglądu Raportu Inwestycyjnego pod kątem:
 - 1) poprawności metodycznej zastosowanych modeli i założeń,
 - 2) spójności wniosków z zebranymi danymi,
 - 3) zgodności proponowanej inwestycji z Polityką, w tym z zasadami dywersyfikacji, limitami ryzyka oraz strukturą Portfela.
2. Spółka może zostać rekomendowana do włączenia do Portfela, jeżeli w szczególności:
 - 1) Upside przekracza 20%, co zgodnie z definicją oznacza Rekomendację BUY,
 - 2) jej profil ryzyka, zmienności oraz udział w Portfelu są zgodne z zasadami dywersyfikacji i limitami koncentracji,

§ 8c. Mechanizm doskonalenia procesu

1. Stowarzyszenie stosuje w ramach działalności inwestycyjnej mechanizm ciągłego doskonalenia procesu analitycznego i decyzyjnego, polegający na:
 - 1) okresowym porównywaniu rzeczywistych wyników spółek znajdujących się w Portfelu z założeniami Raportów Inwestycyjnych,
 - 2) analizie przyczyn rozbieżności pomiędzy wyceną a zrealizowanymi wynikami, w szczególności w kontekście przyjętych założeń DCF, Wskaźnika Upside/ σ oraz parametrów ryzyka,
 - 3) omawianiu wniosków z powyższych analiz na forum Komitetu Inwestycyjnego oraz w gronie Osób zaangażowanych,
 - 4) wykorzystywaniu uzyskanych doświadczeń przy formułowaniu Poglądów oraz przygotowywaniu kolejnych Raportów Inwestycyjnych.

2. Mechanizm działalności inwestycyjnej powinien umożliwiać, aby każda analiza oraz każda inwestycja w ramach Portfela służyła nie tylko realizacji celów inwestycyjnych Stowarzyszenia, lecz także systematycznemu podnoszeniu jakości procesu analitycznego oraz kompetencji Osób zaangażowanych.

§ 9. Model risk parity

1. Na wyselekcjonowanym zbiorze akcji budowany jest portfel equal risk contribution (ERC), w którym każdy składnik wnosi równy wkład w całkowite ryzyko portfela:

$$RC_i = w_{RP_i}(\Sigma w_{RP})_i = const.$$

przy założeniach:

$$\sum_i w_{RP} = 1, w_{RP_i} \geq 0$$

gdzie:

- Σ to macierz kowariancji zwrotów dziennych przekształconych do rocznej skali z okresu 252 sesji,
 - w_{RP_i} to waga aktywa i w portfelu,
 - RC_i to jego wkład w ryzyko.
2. Portfel referencyjny nie jest wynikiem globalnych sił rynkowych (ICAPM), tylko konstrukcją inwestora, który chce, aby każda część portfela wносиła tyle samo ryzyka.
 3. Portfel equal risk contribution (ERC) pełni wyłącznie funkcję portfela referencyjnego (priors) w modelu Blacka-Littermana oraz punktu odniesienia w analizach porównawczych. Portfel ERC nie stanowi docelowej struktury alokacji i nie jest wykorzystywany bezpośrednio do budowy Portfela Inwestycyjnego.

§ 10. Model Blacka-Littermana

1. Wagi poszczególnych akcji w części akcyjnej Portfela są wyznaczone przez model Blacka-Littermana z ograniczeniem minimalnego i maksymalnego udziału akcji jednej spółki wynoszącymi odpowiednio 5% i 9%, w którym portfelem referencyjnym jest portfel risk parity z wagami w_{RP} , natomiast poglądy (views) w modelu odpowiadają końcowym wycenom akcji wyselekcjonowanych zgodnie z zasadami określonymi w niniejszej Polityce Inwestycyjnej, z przypisanym każdej wycenie poziomem zaufania (confidence level) w przedziale od 0% do 100%.

$$w_{BL} = w_{RP} + \tau \Sigma P^T (P \tau \Sigma P^T + \Omega)^{-1} (Q - P w_{RP})$$

$$\mu_{BL} = [(\tau \Sigma)^{-1} + P^T \Omega^{-1} P]^{-1} [(\tau \Sigma)^{-1} \pi + P^T \Omega^{-1} Q]$$

gdzie:

- $\pi = \delta \Sigma w_{RP}$ – zwroty równowagi (priory) z modelu Risk Parity,
- P, Q – macierz i wektor poglądów,
- Ω – wariancje błędów poglądów,
- τ – niepewność priory,

- δ – współczynnik awersji do ryzyka.
- Wynikowe wagi to:

$$sw_{BL} = \frac{1}{\delta} \Sigma^{-1} \mu_{BL}$$

2. Oceny jakości wycen (views) są przekształcane w oczekiwane nadwyżkowe stopy zwrotu, gdzie za stopę wolną od ryzyka bierze się rentowność 10-letnich polskich obligacji skarbowych.
1. Model Black-Littermana model będzie konstruowany zgodnie z opisem zawartym w repozytorium „student-fund”
(dostępnym pod adresem <https://github.com/HossaProCapital/student-fund>).

ROZDZIAŁ IV

§ 11. Departament Zarządzania Ryzykiem

1. Komitet Inwestycyjny powołuje Departament Zarządzania Ryzykiem jako wyspecjalizowaną jednostkę odpowiedzialną za monitorowanie ryzyka Portfela, kontrolę zgodności działań inwestycyjnych z Polityką oraz przygotowywanie raportów dotyczących ryzyka.
2. Komitet Inwestycyjny określa skład, zakres kompetencji oraz sposób działania Departamentu Zarządzania Ryzykiem, z uwzględnieniem postanowień niniejszej Polityki.
3. Departament Zarządzania Ryzykiem działa niezależnie od osób przygotowujących Raporty Inwestycyjne i jest odpowiedzialny za wykonywanie zadań określonych w niniejszej Polityce, w szczególności w § 12–§ 16.
4. Komitet Inwestycyjny może w każdym czasie dokonać zmian w składzie Departamentu lub jego strukturze, o czym informuje Zarząd.

§ 12. Monitoring Ryzyka

1. Celem monitorowania ryzyka jest bieżąca kontrola czy poziom zmienności, dywersyfikacji i koncentracji Portfela pozostaje zgodny z założeniami modeli Risk Parity i Blacka-Littermana oraz z celami dydaktyczno-inwestycyjnymi Stowarzyszenia.
2. Proces monitorowania prowadzony jest przez Departament Zarządzania Ryzykiem i obejmuje codzienny nadzór nad parametrami oraz cykliczne raportowanie wyników.
3. Miary bieżące

Miara	Okres obserwacji	Opis
Rolling Volatility (roczna)	60 sesji	Średnia zmienność Portfela w ujęciu kroczącym, przeskalowana do skali rocznej.
Rolling Correlation	60 sesji	Śledzenie zmian współzależności między aktywami i sektorami.

Value at Risk (95%)	252 sesje	Historyczna miara maksymalnej 1-dniowej straty przy poziomie ufności 95%.
Maximum Drawdown (MDD)	Bieżący	Największe obsunięcie kapitału od ostatniego szczytu NAV.
Risk Contribution (RC)	Bieżący	Wkład poszczególnych składników w całkowitą zmienność Portfela.

4. Limity i reakcje stosowane są na etapie optymalizacji wag w modelach Risk Parity i Blacka-Littermana, jak również codziennym monitorowaniu Portfela.

Parametr	Limit dopuszczalny	Działanie korygujące	Częstotliwość pomiaru
Roczna zmienność Portfela	$\leq 10\%$	Przegląd możliwych działań w celu zmniejszenia ekspozycji na główne czynniki ryzyka (volatility targeting).	Tygodniowo
Średnia korelacja spółek	$\leq 0,70$	Analiza dywersyfikacji sektorowej i rozważenie korekty zasad dywersyfikacji sektorowej.	Tygodniowo
Maksymalne obsunięcie (MDD)	$\leq 50\%$	Przegląd struktury Portfela	Codziennie
Udział jednej spółki w części akcyjnej Portfela	$5\% \leq w \leq 9\%$	Rebalancing do poziomu dopuszczalnego.	Miesięcznie
Spółka bez zatwierdzonej wyceny	0%	Automatyczne wykluczenie z Portfela.	Na bieżąco

*Limit dla sektora:

$$\max (L_{sektor} = \frac{100\%}{N_{sektorów}}, 40\%)$$

gdzie $N_{sektorów}$ to liczba sektorów, z których pochodzą zatwierdzone spółki.

5. Limity ilościowe (maks. 2 spółki w jednym industry group) oraz limity wagowe (maks. 40% udziału jednego sektora w części Akcyjnej Portfela) stosuje się jednocześnie.

§ 13. Procedura ograniczania strat

1. Limit obsunięcia kapitału

- 1) Maksymalne dopuszczalne obsunięcie wartości Portfela (liczone od szczytu NAV) wynosi 50%.
- 2) Przekroczenie tego poziomu nie uruchamia automatycznej sprzedaży, lecz prowadzi do obowiązkowego przeglądu Portfela, identyfikacji źródeł spadku

oraz oceny, czy obecna struktura Portfela pozostaje spójna z polityką inwestycyjną.

- 3) W przypadku potwierdzenia, że obsunięcie wynika z szerokiego krachu rynkowego, ekspozycja może zostać utrzymana. Jeżeli natomiast problem dotyczy pojedynczych pozycji lub koncentracji ryzyka – należy dostosować Politykę Inwestycyjną.

2. Limit zmienności

- 1) Jeżeli roczna zmienność ze średniej kroczącej (60-dniowej) przekroczy 11%, uruchamiany jest obowiązkowy przegląd ekspozycji (volatility review).
- 2) Celem przeglądu jest weryfikacja czy wzrost zmienności wynika z ogólnej sytuacji rynkowej, czy z czynników specyficznych dla Portfela.
- 3) Jeżeli średnia korelacja między spółkami przekracza 0,8, dokonywana jest analiza struktury Portfela pod kątem dywersyfikacji.

3. Limit dzienny

- 1) Jeśli strata dzienna przekraczająca 3% wartości Portfela wystąpi co najmniej trzykrotnie w okresie 10 dni roboczych, uruchamia się procedurę analizy przyczyn oraz czasowe wstrzymanie nowych transakcji, do momentu oceny sytuacji przez Departament Zarządzania Ryzykiem, jednak trwające nie dłużej niż 10 dni roboczych.
- 2) Limit ten ma na celu zapobieżenie narastaniu ryzyka operacyjnego oraz identyfikację źródła niestabilności Portfela; nie skutkuje on automatycznym zamykaniem istniejących pozycji.

§ 14. Rebalancing Portfela

1. Departament Zarządzania Ryzykiem jest odpowiedzialny za przygotowanie rekomendacji dotyczącej rebalancingu.
2. Rebalancing czasowy przeprowadzany jest regularnie, nie rzadziej niż raz w miesiącu, w celu dostosowania składu Portfela do zasad alokacji określonych w Polityce Inwestycyjnej. Obejmuje on zarówno dostosowanie wag poszczególnych akcji w części akcyjnej, jak i relacji pomiędzy częścią akcyjną a częścią dłużną Portfela.
3. Rebalancing jest przeprowadzany wyłącznie w przypadku, gdy różnica między wagą faktyczną, rozumianą jako waga wynikająca z aktualnego składu Portfela, a wagą docelową, rozumianą jako waga określona w Polityce Inwestycyjnej, wynosi co najmniej:
 - 1) 0,25 punktu procentowego – w odniesieniu do pojedynczej akcji w części akcyjnej Portfela, lub
 - 2) 2,5% wartości Portfela – w odniesieniu do udziału części akcyjnej względem części dłużnej.
4. Każdy rebalancing jest odnotowywany w rejestrze zmian Portfela.

§ 14a. Procedura ustalania wag i wykonywania transakcji

1. Komitet Inwestycyjny (KI) odpowiada za:

- 1) Zatwierdzanie aktualności i jakości wszystkich Raportów Inwestycyjnych,

- 2) potwierdzenie, że zaktualizowane dane mogą zostać przekazane do Departamentu Zarządzania Ryzykiem (DR).
- 3) Budowę macierzy niepewności potrzebnej do modelu Blacka-Littermana Ω .
2. Departament Zarządzania Ryzykiem (DR):
 - 1) na podstawie zatwierdzonych Raportów Inwestycyjnych, macierzy niepewności oraz modeli Risk Parity i Blacka-Littermana wylicza proponowane wagi Portfela,
 - 2) weryfikuje zgodność wag z limitami ryzyka, zasadami dywersyfikacji i ograniczeniami sektorowymi,
 - 3) przygotowuje formalną rekomendację rebalancingu i przekazuje ją do Komitetu Inwestycyjnego.
 - 4) odnotowuje przeprowadzone transakcje w rejestrze Portfela.
3. Komitet Inwestycyjny (KI):
 - 1) ocenia rekomendację DR pod kątem zgodności z Polityką,
 - 2) zatwierdza rekomendację w formie decyzji inwestycyjnej,
 - 3) przekazuje zatwierdzone zlecenie transakcyjne Zarządowi.
4. Zarząd jest zobowiązany do wykonania transakcji niezwłocznie, nie później niż w terminie 7 dni od otrzymania decyzji Komitetu Inwestycyjnego, pod warunkiem, że rekomendacja DR jest zgodna z Polityką oraz obowiązującymi limitami ryzyka.

§ 15. Karty ryzyka i wskaźników efektywności

1. W celu szczegółowego monitorowania ryzyka Departament Zarządzania Ryzykiem opracowuje cyklicznie:
 - 1) karty ryzyka spółek zawierające indywidualne miary ryzyka i efektywności;
 - 2) kartę ryzyka Portfela agregującą kluczowe wskaźniki dla całego Portfela.
2. Interpretacja wskaźników opiera się na porównaniu wartości bieżących do:
 - 1) wartości historycznych,
 - 2) limitów,
 - 3) oraz benchmarku referencyjnego opisanego w § 4a.
3. Karta ryzyka spółki (pojedynczego aktywa)

Kategoria	Opis	Źródło danych
Zmienność	Odchylenie standardowe dziennych zwrotów	252 sesje
Ryzyko asymetryczne	Odchylenie dla strat poniżej średniej	252 sesje
Efektywność ryzyka	$(\text{Śr. zwrot} - \text{stopa wolna od ryzyka}) / \sigma$	252 sesje
Współczynnik Sortino	$(\text{Śr. zwrot} - \text{stopa wolna od ryzyka}) / \text{downside deviation}$	252 sesje
Wkład w ryzyko Portfela	Ryzyko wzgl. całkowitej zmienności Portfela	z modelu RP
Korelacja z Portfelem	Współzależność z Portfelem	rolling window 60 dni

Drawdown max	Największe obsunięcie z ostatniego roku	252 sesje
Upside (prognoza)	Potencjał wzrostu z modelu analitycznego	z raportów

4. Karta ryzyka Portfela

Kategoria	Opis	Okres
Zmienność Portfela	Roczna zmienność Portfela	60-dniowy rolling
Średnia korelacja	Średnia korelacja między spółkami	60 dni
Value at Risk (95%)	Maksymalna jednodniowa strata z 95% estymowanym prawdopodobieństwem	252 sesje
Maximum Drawdown	Największe obsunięcie NAV	ostatni rok
Sharpe ratio	Efektywność alokacji całego Portfela	252 sesje
Sortino ratio	Efektywność alokacji przy mierze ryzyka wyłącznie straty	252 sesje
Information ratio	Aktywny zwrot / Aktywne ryzyko względem benchmarku	252 sesje
Tracking error	Aktywne ryzyko	252 sesje
Beta Portfela vs. benchmark	Wrażliwość Portfela na zmiany benchmarku	60 dni
Skośność	Ocena asymetrii zwrotów Portfela	252 sesje

§ 16. Raportowanie ryzyka

- Departament Zarządzania Ryzykiem przygotowuje raporty w trzech cyklach:
 - Tygodniowy raport operacyjny:
 - przekazywany wewnętrznie do zespołu inwestycyjnego;
 - zawierający kartę ryzyka Portfela oraz karty ryzyka spółek.
 - Miesięczny raport decyzyjny
 - kierowany do Komitetu Inwestycyjnego;
 - zawierający ocenę podejmowanego ryzyka.
 - Kwartalny raport zarządczy
 - Przekazywany przez Komitet Inwestycyjny do Komisji Rewizyjnej;
 - prezentujący agregaty ryzyka oraz ocenę skuteczności modeli.
- Wszystkie raporty są archiwizowane w systemie elektronicznym przez minimum 5 lat.

ROZDZIAŁ V

§ 17. Przejrzystość Portfela

1. W związku z działalnością inwestycyjną Stowarzyszenia na stronie internetowej Stowarzyszenia publikowane są:
 - 1) niniejsza Polityka Inwestycyjna;
 - 2) aktualny skład Portfela Inwestycyjnego (z uwzględnieniem wag);
 - 3) Raporty Inwestycyjne, na podstawie których dokonano aktualnych inwestycji w Portfelu;
 - 4) wykres przedstawiający historyczną wartość Portfela Inwestycyjnego za okres co najmniej ostatnich 365 dni.
2. Zestawienie to jest aktualizowane co najmniej raz w miesiącu.

§ 18. Komitet Inwestycyjny

1. Komitet Inwestycyjny jest odpowiedzialny za jakość analiz oraz decyzji inwestycyjnych Stowarzyszenia. Członkowie Komitetu są powoływani przez Zarząd na roczną kadencję, tożsamą z kadencją Zarządu, w liczbie trzech osób. Członkostwo w Komitecie stanowi formę wyróżnienia i uznania dla szczególnego wkładu w rozwój Stowarzyszenia.
2. Zarząd ma prawo w każdej chwili odwołać członka Komitetu Inwestycyjnego, po przedstawieniu uzasadnienia tej decyzji. Odwoływany członek ma prawo odnieść się do zastrzeżeń w terminie 7 dni od ich otrzymania. Po upływie tego terminu Zarząd może podjąć decyzję o odwołaniu oraz powołaniu w jego miejsce innej osoby.
3. Do obowiązków Komitetu Inwestycyjnego należy w szczególności:
 - 1) weryfikowanie pod kątem merytorycznym jakości wycen zgłaszanych przez członków Stowarzyszenia;
 - 2) przyjmowanie i analiza ocen przygotowywanych przez Komisję Rewizyjną dotyczących działalności inwestycyjnej Stowarzyszenia;
 - 3) tworzenie pomocy edukacyjnych z zakresu wyceny i zarządzania Portfelem;
 - 4) monitorowanie wyników osiąganych przez Portfel i ryzyka związanego z inwestycjami;
 - 5) dbanie o publikowanie wymaganych elementów na stronie internetowej Stowarzyszenia;
 - 6) przekazywanie swoim następcom wszystkich informacji niezbędnych do kontynuowania działalności inwestycyjnej;
 - 7) przekazywanie wyników inwestycyjnych Zarządowi i Komisji Rewizyjnej;
 - 8) przygotowywanie raportów kwartalnych, sporządzanych po zakończeniu każdego kwartału kalendarzowego. Raporty powinny zawierać informacje o stopach zwrotu Portfela, porównanie wyników z benchmarkiem opis znaczących zmian w Portfelu, analizę czynników ryzyka oraz ocenę zgodności działań inwestycyjnych z Polityką Inwestycyjną. Raporty kwortalne

przekazywane są Komisji Rewizyjnej, która w terminie 14 dni od ich otrzymania może zgłosić uwagi i rekomendacje.

§ 19. Wykorzystanie informacji

1. Członkowie Stowarzyszenia, członkowie Komitetu Inwestycyjnego oraz inne osoby zaangażowane w działalność Stowarzyszenia (dalej łącznie: „Osoby Zaangażowane”) nie mogą wykorzystywać informacji pozyskanych w związku z działalnością analityczną lub inwestycyjną Stowarzyszenia w celu uzyskania korzyści majątkowej ani w celu uzyskania korzyści majątkowej osób trzecich.
2. W szczególności Osobom Zaangażowanym zabrania się:
 - 1) zawierania na własny rachunek lub na rachunek osób trzecich transakcji na instrumentach finansowych, w odniesieniu do których Stowarzyszenie posiada lub planuje uzyskać ekspozycję, jeżeli transakcje te mogłyby być uznane za dokonane w oparciu o informacje uzyskane w ramach działalności analitycznej lub inwestycyjnej Stowarzyszenia,
 - 2) przekazywania osobom trzecim informacji uzyskanych w związku z działalnością analityczną lub inwestycyjną Stowarzyszenia w sposób mogący skutkować wykorzystaniem tych informacji dla osiągnięcia korzyści majątkowej,
 - 3) podejmowania jakichkolwiek działań, które mogłyby stwarzać pozór wykorzystywania informacji pozyskanych w ramach działalności analitycznej lub inwestycyjnej Stowarzyszenia w sposób sprzeczny z interesem Stowarzyszenia lub zasadami określonymi w niniejszej Polityce Inwestycyjnej.
3. Osoby Zaangażowane są zobowiązane działać z należytą starannością, w najlepiej pojętym interesie Stowarzyszenia oraz powstrzymywać się od wszelkich działań mogących prowadzić do powstania konfliktu interesów między ich interesem prywatnym a interesem Stowarzyszenia.

§ 20. Postanowienia Końcowe

1. Zmiany w niniejszej Polityce mogą być wprowadzane wyłącznie na mocy uchwały Zarządu.
2. Każda zmiana powinna być opublikowana na stronie internetowej Stowarzyszenia wraz z uzasadnieniem, a członkowie Stowarzyszenia powinni zostać poinformowani o jej treści.

