

## Iluzja wyjścia ewakuacyjnego, czyli dlaczego płynność to kwestia życia i śmierci

*„Wejście na rynek nigdy nie jest problemem. Wejść może każdy głupiec. Problemem jest to, jak szybko i po jakiej cenie możesz z niego wyjść, gdy sprawy przybiorą zły obrót”.*

Linda Raschke, *Sardynki na handel*

Wyobraź sobie premierę filmową dekady. Siedzisz w luksusowym kinie, w wygodnym fotelu, a wokół ciebie znajduje się 500 osób stanowiących finansową elitę. Wszyscy są w doskonałych nastrojach, pochłonięci akcją na ekranie. Nikt nie spodziewa się, że za chwilę wydarzy się coś, czego nie przewidywał żaden scenariusz. W połowie seansu ktoś z pierwszego rzędu wstaje i niosącym się echem głosem oznajmia: „Widzę dym pod ekranem. Chyba się pali”.

W ułamku sekundy sielanka zamienia się w koszmar. Pięćset osób zrywa się z miejsc. Tłum, niczym fala uderzeniowa, napiera w jednym kierunku: do drzwi. I dokładnie w tym momencie do wszystkich dociera przerażająca prawda, zignorowana przy wchodzeniu na salę – wyjście jest tylko jedno. To wąskie gardło, które w normalnych warunkach przepuściłoby najwyżej dwie osoby idące obok siebie. Ale to nie są normalne warunki. Gdy w powietrzu czuć swąd spalenizny, empatia wyparowuje. Nikt nie współpracuje. Instynkt przetrwania bierze

górze nad kulturą osobistą, a każdy sąsiad staje się rywalem w brutalnym wyścigu.

W takiej sytuacji cena twojego biletu (historyczna wycena akcji w portfelu), to, czy film właśnie dostał Oscara (rekomendacje analityków) i jak wygodny jest twój fotel (wcześniejsze zyski spółki), przestają mieć jakiegokolwiek znaczenie. Twoje papierowe „bogactwo” – posiadanie miejsca w tym elitarnym kinie – staje się śmiertelną pułapką. Liczy się tylko jedno: płynność. Czyli fizyczna przepustowość tych jednych, wąskich drzwi.

Jeśli wszyscy rzucą się do wyjścia jednocześnie, powstanie zator. Ludzie zaczną się tratować. Ci, którzy siedzą w ostatnich rzędach (czyli ci, którzy weszli na rynek na samym szczycie hossy), zostaną odcięci od wyjścia ścianą ludzkich ciał. Zostaną uwięzieni na sali, trzymając w ręku bilet, który jeszcze pięć minut temu wydawał się wart fortunę.

Na giełdzie te drzwi nazywają się karnetem lub arkuszem zleceń, a dym pod ekranem to sygnał do ostrej korekty. Większość początkujących inwestorów ma niezdrową obsesję na punkcie samej ceny. Patrzą na wykres w telefonie i myślą: „Moje akcje kosztują 100 zł, świetnie, zarobiłem!”. Z kolei profesjonaliści, którzy przetrwali na rynku dekady, mają obsesję na punkcie płynności. Oni nie pytają wyłącznie: „Ile to kosztuje?”. Pytają przede wszystkim: „Jeśli jutro wydarzy się coś niespodziewanego i będę musiał natychmiast zamienić te akcje na gotówkę, to czy w arkuszu zleceń znajdzie się ktoś, kto je ode mnie odkupi, nie zbijając przy tym ceny o połowę?”

W tym rozdziale przyjrzymy się zjawisku „śmierci w ciszy”. To najbardziej bolesny sposób bankructwa na giełdzie: sytuacja, w której twój portfel pokazuje wirtualne miliony zysku, ale ty nie jesteś w stanie za ten zysk kupić nawet bułki w sklepie. Utknąłeś w finansowym „motelu karaluchów” (*cockroach motel* – określenie zaczerpnięte z amerykańskiego żargonu giełdowego o spółkach, do których łatwo wejść, ale z których nie da się wyjść z bagażem).

## Iluzja „ostatniej ceny”, czyli kłamstwo monitora

Zacznijmy od dekonstrukcji jednego z największych nieporozumień, jakim karmią nas serwisy finansowe i aplikacje maklerskie. Widzisz na ekranie zielony, pulsujący napis: Spółka XYZ – kurs 50,00 PLN; zmiana od ostatniej sesji: +5%.

Co to tak naprawdę oznacza? Intuicja podpowiada ci: „To znaczy, że moje akcje są warte 50 zł i dokładnie po tyle mogą je w tej chwili sprzedać”. To bardzo niebezpieczna iluzja. Ta liczba oznacza wyłącznie to, że ostatnia, pojedyncza transakcja, jaka miała miejsce na rynku (być może sekundę temu, a być może przed godziną), została zawarta po takiej cenie. Być może ktoś kupił zaledwie jedną akcję, żeby sztucznie „podciągnąć kurs”. Być może był to błąd algorytmu. Ta cena to już historia. To ślad na piasku, który nadchodząca fala zleceń może zaraz zmyć.

Prawdziwy obraz sytuacji inwestora nie znajduje się w ostatniej cenie, ale w arkuszu zleceń. Wyobraź sobie ten arkusz jako rynkowe pole bitwy, na którym ścierają się dwie strony. Po jednej stronie stoi strona kupująca (*bid*), deklarująca: „Kupię za 49 zł!”, „Kupię za 48 zł!”. Po drugiej stronie stoi strona sprzedająca (*ask*), odpowiadająca: „Oddam za 51 zł!”, „Oddam za 52 zł!”. Między nimi znajduje się rynkowa ziemia niczyja – spread.

Jeśli masz w portfelu 10 tys. akcji i chcesz je sprzedać natychmiast (bo potrzebujesz gotówki lub boisz się spadków), nie sprzedasz ich po „cenie z monitora” (50 zł). Będziesz musiał „skonsumować” realne oferty kupna stojące w karnecie. Jeśli na poziomie 49 zł stoi zlecenie zaledwie na 100 akcji, a na poziomie 48 zł na kolejne 200, to twoje duże zlecenie sprzedaży będzie schodzić w dół karnetu jak gorący nóż w masło. Sprzedasz ułamek po 49 zł, kolejną część po 48 zł... a ostatnie sztuki mogą zostać zrealizowane dopiero po 40 zł. Twoja ostateczna, uśredniona cena sprzedaży wyniesie np. 44 zł.

To zjawisko nazywa się poślizgiem cenowym (*slippage*). Jest to ukryty koszt, którego nie zobaczysz w tabeli opłat i prowizji swojego brokera, a który potrafi zabrać więcej kapitału niż

najdroższy rachunek maklerski. Na płynnych gigantach, jak PKO BP czy Apple, poślizg przy standardowych, detalicznych kwotach jest niemal niezauważalny. Jednak na małych, niszowych spółkach uderzenie dużym zleceniem to wyrok śmierci dla twojej rentowności.

### **Spread: ukryty podatek od wejścia do gry**

Drugim wymiarem płynności jest wspomniany już spread. To różnica między najwyższą ofertą kupna a najniższą ofertą sprzedaży. To po prostu twój bilet wstępu na rynek. Najlepiej zrozumiesz ten mechanizm na przykładzie kantoru na lotnisku, gdzie spready są zazwyczaj bardzo szerokie.

Załóżmy, że rynkowy, międzybankowy kurs euro wynosi dokładnie 4,30 zł. To uczciwa cena, którą widzisz w internecie. Jednak kantor na lotnisku, doskonale wiedząc, że właśnie wylądowałeś i pilnie potrzebujesz gotówki na taksówkę, wystawia zupełnie inne widelki. Sprzedaje euro (kiedy ty chcesz kupić) po 4,60 zł, a skupuje (kiedy ty chcesz sprzedać) po 4,00 zł.

Kantor zarabia na tobie 30 gr powyżej rynku przy zakupie i 30 gr poniżej rynku przy sprzedaży. Jeśli kupisz 1000 euro po 4,60 zł i dosłownie sekundę później – nie odchodząc od okienka – zechcesz je odsprzedać, kantor zapłaci ci już tylko 4,00 zł za sztukę. W mgnieniu oka tracisz 600 zł (około 13% zaangażowanego kapitału), mimo że globalny kurs euro nie drgnął nawet o milimetr. Ta różnica to właśnie spread – surowy koszt natychmiastowej płynności.

Na giełdzie spread jest twoim stałym przeciwnikiem. Na spółkach z indeksu WIG20 wynosi on zazwyczaj ułamki procenta i można go zignorować. Jeśli jednak zejdziesz piętro niżej, do spółek „groszowych” lub tych z rynku NewConnect, spread potrafi wynosić 5%, 10%, a w ekstremalnych przypadkach nawet 20%.

Zrozum, co to oznacza z matematycznego punktu widzenia: jeśli kupujesz akcje ze spreadem 10%, to w ułamku sekundy po

kliknięciu „Kupuj” twój portfel jest już 10% na minusie. Abyś wyszedł przysłowiowo „na zero” (czyli jedynie odrobił koszt wejścia w inwestycję), kurs spółki musi urosnąć o ponad 11%. To tak, jakbyś zaczynał sprint na 100 metrów z ciężkim obciążeniem przywiązany do nogi. Konkurencja już finiszuje, a ty dopiero próbujesz odrobić straty poniesione na samym starcie.

### **NewConnect i spółki „widmo”**

Polska giełda ma swoje specyficzne miejsce, gdzie płynność często zanika całkowicie. To rynek NewConnect. Z założenia stworzony jako platforma dla innowacyjnych start-upów, w praktyce nierzadko staje się areną dzikiej spekulacji i pułapką dla nieostrożnych inwestorów indywidualnych.

Typowy, powtarzający się tam scenariusz wygląda następująco. Mało znana spółka ogłasza modną, nośną strategię. Bywało to w różnych okresach „wejście w branżę gier komputerowych” (2017), „rewolucję blockchain” (2018), „technologie wodorowe” (2021) lub „integrację sztucznej inteligencji” (2023–2024). Sektor zmienia nazwę, mechanizm pozostaje ten sam. Na forach internetowych wybucha euforia. Kurs rośnie codziennie o kilkanaście procent, rysując na wykresie pionową ścianę. Płynność wydaje się ogromna – nagle, z dnia na dzień, obracane są tam miliony akcji. Kupujesz, widząc w tym technologicznym rajdzie szansę życia. I nagle, pewnego wtorku, zapał po prostu gaśnie. Nie musi pojawić się żaden negatywny komunikat czy raport. Po prostu duży kapitał spekulacyjny, który sztucznie nakręcał te wzrosty, zakończył dystrybucję (sprzedaż) akcji, a nowi, naiwni kupujący się skończyli. Muzyka przestaje grać.

Chcesz zrealizować swój papierowy zysk i wyjść z inwestycji. Logujesz się do rachunku maklerskiego i zamierasz. Po stronie KUPNA w karnecie nie ma nikogo! Arkusz zleceń jest pusty. Ewentualnie wisi w nim jedno, prowokacyjne zlecenie na symboliczną kwotę, ustawione 30% poniżej ceny z wczoraj.

To bezwzględny efekt pustego parkietu. W czasie hossy płynność bywa wysoce iluzoryczna. Wydaje się, że rynek jest głęboki, ponieważ wszyscy chcą kupować. Jednak płynność spekulacyjna zachowuje się jak woda na pustyni po gwałtownej ulewie – pojawia się nagle, tworzy rwącą rzekę, a potem równie szybko wsiąka w piasek. Zostajesz z akcjami, które w systemie wyceniane są na ogromne kwoty, ale w świecie realnym nie możesz ich zamienić na gotówkę. Stajesz się więźniem własnego wirtualnego zysku.

### **„Widły” i TKO: mechaniczna gilotyna o dwóch ostrzach**

Na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie funkcjonuje mechanizm równoważenia kursu, potocznie nazywany „widłami”. W teorii jego celem jest ochrona inwestorów przed nadmierną zmiennością i danie rynkowi czasu na „ochłonięcie”. Warto na początek zaznaczyć, że to nie jest polski wynalazek – analogiczne mechanizmy funkcjonują na większości giełd europejskich. W Stanach Zjednoczonych stosuje się rozwiązanie pokrewne, choć nieco inaczej skonstruowane, zwane *circuit breakers*: po przekroczeniu określonych progów spadku indeksu (7%, 13%, 20% w skali dnia) handel jest zatrzymywany na całej giełdzie na 15 minut lub do końca sesji. We wszystkich tych systemach idea jest ta sama: dać rynkowi chwilę oddechu zamiast pozwolić panice eskalować w niekontrolowany sposób.

Jak widły działają w praktyce? Jeśli na rynek trafi nagle bardzo duże zlecenie sprzedaży, które mogłoby zbić kurs o więcej niż z góry ustaloną wartość (np. o 10% względem kursu odniesienia), system automatycznie zatrzymuje handel ciągly. Instrument wchodzi w fazę równoważenia. Na twoim ekranie, zamiast bieżącej ceny, pojawia się wspomniane już TKO – Teoretyczny Kurs Otwarcia.

Dla inwestora posiadającego pozycję na takim instrumencie to jedno z najbardziej stresujących minut na rynku. Patrzysz

behradnie, jak TKO bezwzględnie się zmienia: –12%, potem –15%. Panika tłumu narasta, a kolejni przerażeni inwestorzy rzucają do systemu zlecenia typu PKC (Po Każdej Cenie), byle tylko zdołać uciec. TKO spada na –25%, potem –30%. Chcesz sprzedać swoje akcje, ale system na to nie pozwala. Handel jest zamrożony. Przypomina to sytuację pasażera tonącego statku, który widzi przez szybę szalupy ratunkowe, ale drzwi na pokład zostały zablokowane przez załogę „ze względów bezpieczeństwa”.

Gdy widły zostają wreszcie otwarte – często po ręcznej interwencji pracownika giełdy – kurs otwiera się wielką luką cenową w dół. Twój stop loss, który miał ograniczyć stratę do 5%, realizuje się nagle na poziomie -45%. Powód jest prosty: w trakcie trwania wideł, między -5% a -45%, handel po prostu się nie odbywał. Nie było żadnej ceny pośredniej, którą zlecenie mogłoby trafić.

Trzeba jednak uczciwie dodać, że widły są mechanizmem dwusiecznym. Owszem, w opisanej sytuacji potrafią zamienić zaplanowaną stratę 5% w katastrofalną stratę 45%. Ale w innych scenariuszach skutecznie chronią rynek przed kaskadową paniką wywołaną pojedynczym, błędnym zleceniem (jak w przypadku amerykańskiego *Flash Crashu*, do którego za chwilę wrócimy). Inwestor, który dziedziczy stratę po wybiciu wideł, ma prawo czuć się ofiarą systemu. Inwestor, którego portfel został uchroniony przed jeszcze gorszym zachowaniem kursu, ma prawo doceniać ten sam mechanizm. Prawda jest taka, że na rynkach finansowych nie istnieje zabezpieczenie, które działa idealnie w każdych warunkach – każdy mechanizm ochronny w pewnych konstelacjach staje się sam w sobie ryzykiem.

### **Nieruchomości kontra giełda: pułapka „betonowego złota”**

W kontekście płynności warto skonfrontować giełdę z tradycyjnie ulubioną formą lokowania kapitału przez Polaków – rynkiem

nieruchomości. W debacie publicznej często słyszy się argument: „Giełda to kasyno pełne wahań, mieszkanie to pewny zysk, a jego cena jest zawsze stabilna”. To jedna z największych iluzji finansowych, wynikająca właśnie z głębokiego niezrozumienia natury płynności.

Nieruchomości wydają się nam stabilne wyłącznie dlatego, że ich cena nie jest aktualizowana co sekundę na publicznym wyświetlaczu. Gdyby nad dachem twojego domu wisiał giełdowy neon pokazujący w czasie rzeczywistym najwyższą dostępną ofertę kupna, prawdopodobnie dostawałbyś zawału serca przy każdej kwartalnej decyzji Rady Polityki Pieniężnej o zmianie stóp procentowych. Zobaczyłbyś, że obiektywna, rynkowa wartość twojego „betonowego” majątku potrafi wahać się o 5–10% w skali zaledwie jednego miesiąca.

Płynność na rynku nieruchomości jest strukturalnie niska. Proces sprzedaży mieszkania po „uczciwej” cenie rynkowej trwa średnio od 3 do 6 miesięcy. Wymaga zaangażowania pośredników, notariuszy i banków. Załóżmy jednak scenariusz podbramkowy: nagła choroba, konieczność pilnego wyjazdu za granicę lub rynkowy *margin call*. Potrzebujesz dużej gotówki „na jutro”. Ile w takiej sytuacji jest realnie warte twoje mieszkanie? Aby znaleźć kupca dysponującego od ręki gotówką w 24 godziny, musisz z reguły obniżyć cenę ofertową o 20–30%. Ten olbrzymi dyskont to w żargonie finansowym *liquidity haircut*. W rzeczywistości to nic innego jak olbrzymi spread wynikający z nagłego braku płynności.

Właściciele mieszkań często czują się bogaci, patrząc na abstrakcyjne ceny ofertowe na portalach ogłoszeniowych. Prawdziwym bogactwem jest jednak to, co inna osoba jest skłonna fizycznie zapłacić w trybie „tu i teraz”. Akcje dużych, płynnych spółek dają inwestorowi luksus całkowicie niedostępny dla właściciela kamienicy: możliwość zamiany milionów złotych na żywą gotówkę w ułamku sekundy, bez konieczności negocjacji i udzielania 30-procentowych rabatów.

Na giełdzie płacisz za ten komfort ciągłą zmiennością wyceny (wykres skacze), ale w zamian otrzymujesz niczym nieskrępowaną wolność dysponowania swoim kapitałem.

### **Flash Crash: kiedy algorytmy wyciągają wtyczkę**

Wróćmy jednak na parkiet, bo nawet wśród największych spółek czyha technologiczne niebezpieczeństwo. Musisz mieć świadomość, że w obecnych czasach płynność na głównych giełdach w dużej mierze nie pochodzi od żywych ludzi, lecz od algorytmów typu *market making* (animujących rynek). To zaawansowane programy komputerowe, które mają za zadanie nieustannie „stać w karnecie” po obu stronach rynku, zapewniając ciągłość handlu i zarabiając na wspomnianym spreadzie. Problem polega na tym, że te algorytmy nie zostały zaprogramowane do bycia giełdowymi bohaterami, lecz ich celem jest bezwzględne przetrwanie.

6 maja 2010 roku świat finansów doświadczył zjawiska, które przeszło do historii jako *Flash Crash*. W ciągu zaledwie kilku minut główny amerykański indeks Dow Jones spadł o blisko 1000 punktów (około 9% w trakcie sesji). Akcje stabilnych, globalnych korporacji o miliardowych przychodach, takich jak Accenture, w trakcie tej zapaści przez moment wyceniane były na 1 cent – z poziomu nieco ponad 40 dolarów.

Jak to w ogóle możliwe? Algorytmy dostarczające płynność na rynek wykryły potężną, wywołaną błędnym zleceniem anomalię, której ich modele matematyczne nie potrafiły zinterpretować. Zamiast amortyzować uderzenie i stabilizować kurs, maszyny po prostu się wyłączyły. Wycofały wszystkie swoje zlecenia z arkusza, tworząc nagłą próżnię. Każdy inwestor, którego stop loss zadziałał w tym ułamku sekundy, sprzedał udziały w świetnych firmach za centa – bo zlecenie „po każdej cenie” w pustym arkuszu wykonuje się dosłownie po każdej cenie. To gorzka lekcja architektury rynku: płynność kreowana przez algorytmy działa doskonale, dopóki świeci słońce. Gdy

na parkiecie zaczyna się huragan, „dostawcy płynności” są pierwszymi, którzy uciekają pod dach.

### **Paradoks płynności: premia za ciszę**

Czytając to wszystko, możesz dojść do pozornie logicznego wniosku: „Rozumiem. Płynność to życie. Powinienem unikać małych spółek, trzymać się z daleka od NewConnect i nigdy nie wychylać nosa poza bezpieczny indeks WIG20”.

Tymczasem właśnie tutaj iluzja efektywnego rynku pęka najgłośniej. Wszystko, co zostało napisane powyżej o śmiertelnych zagrożeniach braku płynności, jest bowiem absolutną prawdą... ale tylko wtedy, gdy traktujesz giełdę jak bankomat. Jeśli zakładasz, że w dowolnej chwili musisz mieć zagwarantowaną możliwość natychmiastowego wycofania gotówki. Za ten luksus ciągłej dostępności i za te szerokie drzwi wyjściowe musisz jednak słono zapłacić.

Spójrzmy na to od strony fundamentów wyceny. Wolumen obrotu dla gigantów z WIG20 czy S&P 500 jest olbrzymi. Inwestorzy instytucjonalni i detaliczni tłoczą się tam, ponieważ cenią sobie bezpieczeństwo. Ten ogromny popyt na samą płynność naturalnie winduje wyceny wskaźnikowe tych blue chipów, co z kolei matematycznie obniża ich potencjalną, długoterminową stopę zwrotu. Kupując dziś akcje Microsoftu czy PZU, płacisz nie tylko za ich przyszłe zyski z oprogramowania czy polis ubezpieczeniowych. Musisz dodatkowo dopłacić „premię za płynność” – opłatę za to, że zawsze będziesz mógł się z tej inwestycji wycofać.

Skala tego zjawiska bywa uderzająca. Można porównać dowolnego polskiego giganta z indeksu WIG20 z mniejszą, ale rentowną spółką z głównego rynku, prowadzącą pokrewną działalność. Nierzadko okazuje się, że ten pierwszy jest wyceniany na wskaźniku C/Z rzędu 15–18, podczas gdy drugi – mimo solidnych fundamentów, regularnych dywidend i zdrowego bilansu – handluje się przy C/Z 6–8. Różnica

wskaźnikowa dochodzi do 60–70%. To nie jest premia za jakość biznesu (oba są zdrowe), nie jest to też premia za wzrost (oba rosną podobnie). Znaczna część tej różnicy to cena, którą rynek płaci za samą możliwość natychmiastowego wyjścia z inwestycji.

Zjawisko to ma solidne potwierdzenie w literaturze akademickiej. Klasyczne badanie Yakova Amihuda i Haima Mendel-sona z 1986 roku jako pierwsze pokazało, że spółki o niższej płynności systematycznie generują wyższe stopy zwrotu, kompensując inwestorom koszt utrudnionego wyjścia z pozycji. Późniejsze prace, obejmujące w sumie dziesiątki rynków na całym świecie, wielokrotnie potwierdziły ten wniosek. Premia za brak płynności jest jednym z najlepiej udokumentowanych systematycznych źródeł nadwyżkowych stóp zwrotu na rynkach akcji – obok dobrze znanych premii za ryzyko, wartość czy małą kapitalizację.

A teraz spójrz na rzetelną, małą spółkę przemysłową z niską płynnością, którą rynek omija szerokim łukiem ze strachu przed „zatrzaśnięciem” w inwestycji. Tutaj działa dokładnie odwrotny mechanizm. Nieliczni inwestorzy domagają się wysokiej premii za podjęcie tego ryzyka. Mówią rynkowi: „Skoro mam zaryzykować ulokowanie kapitału w tym ciemnym pokoju, z którego trudno znaleźć wyjście, musisz sprzedać mi te akcje z ogromnym dyskontem”.

W tym mechanizmie kryje się doskonała okazja. Z punktu widzenia czystej matematyki finansowej pieniądź nie ma na sobie logo. Kwota 10 tys. zł wypłacona w formie dywidendy przez giganta z WIG20 ma dokładnie taką samą siłę nabywczą w gospodarce, jak 10 tys. zł dywidendy wypłacone przez małą, zapomnianą fabrykę notowaną na NewConnect, której akcjami handluje się raz na tydzień. Ostateczny produkt na giełdzie jest zawsze ten sam: przyszłe przepływy pieniężne.

Rynek zachowuje się głęboko nieefektywnie, wyceniając strach przed brakiem szybkiego wyjścia wyżej niż obiektywną wartość gotówki generowanej przez małą firmę. Tłum unika

tych walorów, widząc niski wolumen obrotu. Błędne koło się zamyka: brak obrotu odstrasza kupujących, cena spada, a wyceny wskaźnikowe schodzą do poziomów trudnych do uzasadnienia.

Jeśli jako inwestor jesteś w stanie zaakceptować fakt, że przez rok czy 2 lata nie będziesz mógł wyjść z danej inwestycji bez poniesienia kosztów szerokiego spreadu, stajesz się naturalnym beneficjentem tej rynkowej anomalii. Przestajesz być giełdowym turystą, który za wszelką cenę musi siedzieć blisko wyjścia ewakuacyjnego. Stajesz się mentalnym właścicielem biznesu. To rozróżnienie jest kluczowe: dla krótkoterminowego spekulanta brak płynności to ryzyko nagłej śmierci portfela. Dla inwestora o długim horyzoncie brak płynności to wyjątkowa okazja do zakupu przepływów pieniężnych z głębokim dyskontem.

### **Strategie przetrwania: jak nie dać się uwięzić?**

Niezależnie od tego, czy szukasz wspomnianej premii za brak płynności, czy wolisz bezpieczne przystanie, operowanie w takich środowiskach wymaga rygorystycznego przestrzegania zasad inwestycyjnego BHP.

Pierwsza zasada to „wieloryb w akwarium”. Jeśli dysponujesz kapitałem rzędu 100 czy 200 tys. zł, nie możesz ulokować całości w spółkę, której średni dzienny obrót wynosi 20 tys. zł. Błyskawicznie staniesz się jej zakładnikiem. Możesz być wielorybem na szerokim oceanie (WIG20, S&P 500), ale w małym akwarium powinieneś pozostać małą rybką. Twoja pozycja na danym walorze nie powinna przekraczać 10% jego średniego dziennego obrotu.

Druga zasada to liczenie całkowitego kosztu transakcji. Prowizja maklerska to najmniejszy problem. Zawsze uwzględniaj aktualny spread w arkuszu oraz przewidywany poślizg cenowy przy wychodzeniu z inwestycji. Jeśli spread wynosi 5%, sama transakcja zakupu i sprzedaży kosztuje cię 10% – plus poślizg,

plus prowizje. Żeby inwestycja miała sens, musisz rozsądnie oczekiwać wzrostu rzędu 30-40%. Inaczej zaczynasz z głębokiego dołka, z którego trudno wyjść.

Trzecia zasada to bezwzględne korzystanie z limitów cenowych. Nigdy, pod żadnym pozorem, nie stosuj zleceń PKC na nie płynnych rynkach. To finansowy odpowiednik wejścia do salonu samochodowego, rzucenia na stół otwartej karty kredytowej i powiedzenia: „Sprzedajcie mi cokolwiek za dowolną kwotę”. Zostaniesz bezwzględnie wykorzystany przez rynek. Zawsze definiuj górną granicę, po jakiej zgadzasz się kupić akcje.

Czwarta zasada to dywersyfikacja płynnościowa. Jeśli świadomie celujesz w premię za brak płynności i budujesz pozycje na małych spółkach, bezwzględnie trzymaj część majątku w aktywach o najwyższej możliwej płynności (gotówka, krótkoterminowe obligacje skarbowe). To twoja strategiczna poduszka bezpieczeństwa. Pozwoli ci ona przetrwać nagły kryzys życiowy bez konieczności przymusowego sprzedawania nie płynnych aktywów w samym dołku paniki, po najgorszych możliwych cenach.

Płynność to w istocie najszybszy i najtańszy sposób na przyznanie się do błędu inwestycyjnego. Mając płynne aktywa, naprawiasz swoją pomyłkę jednym kliknięciem myszy. Decydując się na polowanie w nieefektywnych i płytkich zakamarkach rynku małych spółek, musisz mieć pewność co do swojej analizy – na tych wodach błąd analityczny może łatwo zamienić się w finansowe dożywocie.