

AKCJONARIUSZ

GIEŁDA EDUKACJA ANALIZY



STOWARZYSZENIE
INWESTORÓW
INDYWIDUALNYCH

ISSN 1644-3004 4/2009

Użyj kontraktów
terminowych
**I STWÓRZ
SWOJE
WŁASNE TFI**

RANKING DOMÓW MAKLERSKICH

Inwestorzy żądają
nowoczesnych
rozwiązań

MAŁY MOŻE WIĘCEJ, JEŚLI TYLKO CHCE

Skuteczne działania
akcjonariuszy
mniejszościowych

NOWY CYKL

Co kwartał
wszystko o rynku
NewConnect

Poprawa płynności **celem numer jeden**

Wywiad z Ryszardem Kunickim, Prezesem Zarządu Ciech SA



Wygoda, która procentuje

Od wielu lat zarządzamy największą siecią hotelową w Polsce i w Europie Środkowej. Naszym partnerem strategicznym jest Accor – światowy lider w branży hotelarsko – turystycznej.

Hotele Grupy działają pod markami Sofitel, Novotel, Mercure, Ibis, Etap i Orbis Hotels.

Od 1997 roku akcje Orbis S.A. są godną zaufania inwestycją.

Orbis
Grupa Hotelowa

SOFITEL
LUXURY HOTELS



Z dumą współpracujemy z Unicef i wspieramy program „Szkoły dla Afryki”

www.orbis.pl

Profesjonalny 20 Inwestor 09

TYLKO PRAKTYCZNA WIEDZA O RYNKU KAPITAŁOWYM

Konferencja Profesjonalny Inwestor 2009

Hotel Velaves SPA & RESORT
Władysławowo,
27 - 29 listopada 2009

Organizator



Partner Merytoryczny



GIEŁDA PAPIERÓW
WARTOŚCIOWYCH
w Warszawie



Partnerzy główni



DOM MAKLESKI
BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.



DOM MAKLESKI PKO BP



Partnerzy



Partnerzy medialni



RZECZPOSPOLITA



PARKIET

Forbes



Radio PiN



Zapisy i szczegóły: www.profesjonalnyinwestor.org.pl, tel. 71/ 332 95 65

Spis treści

Mniejszy też może wiele... jeśli tylko chce	6
Skuteczna walka o swoje prawa akcjonariuszy mniejszościowych, Piotr Cieślak, SII	
Poprawa płynności celem numer jeden	8
Wywiad z Ryszardem Kunickim, Prezesem Zarządu Ciech SA	
Czy spółki z NewConnect powinny mieć status publicznych	12
O kolejnych planowanych zmianach w Ksh, Paweł Wielgus, SII	
Barometr SII	16
Coraz więcej pozytywnych sygnałów z realnej gospodarki, Łukasz Porębski, SII	
Prognozy finansowe na dywanie u inwestorów	18
Co kwartał wszystko o rynku NewConnect, Paweł Materniak, Certus Capital	
Późną jesienią test racjonalności rynku	21
Komentarz giełdowy, Piotr Kuczyński, Xelion Doradcy Finansowi	
O wyborze biura maklerskiego, inwestorzy szukają nowości	22
Ranking Domów Maklerskich, Łukasz Porębski, Michał Masłowski, SII	
Co z tą hossą (3)	26
Giełda znajduje się w bardzo ciekawym momencie, Tomasz Gessner, Dom Maklerski IDMSA	
„Prostota” analizy porównawczej wystawiona na próbę	28
O wycenie spółek metodą porównawczą, Piotr Pochmara, SII	
Inwestuj w innowacje	32
Analiza techniczna a specyfika rynków	34
O różnicach między rynkami finansowymi, Paweł Śliwa, Dom Maklerski X-Trade Brokers S.A.	
Jeszcze jeden głos w sprawie obliczania terminów	37
Problemy interpretacyjne na rynku kapitałowym, mec. Andrzej Krawczyk, Adwokaci i Radcowie Prawni Izabella Żyglicka i Wspólnicy	
Analiza techniczna – złudzenie, czy sposób na zarabianie pieniędzy	38
Filozofia analizy technicznej w pigułce, Mikołaj Kusiakowski, Dom Maklerski TMS Brokers S.A.	
Stwórz własny TFI – sposób drugi	40
Wykorzystanie kontraktów terminowych w długoterminowym oszczędzaniu, Jarosław Augustynowicz, SII	
SII Poleca	43
Recenzje książek związanych z inwestowaniem	
Inwestowanie w instrumenty pochodne na polskim rynku	44
Kompedium wiedzy o kontraktach terminowych, Łukasz Porębski, SII	
Raport kwartalny bez tajemnic (2)	48
O tajnikach raportów finansowych, Miłosz Papst, YouInvest	
Czarne złoto – węgiel	52
Czy energetyka będzie branżą kolejnej hossy? Jan Szarzec	

AKCJONARIUSZ

Kwartalnik Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych

Redaktor naczelny: Michał Masłowski

Zastępca redaktora naczelnego: Paweł Wielgus

Redakcja: ul. Długopolska 22, 50-560 Wrocław

telefon: +48 (0) 71 332 95 60 telefon/fax: +48 (0) 71 332 95 61

Reklama: Tomasz Krawczyk, tkrawczyk@sii.org.pl

internet: www.sii.org.pl, e-mail: akcjonariusz@sii.org.pl

Dyrektor Artystyczny: Tomasz Baziuk

Wszelkie prawa zastrzeżone. Powielanie wyłącznie za zgodą wydawcy. Redakcja nie zwraca tekstów nie zamówionych oraz zastrzega sobie prawo do ich skracania i redagowania. Redakcja nie ponosi odpowiedzialności za treść reklam.



Satyryczny komentarz

WIELKA PRYWATYZACJA



Szanowni Czytelnicy

Mija rok od symbolicznego początku wielkiego kryzysu. We wrześniu 2008 roku zbankrutował Lehman Brothers. Od tego czasu słowo „kryzys” jest najczęściej wymienianym w różnego rodzaju serwisach informacyjnych. Jednakże zawsze jak słyszę kolejny lament o tym jakie to straszne skutki kryzys wywołał lub też jeszcze wywoła, przypomina mi się wywiad, który prawie rok temu przeprowadzono z pewną góralką, sprzedającą serki owcze na Krupówkach: „Gaździno, czy odczuwacie skutki kryzysu?” I odpowiedź góralki: „Panie, do roboty trza się wzięć, to żadnego kryzysu nie będzie”. Inwestorzy wzięli się do roboty w lutym. Od tej pory zyski, które osiągnęli znów zaczęły grać na wyobraźni, a część nowych osób obecnych na rynku zaczęło tracić czujność. Czyżby niektórzy zapomnieli o skali spadków z przed roku? Po lekturze tego numeru Akcjonariusza można dojść do ważnych wniosków. Wygląda na to, że jeżeli ma wystąpić korekta ostatniej fali wzrostowej, to jest dla niej znakomity czas. Zachowajmy zatem czujność.



Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych idzie z duchem czasu. Mamy konto na Bliplie (sii.blipl.pl) – prowadziliśmy na nim choćby relację z konferencji WallStreet. Od całkiem niedawna posiadamy też profil na Facebooku (www.facebook.com/inwestorzy). Bardzo serdecznie zachęcam do dołączenia do nas na obydwu portalach społecznościowych.

facebook

*Do zobaczenia we Władysławowie na konferencji Profesjonalny Inwestor.
Michał Masłowski*



**Nadajemy
co poniedziałek**

Echa rynku

**Podcast
Stowarzyszenia
Inwestorów
Indywidualnych**

Wszystko o problemach inwestorów indywidualnych i bieżącej działalności SII

Ściągnij kolejne odcinki Podcastu SII ze strony www.sii.org.pl lub subskrybuj Echa Rynku przez iTunes



www.sii.org.pl

gieldowy

JA WEDŁUG RZĄDU DONALDA TUSKA

ROKU SPRYWATYZUJEMY
CTWO, HUTNICTWO,
GETYKĘ...



Mniejszy też może wiele ... jeśli tylko chce

Zakorzenione od lat bierne podejście inwestorów indywidualnych do walki o swoje prawa zaczyna się zmieniać. Jest coraz więcej przypadków aktywnej postawy akcjonariuszy mniejszościowych.

■ Piotr Cieślak, SII

Zwyczajowe podejście inwestora indywidualnego do uzasadnionej „konfrontacji” bądź to z dużymi inwestorami prywatnymi, bądź to z podmiotami branżowymi czy też finansowymi jest z reguły bardzo sceptyczne. Mniejszy inwestor co do zasady przyjmuje założenie, że z większym, silniejszym, a także zasobniejszym akcjonariuszem nie da się wygrać. Dotyczy to zarówno głosowania na walnych zgromadzeniach, konfrontacji prawnych, jak i możliwości współdecydowania o losach spółki, m.in. poprzez udział przedstawicieli mniejszości w radach nadzorczych. Choć taki sposób postrzegania większych inwestorów na pierwszy rzut oka może wydawać się uzasadniony, to rzeczywistość pokazuje, że inwestor indywidualny też może wiele. Żeby jednak osiągnąć sukces, musi podjąć się konkretnych działań. Tymczasem tych z reguły brakuje. O ile inwestorzy wykazują się odwagą, kreatywnością i gotowością do działań, deklarując to chociażby w wypowiedziach na forach dyskusyjnych, o tyle w rzeczywistości tylko nieliczni decydują się, by wziąć los w swoje ręce.

Mniejszościowi sprzeciwiali się emisji LSI

Przykład Spółki LSI Software jest jednym z tych, który powinien dać inwestorom do myślenia, wytrąca bowiem argument tym, którzy twierdzą, że mniejszy zawsze jest na przegranej pozycji. Sprawa dotyczy emisji 1,45 mln akcji LSI, która miała być skierowana do giełdowej spółki Novitus. Kapitał zakładowy LSI dzieli się na 3,26 mln akcji, z czego 1,09 mln akcji stanowią papiery uprzywilejowane w głosach 5:1. Udziały uprzywilejowane należą do Grzegorza Siewierzy, Prezesa LSI. Cena emisyjna akcji została ustalona na pozo-

mie 3 zł, a jednym z kluczowych kryteriów, które o tym decydowały, był średni kurs notowań akcji LSI w marcu 2009 roku. Stowarzyszenie już w tym miejscu zwróciło uwagę, że przy ustaleniu ceny wybrano okres, kiedy akcje były notowane na najniższym w historii poziomie. SII podkreślało przy tym, że nawet biorąc pod uwagę średnią z notowań marcowych, cena emisyjna powinna być wyższa. SII zaznaczyło również, że notowania giełdowe w przypadku spółki niepełnej nie powinny być kluczowe przy ustalaniu ceny emisyjnej. Strony umowy (główni udziałowcy LSI i Novitus) przekonywały jednak, że to nie były jedyne kryteria, którymi się kierowano. Konkrety

na temat innych czynników jednak nie padły, wyjaśnienia były ogólne. Ponadto widoczna była rozbieżność w ocenie sytuacji finansowej spółki i jej perspektyw zarówno przez akcjonariuszy LSI, jak i Novitusa. Novitus oceniał kondycję LSI gorzej niż jego udziałowcy. Warto w tym miejscu w kilku słowach wspomnieć o innych warunkach umowy inwestycyjnej. Zakładała ona m.in. sprzedaż przez Pana Siewierę 100 tys. akcji po cenie 10 zł, zniesienie uprzywilejowania akcji należących do Prezesa czy też uwzględniała opcje, które miałyby docelowo doprowadzić do przejęcia kontroli nad spółką przez Novitus.

Skuteczne starcie 4% głosów mniejszości przeciw 96% większości

Kwestię emisji miało rozstrzygnąć WZ akcjonariuszy LSI, które odbyło się w dniu 4 czerwca 2009 roku. Podczas obrad toczono dyskusję na temat warunków emisji. Ostatecznie jednak przed

podjęciem kluczowych uchwał, na wniosek akcjonariusza ogłoszona została przerwa do dnia 23 czerwca. W czasie przerwy SII zainicjowało spotkanie, w którym uczestniczyli udziałowcy mniejszościowi, a także przedstawiciele LSI oraz Novitusa. Podczas spotkania udziałowcy mniejszościowi przedstawili argumenty uzasadniające sprzeciw względem ustalonej ceny emisyjnej. Uznali, że nie jest ona korzystna ani dla spółki, ani dla akcjonariuszy mniejszościowych. Ze strony Novitusa i Zarządu LSI nie padły jednak wystarczające wyjaśnienia, które mogłyby przekonać udziałowców do ustalonej ceny. Brakowało również argumentów, które w ocenie akcjonariuszy mniejszościowych LSI jednoznacznie wskazałyby na duże korzyści i efekty synergii z emisji i przyszłej współpracy obu spółek. Akcjonariusze mniejszościowi wnioskowali również o publiczne ujawnienie szczegółów umowy inwestycyjnej podpisanej między



większościowymi akcjonariuszami LSI a Novitusem. W efekcie braku osiągnięcia kompromisu, podczas wznowionych obrad akcjonariusze mniejszościowi głosowali przeciw emisji. W związku z tym, że część akcji LSI Software jest uprzywilejowana, a uchwały w ocenie akcjonariuszy mogły naruszać prawa i interes udziałowców akcji bez uprzywilejowania, udziałowcy mniejszościowi zawnieśli, aby nad uchwałą o emisji, zgodnie z art. 419 par. 1 Kodeksu spółek handlowych, głosowano grupami. Aby uchwała była przyjęta, musiała być przegłosowana przez każdą z grup z osobna. Jedną stanowił Pan Siewiera, który zarejestrował

papiery imienne dające 5,23 mln głosów, stanowiących 91% wszystkich obecnych na WZA. W skład drugiej wchodziło siedmiu akcjonariuszy, którzy wspólnie dysponowali pakietem 514,8 tys. walerów dających 9% głosów na WZ. Pierwsza grupa była za podwyższeniem kapitału, a w drugiej „za” głosował tylko Wiceprezes spółki dysponujący 302 tys. akcji, który, podobnie jak Pan

Siewiera, był objęty umową inwestycyjną z Novitusem. Do przegłosowania emisji z wyłączeniem prawa poboru potrzeba poparcia czterech piątych głosujących. W drugiej grupie takiego poparcia zabrakło, w efekcie czego uchwała nie przeszła. Akcjonariusze dysponujący 4% głosów na WZA osiągnęli swój cel.

Przykład LSI nie jest jedynym, gdzie współpraca mniejszości zwińczona została sukcesem. Istnieje wiele innych przykładów, które pokazują, że mniejszość w kolektywie może stanowić istotną przeciwwagę względem dużych udziałowców.

Grunt to współpraca

W tym miejscu warto na chwilę wrócić do zupełnie innej sytuacji, z jaką przed laty mieliśmy do czynienia w spółce Mostostal Płock. Akcjonariusze mniejszościowi Mostostalu sprzeciwiali się polityce inwestora strategicznego (Mostostalu Warszawa). Domagali się m.in. zbadania zasadności zakupu i ciągłego rolowania przez płocką firmę weksli komercyjnych Mostostalu Warszawa. Żeby osiągnąć swój cel, doprowadzili do powołania w spółce biegłego rewidenta ds. szczególnych. Na tym jednak nie poprzestali. Koalicja akcjonariuszy mniejszościowych, gromadząc przy współpracy ze Stowarzyszeniem udziałowców dysponujących ponad 20% kapitału zakładowego spółki, doprowadziła do powołania do Rady Nadzorczej Mostostalu Płock reprezentanta mniejszości, którym został Raimondo Eggink.

Innym przykładem, gdzie mniejszość zdobyła miejsce w Radzie Nadzorczej, jest ZEG S.A.

Udziałowcy mniejszościowi tej spółki wielokrotnie zwracali uwagę na błędy popełniane w zarządzaniu firmą. Wskazywali przede wszystkim na nieefektywność w działalności spółki, błędne inwestycje czy też zbyt duży i nieuzasadniony poziom kosztów. Choć większość akcji, bo niemal 66%, należało do Mostostalu Export, pozostali akcjonariusze nie dawali za wygraną. Postanowili zawiązać pod auspicjami SII porozumienie akcjonariuszy, do którego przystąpili inwestorzy posiadający łącznie ponad 20% akcji ZEG. Jest to wyczyn godny podkreślenia, chociażby z tego względu, że akcje te stanowiły ponad 60% free floatu spółki. Akcjonariuszy łączył jednak wspólny cel. Co ciekawe, udziałowcy

mniejszościowi nie mając jeszcze przedstawiciela w Radzie, wielokrotnie wskazywali zarządowi obszary do restrukturyzacji. O ile zarząd przez długi czas nie zgadzał się z zarzutami stawianymi przez mniejszość, o tyle późniejsze zmiany w akcjonariacie i działania restrukturyzacyjne nowych właścicieli udowodniły, że zarząd spółki był w błędzie, a tezy stawiane przez mniejszość były słuszne. W efekcie spółka generuje od 2008 roku najlepsze wyniki w historii swojej działalności.

Inwestorze indywidualny, walczyć o swoje prawa!

Obok spraw stricte związanych z giełdą, inwestorzy bardzo często wchodzą w spory z instytucjami finansowymi – bądź z bankami, bądź też biurami maklerskimi. Także i tu inwestor nie jest pozbawiony szans na sukces. Musi jednak podjąć walkę o swoje prawa. Często jednak z tego rezygnuje.

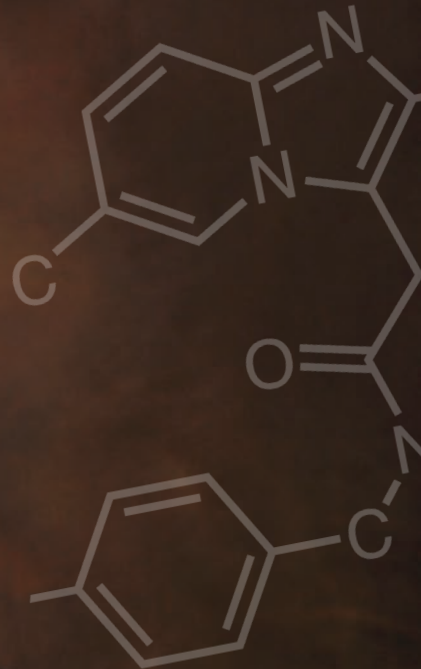
Opisane przykłady jednoznacznie pokazują, że słowo „mały” nie musi oznaczać „słabszy”. Choć w niniejszym artykule znalazły się przede wszystkim dowody na potwierdzenie tej tezy, to rzeczywistość niestety pokazuje, że drobni akcjonariusze zbyt rzadko decydują się na to, by wziąć sprawy w swoje ręce, by walczyć o swoje prawa. Tymczasem siłą akcjonariuszy mniejszościowych powinien być kolektyw, gdyż często razem mogą stanowić znaczną siłę. Bardzo prawdopodobne, że problem tkwi jednak w mentalności polskiego inwestora. Trudno postawić jednoznaczną diagnozę. Pozostaje wierzyć, że kolejne sukcesy mniejszości przekonają innych, by iść tym tropem, by zadbać o swój interes... A

Art. 419. § 1. Ksh

Jeżeli w spółce istnieją akcje o różnych uprawnieniach, uchwały o zmianie statutu, obniżeniu kapitału zakładowego i umorzeniu akcji, mogące naruszyć prawa akcjonariuszy danego rodzaju akcji, powinny być powzięte w drodze oddzielnego głosowania w każdej grupie (rodzaju) akcji. W każdej grupie akcjonariuszy uchwała powinna być powzięta większością głosów, jaka jest wymagana do powzięcia tego rodzaju uchwały na walnym zgromadzeniu.

Profil spółki Ciech SA

Grupa Ciech - największy koncern chemiczny w Polsce i jeden z liderów rynku środkowoeuropejskiego, o rozwiniętej strukturze produkcyjnej i sieci handlowej w kraju, Europie i Azji. Główne produkty: soda kalcynowana, TDI, sól, nawozy fosforowe i wieloskładnikowe, środki ochrony roślin, żywice epoksydowe i poliestrowe. Z rocznymi przychodami ok. 3,8 mld zł znajduje się wśród pięćdziesięciu największych polskich firm. Od 2005 r. Ciech SA jest notowana na warszawskiej GPW.



POPRAWA PŁYNNOŚCI celem numer jeden

Wywiad z Ryszardem Kunickim, Prezesem Zarządu Ciech SA

Akcjonariusz: Jak ocenia Pan kondycję polskiego sektora chemicznego? W jakiej fazie cyklu znajduje się ten sektor?

Ryszard Kunicki: Moim zdaniem polski sektor chemiczny radzi sobie stosunkowo dobrze. Krajowe spółki chemiczne odczuły kryzys w mniejszym stopniu niż spółki europejskie. Posiadane przez nas opracowania wskazują, że bieżący rok powinien być najniższym punktem cyklu koniunkturalnego. Od 2010 roku spodziewamy się poprawy koniunktury. Jednak tempo odbicia na pewno będzie wolniejsze niż tempo spadku.

Jak Ciech prezentuje się na tym tle?

Ciech, jeżeli chodzi o wyniki operacyjne, prezentuje się nieźle. Dobrze radzimy sobie z kryzysem, utrzymujemy produkcję we wszystkich naszych zakładach. Szczególnie teraz, w czasach dekonunktury, bardzo dużo zyskujemy dzięki dywersyfikacji działalności. Widzimy już pewne symptomy poprawy sytuacji rynkowej, zwłaszcza w sektorze chemii organicznej. Obecnie największym wyzwaniem dla nas jest redukcja zadłużenia.

Czy mógłby Pan powiedzieć, jak wygląda obecnie struktura przychodów Grupy?

Najważniejszy dla nas jest segment sodowy, którego znaczenie w czasie kryzysu jeszcze wzrosło. Udało się utrzymać korzystne relacje cen sody do głównych surowców. Wyniki osiągnięte przez ten segment w pierwszym półroczu bieżącego roku są



znacznie lepsze niż w roku poprzednim. Druga nasza Dywizja – Organika – mocno ucierpiała, głównie z powodu spadku cen. Sukcesem było utrzymanie wolumenów sprzedaży na ubiegłorocznym poziomie. W ostatnim czasie obserwujemy jednak wzrosty cen na nasze główne produkty organiczne, czyli TDI i żywice, co pozwala nam z optymizmem patrzeć w przyszłość. Trzecią pod względem generowanych przychodów jest obecnie Dywizja Agro. Tu najbardziej ucierpiała sprzedaż nawozów fosforowych i wieloskładnikowych, w znacznie mniejszym stopniu środków ochrony roślin. Mimo to jest ona rentowna. Wykorzystaliśmy już zapasy surowców do produkcji nawozów zakupionych po wysokich cenach, dzięki czemu koszty produkcji powinny się zmniejszyć i wpłynąć na poprawę rentowności w drugim półroczu.

Który segment działalności cechuje się najwyższym poziomem rentowności?

Najbardziej rentowny w pierwszej połowie roku był segment sodowy. Wygenerował aż 84% zysku na poziomie EBITDA, przy 42% udziale w przychodach ze sprzedaży całej Grupy Ciech. Od połowy poprzedniego roku podjęliśmy wiele inicjatyw mających na celu poprawę rentowności segmentu. Przeprowadziliśmy program redukcji kosztów działalności. Scentralizowaliśmy zakupy, dzięki czemu spadły ceny i poprawiły się warunki płatności. Poleszyliśmy relacje z klientami, co pozwoliło nam utrzymać ceny naszych produktów. Zwiększyliśmy efektywność procesu produkcji sody, zwłaszcza w zakładach rumuńskich. To tylko kilka z całego szeregu działań, które pomogły nam wpłynąć na poprawę rentowności segmentu z 6 do 10%.

Jak ocenia Pan płynność finansową Grupy? Umowa z bankami na prolongatę zadłużenia z licznymi obwarowaniami sugeruje, że sytuacja nie jest łatwa...

Globalny kryzys finansowy dotknął w mniejszym lub większym stopniu wszystkie rynki, także segment chemiczny. To stawia przed nami wyzwania na wielu płaszczyznach naszej działalności, w tym również w finansach. Na jesieni zeszłego roku rozpoczęliśmy rozmowy z bankami na temat refinansowania i konsolidacji swojego zadłużenia. Obecna struktura wymaga dostosowania do warunków rynkowych i specyfiki grupy kapitałowej. Zyskamy większą elastyczność w zarządzaniu płynnością finansową i lepszą alokację wolnych środków pieniężnych. Podpisanie umowy kredytowej powinno nastąpić w czwartym kwartale. Obecnie, pomimo trudności na rynku kredytowym z dostępem do finansowania zewnętrznego, płynność Grupy można ocenić jako wystarczającą dla prowadzenia bieżącej działalności oraz realizacji zadań inwestycyjnych zaplanowanych na ten rok.

Co Spółka zamierza zrobić, aby poprawić swoją sytuację płynnościową?

Staraliśmy się całościowo patrzeć na potrzeby Grupy. Naszym celem jest zapewnienie spółkom stabilnego finansowania. Realizujemy szereg działań stymulujących, które w połączeniu ze sprawnym zarządzaniem przełożyły się na polepszenie płynności naszej Grupy. Kładziemy duży nacisk na redukcję kapitału obrotowego, czego pozytywne efekty już widać. Kontynuujemy i rozszerzamy program dezinvestycji aktywów spoza działalności podstawowej. Chcemy sprzedać Polfę, Ciech Service



i spółki transportowe oraz udziały w PTU. Wspomniane wcześniej refinansowanie zadłużenia zwiększy udział zobowiązań długoterminowych oraz pozwoli na bardziej elastyczne zarządzanie płynnością. Poprawiamy również metody zarządzania nią w ramach Grupy. Optymalizujemy także zakupy energii. Nowa strategia w tym obszarze pozwoli uzyskać ponad 10 mln oszczędności w skali roku.

Co z inwestycjami w kryzysie?

W tym roku ograniczyliśmy inwestycje do niezbędnych i najbardziej rentownych. Dodatkowo dużym wsparciem będą dla nas pozyskane środki unijne. W tym roku otrzymaliśmy już ponad 111 mln zł. Zachem dostanie 28 mln zł takiego dofinansowania, co stanowi połowę kosztów projektu budowy instalacji i wdrożenia innowacyjnej technologii produkcji epichlorohydryny z gliceryny. Ta metoda jest stosowana przez mniej niż 5% firm tej branży na świecie. Co warto podkreślić, projekt wykorzystuje wyniki prac własnych zespołu badawczo-rozwojowego Zachemu. Trwa rozbudowa kotłów w Elektrociepłowni Janikowo i budowa instalacji odsiarczania spalin, na które Soda Polska otrzymała w sumie ponad 31 mln zł. Organika-Sarżyna dostanie 40 mln zł na budowę instalacji produkcyjnej środków ochrony roślin. Wszystkie te przedsięwzięcia, realizowane w ramach dofinansowania z Unii Europejskiej, mają na celu wdrażanie prekursorskich i ekologicznych rozwiązań.



Problem opcji niestety nie ominął Ciechu. Czy mógłby Pan wyjaśnić, dlaczego spółka korzystała z asymetrycznych struktur opcyjnych, które cechowały się nieograniczonym ryzykiem straty? Spółka jako eksporter od wielu lat zabezpieczała się za pomocą opcji przed możliwym umocnieniem się złotego, żeby chronić nasze przepływy pieniężne. Niestety, poprzedni Zarząd zawarł w 2008 r. ryzykowne umowy opcyjne,

tw. zerokosztowe. Długoterminowy trend wzmacniania się naszej waluty wpłynął na nieprawidłową ocenę ryzyka z tego tytułu. W naszym przypadku opcje były skonstruowane tak, że kupionych opcji Put było dwa razy mniej niż sprzedanych opcji Call. Oferowały krótkoterminowy zysk w zamian za długoterminowe ryzyko. Dodatkowo nasz potencjalny zysk ograniczony był wyłącznikami. Potencjalne korzyści banków były nieograniczone. Zaowocowało to nadmierną ekspozycją z tytułu struktur opcyjnych. Nagła deprecjacja złotych w drugiej połowie 2008 r., przy tak zawartych umowach opcyjnych, spowodowała znaczne zmniejszenie zysku Grupy za 2008 rok. Również w tym roku opcje są dla nas dużym obciążeniem. Aktualnie wdrożone i stosowane procedury zarządzania ryzykiem powodują, że podobna sytuacja już się nie powtórzy. Obecnie struktury te zostały usymetryzowane, a okres zapadalności wydłużony. Dzięki temu przepływy pieniężne z tego tytułu się zmniejszyły. Warto przypomnieć, że przez wiele lat strategię opcyjne przynosiły nam wymierne korzyści.

Co z zakupem udziałów w Anwilu w kontekście umowy podpisanej z bankami? Czy umowa ta nie wyłącza przypadkiem Ciechu z tej transakcji?



© Alexander Rath - Fotolia.com



Ciech

Akwizycja Anwilu została odłożona do zakończenia naszej prywatyzacji. Dostrzegamy wiele korzyści wynikających z ewentualnego włączenia Anwilu do Grupy Ciech. Jednak decyzję o powrocie do tego projektu podejmiemy nowy inwestor.

Czy Ciech nadal podtrzymuje zamiar sprzedaży posiadanych akcji PTU? Jeśli tak, to kiedy można spodziewać się transakcji? Jak wpłynie to na wynik Grupy?

Ciech podtrzymuje zamiar sprzedaży akcji PTU. Oczywiście proces sprzedaży nie uległ zatrzymaniu ani zakończeniu. Cały czas negocjujemy z potencjalnymi nabywcami, jednak sytuacja rynkowa nie sprzyja przeprowadzeniu tej dezinvestycji. Nie chciałbym zgadywać odnośnie terminu samej transakcji, ponieważ jest to proces dość skomplikowany od strony formalnej. Sprzedaż akcji PTU na pewno pozytywnie wpłynie na wyniki finansowe Grupy.

Sprawa przejścia Sodawerk Stassfurt trafiła do prokuratury. W ocenie Zarządu Ciechu mogły wystąpić nie-

prawidłowości w procesie przejścia. Na czym miały one polegać?

Przeprowadzony został audyt nabycia spółki. Wyniki audytu zostały przekazane do odpowiednich organów, które zdecydowały o przekazaniu sprawy do prokuratury. Do czasu zakończenia postępowania nie chciałbym się wypowiadać na ten temat.

Czy w Pańskiej opinii lepiej będzie, jeśli akcje Ciechu zostaną sprzedane przez Naftę razem z pozostałymi spółkami chemicznymi, tj. z Azotami Tarnów i ZAK, czy też jeśli zostaną sprzedane osobno?

Prywatyzacja otwiera szersze perspektywy rozwoju naszej Grupy. Dla realizacji strategicznych interesów polskiego sektora chemicznego lepsza byłaby sprzedaż całego pakietu akcji jednemu inwestorowi po to, aby mógł on zintegrować spółki. Dzięki temu mógłby prowadzić bardziej zoptymalizowane działania. Pozyskanie jednego inwe-

stora zaowocowałoby umocnieniem pozycji Ciechu na rynku chemicznym, umożliwiłoby dynamiczny rozwój Grupy oraz zredukowanie zadłużenia. W opracowanym

przez nas dokumencie informacyjnym dotyczącym każdej ze spółek przedstawiamy warianty wspólnego rozwoju wszystkich trzech spółek aż do 2016 roku. Staramy się przekonać inwestorów do korzyści z zakupu całej trójki, jednak wariant sprzedaży spółek różnym inwestorom również jest brany pod uwagę.

Jak ocenia Pan tegoroczne perspektywy finansowe spółki? Czego mogą spodziewać się w 2009 roku akcjonariusze?

W tym roku skupiamy się na poprawie działalności operacyjnej, redukcji kosztów i utrzymaniu pozycji rynkowej. Uważam, że ten cel uda się osiągnąć. Jednak konkretnych prognoz na ten rok nie będziemy podawać. W obecnej sytuacji gospodarczej trudno jest przewidywać rozwój wypadków na rynkach naszych głównych produktów i na rynku finansowym, a tym samym precyzyjnie prognozować wyniki.

A



Gazeta Giełdy PARKIET to...

...główne źródło wiadomości o rynku finansowym i kapitałowym!

Badanie Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych
Badania MillwardBrown SMG/KRC

...laureat nagrody za obiektywny i rzetelny przekaz informacji!

Nagroda Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych

...najczęściej czytana gazeta biznesowa!

Badania WarsawScan

 **PARKIET**

NIC DODAC. NIC UJAC.

Czy spółki z NewConnect powinny mieć **status publicznych**?

Dostosowywanie prawa polskiego do wymogów UE jest procesem ciągłym. Bardzo często zmieniany jest Kodeks spółek handlowych. Najwięcej konsekwencji z tytułu kolejnej szykowanej zmiany odczują akcjonariusze spółek z rynku NewConnect.

■ *Paweł Wielgus, SII*

Rynek nie zdążył się jeszcze oswoić z sierpniową nowelizacją Kodeksu spółek handlowych (Ksh), a na stronach Ministerstwa Sprawiedliwości można już zapoznać się z projektem kolejnej nowelizacji Kodeksu oraz innych kluczowych aktów prawnych regulujących funkcjonowanie krajowego rynku kapitałowego. Tym razem chodzi o zmianę definicji spółki publicznej, co na pierwszy rzut oka jest zabiegiem znacznie mniej wpływającym na sytuację akcjonariuszy niż na przykład organizacja e-WZA. W rzeczywistości jest jednak grupa inwestorów, dla których przyjęcie proponowanej definicji będzie miało kluczowe znaczenie. Są to akcjonariusze spółek notowanych na rynku New Connect (NC).

Przypomnijmy, iż zgodnie z obowiązującą definicją spółką publiczną jest spółka akcyjna posiadająca co najmniej jedną akcję zdematerializowaną. Zgodnie z uzasadnieniem projektu formalnym celem nowelizacji jest wprowadzenie nowej definicji spółki publicznej z jednoczesnym przeniesieniem tej definicji do Ksh. Pomysł jest jak najbardziej uzasadniony, gdyż w chwili obecnej ustawa o obrocie odwołuje w zakresie definicji do ustawy o ofercie publicznej, która wskazuje ponownie ustawę o obrocie jako akt definiujący samą dematerializację. Sytuacja taka ma nie tylko konsekwencje praktyczne, ale przede wszystkim umniejsza znaczenie spółki publicznej poprzez wskazanie, że jest to spółka pozakodeksowa (a więc być może w pewnym sensie nietypowa). Drugim istotnym celem projektu jest wprowadzenie fakultatywnej dematerializacji akcji, co pozwoli spółkom niepublicznym na podjęcie świadomej decyzji odnośnie formy akcji (tradycyjna w formie dokumentu

lub zdematerializowana). Dotychczasowa definicja spółki publicznej pomija istotne znaczenie faktu, jakim jest masowość jej akcjonariatu (wielu inwestorów uważa wręcz, że spółka publiczna to taka, której akcje można publicznie nabyć, co nie jest prawdą). Jak podkreślają autorzy projektu, obligatoryjna



NEW/CONNECT
RYNEK AKCJI GPW

dematerializacja akcji spółki publicznej nie dotyczy wszystkich akcji tej spółki, ale wyłącznie akcji, które mają być przedmiotem oferty publicznej lub mają być dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym (w przypadku alternatywnego systemu obrotu (ASO) ustawa dopuszcza obrót akcjami materialnymi, jednak regulamin NC nakłada obowiązek dematerializacji). Innymi słowy, może się zdarzyć, że w spółce publicznej będą istniały akcje w formie tradycyjnego dokumentu (np. imienne akcje założycielskie). W ten sposób dematerializacja akcji nie stanowi cechy spółki publicznej, ale cechą niektórych akcji tej spółki. Tym samym dematerializacja nie powinna rzutować na formę i treść definicji spółki publicznej. Nowa definicja przewiduje, że spółką publiczną będzie spółka, której co najmniej jedna akcja jest dopuszczona do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Jakie

są tego konsekwencje? Istotne, choć wcale nie oczywiste. W pierwszej kolejności należy przypomnieć: NewConnect nie jest rynkiem regulowanym. W konsekwencji przyjęcia nowej definicji spółki notowane w ASO przestaną być spółkami publicznymi. Jej akcjonariusze w pierwszej kolejności muszą przyswoić sobie nowe zasady rejestracji na walne zgromadzenie. Przysługiwać im będzie uprawnienie do (i) imiennego świadectwa rejestrowego (w najbardziej ogólnym przypadku), (ii) imiennego świadectwa depozytowego (gdy na mocy statutu akcje spółki będą zarejestrowane w depozycie papierów wartościowych w rozumieniu przepisów o obrocie instrumentami finansowymi) lub (iii) imiennego zaświadczenia o prawie uczestnictwa w walnym zgromadzeniu (gdy na mocy statutu spółka niepubliczna, której wszystkie akcje są zdematerializowane, stosować będzie przepisy o organizacji walnego zgromadzenia spółki publicznej). Praktyka podpowiada, że nawet pracownicy instytucji obsługujących rachunki inwestycyjne będą mieli problemy z dostosowaniem się do wymagań nowych przepisów w pierwszym okresie ich obowiązywania.

Ograniczając dalsze rozważania do sytuacji, w jakiej znajdują się akcjonariusze spółek notowanych na NC (spółka niepubliczna z akcjami zdematerializowanymi), warto wspomnieć o rejestrze akcjonariuszy, który będzie prowadzony przez podmiot uprawniony do prowadzenia rachunków papierów wartościowych (analogicznie jak w spółce publicznej) lub samą spółkę. Na żądanie akcjonariusza podmiot prowadzący rejestr akcjonariuszy wystawi imienne świadectwo rejestrowe. Połączenie obu powyższych przepisów prowadzi do wniosku,

że dokument uprawniający do udziału w walnym zgromadzeniu spółki niepublicznej będzie wystawiany w niektórych przypadkach przez samą spółkę. Mam poważne wątpliwości, czy takie rozwiązanie nie stanowi przypadkiem zagrożenia dla interesów akcjonariuszy (pomijając już niejasne w chwili obecnej aspekty techniczne związane ze złożeniem takiego świadectwa rejestrowego w siedzibie spółki). Jasne jest, że w zakresie rejestracji na walne zgromadzenie akcjonariusze spółek notowanych na NC będą musieli zrobić krok wstecz, tym bardziej, że w ich przypadku ustawodawca wraca również do blokady akcji pomiędzy wystawieniem odpowiedniego dokumentu a zakończeniem obrad walnego zgromadzenia.

Nowelizacja przewiduje podtrzymanie dotychczasowych regulacji, na mocy których - w przypadku spółek notowanych na NC - nie będą obowiązywały przepisy dotyczące obowiązkowych wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamykanie akcji (przy zamiarze przekroczenia progów 33% i 66% ogólnej liczby głosów). Wprawdzie odpowiedni przepis uchylający taki obowiązek zostanie skreślony (do tego momentu jestem zdecydowanie „za”), jednak spółki te przestaną być publiczne, w efekcie czego będą wciąż wyłączone z obowiązku ogłoszenia wezwania. Zniesienie statusu spółki publicznej w przypadku podmiotów notowanych na NC będzie miało również poważne konsekwencje dla obowiązków informacyjnych tych spółek, jednak te kwestie są już w większości przypadków poruszone w regulaminie ASO.

Omawiając najważniejsze postanowienia nowelizacji, nie sposób pominąć rewolucyjnych zmian w zakresie odpowiedzialności cywilnej przewidzianej w ustawie o ofercie publicznej. Zmiany te wychodzą naprzeciw oczekiwaniom rynkowym i zapewnią w przyszłości znacznie lepszą ochronę praw i interesów akcjonariuszy, choć dotyczą wyłącznie spółki publicznej (a więc w przyszłości już nie NC). Po wejściu w życie nowelizacji akcjonariusz spółki publicznej, który nabył jej akcje w ofercie publicznej i na podstawie odpowiedniego dokumentu informacyjnego, może żądać odkupienia objętych lub nabytych akcji, jeżeli spółka odstąpiła od ubiegania się o dopuszczenie lub wprowadzenie akcji do obrotu na rynku

regulowanym, nie wystąpiła z wnioskiem o dopuszczenie akcji do obrotu lub zrobiła to za późno.

Podobne uprawnienie przysługiwać będzie w sytuacji, gdy GPW lub KNF odmówią dopuszczenia lub wprowadzenia akcji do obrotu. Gdyby takie rozwiązanie obowiązywało od dłuższego czasu, wówczas poważnych problemów uniknęliby np. akcjonariusze Sovereign Capital (akcje zostały przydzielone, jednak spółka nie jest notowana do dnia dzisiejszego). Podobne żądanie odkupu można - zgodnie z projektem - złożyć w przypadku spółki, której akcje zostały bezterminowo wykluczone z obrotu na rynku regulowanym na podstawie całego szeregu przepisów, z których większość dotyczy procedur z w i ą z a n y c h z zatwierdzeniem prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego. W gronie podstaw wykluczających znajdują się również przypadki, w których bez-

Nowa definicja przewiduje, że spółka publiczną będzie spółka, której co najmniej jedna akcja jest dopuszczona do obrotu na rynku regulowanym...

terminowe wykluczenie odbywa się w wyniku naruszenia przepisów związanych z publikacją informacji poufnej oraz informacji o przekroczeniu odpowiednich progów w akcjonariacie spółki publicznej. Propozycja taka jest absolutnie przełomowa.

Uprawnienie do złożenia żądania takiego odkupu przysługiwać będzie jednak tylko tym akcjonariuszom, którzy bezpośrednio, pośrednio lub działając w porozumieniu posiadają łącznie mniej niż 5% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej (istnienie takiego progu jest bardzo uzasadnione, gdyż akcjonariusze posiadający powyżej 5% ogólnej liczby głosów mają

już realne możliwości wpływania na sytuację w spółce). Hamując nieco optymizm czytelników (i akcjonariuszy takich spółek jak np. Krosno), wspomnieć należy, że z powyższego przepisu wyłączone są przypadki wykluczenia z obrotu w związku z ogłoszeniem upadłości obejmującej likwidację majątku. Jeśli przedmiotowa nowelizacja wejdzie w życie w zaproponowanej formie, to pozycja akcjonariuszy spółek notowanych na NC ulegnie znacznemu osłabieniu, przy jednoczesnym zwiększeniu ochrony interesów akcjonariuszy spółek publicznych. Oprócz wskazanych dotychczas zagadnień istotną kwestią jest również wyłączenie spółek notowanych na NC spod obowiązywania przepisów zawartych w Szczególnych uprawnieniach i obowiązkach spółki publicznej zapisanych w ustawie o ofercie publicznej. Najważniejsze z nich to przymusowy wykup i odkup akcji (w przypadku, gdy w akcjonariacie pojawia się akcjonariusz posiadający powyżej 90% ogólnej liczby głosów) oraz możliwość powołania rewidenta do spraw szczególnych. Również Ksh zawiera wiele regulacji wprost odnoszących się do spółki publicznej lub jej statutu, w tym kwestie związane z wypłatą dywidendy, prowadzeniem strony internetowej, głosowaniem korespondencyjnym



© Nerlich Images - Fotolia.com

czy też udzielaniem pełnomocnictwa. Z punktu widzenia stosunków właścicielskich kluczowe znaczenie dla spółek z NC może mieć fakt, że Kodeks przewiduje dla spółki niepublicznej większą liczbę głosów niezbędnych do podjęcia uchwały w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego w ramach kapitału docelowego lub połączenia i podziału spółki. Taka zmiana warunków już po dopuszczeniu akcji do obrotu na NC prawdopodobnie spotka się z silnym sprzeciwem samych zainteresowanych. Wszak nie zmienia się reguł w trakcie gry. Warto się więc zastanowić, czy definicja spółki publicznej nie powinna raczej obejmować rynku zorganizowanego zamiast regulowanego (NC jest rynkiem nieregulowanym, ale zorganizowanym).

Przeciwnicy takiego pomysłu powiedzą zapewne, że nie ma takiej potrzeby, bo wiele przepisów można przemycić w wewnętrznych aktach prawnych. Znaczenie regulacji pozanormatywnych jest jednak znacznie mniejsze np. przy ewentualnym dochodzeniu roszczeń przez akcjonariuszy.

Na koniec jako kontrargument dla swoich własnych wątpliwości przychylił się do opinii autorów projektu, iż należy wyraźnie odróżniać rynek regulowany od ASO. Pytanie tylko, czy rozróżnienie takie powinno mieć podłoże prawne, czy też bardziej inwestycyjne (kapitalizacja spółek, ryzyko inwestycji itd.) lub regulaminowe. **A**

KOMENTARZE SPECJALISTÓW



*Daniel Lipnicki,
Kancelaria Gessel*

Niewątpliwie nowa definicja spółki publicznej lepiej oddaje naturę tego rodzaju spółek, których istotą jest notowanie ich akcji na rynku regulowanym. Warto również zauważyć, iż powyższej zmianie towarzyszyć będzie ustalenie odrębnych reżimów dla spółek publicznych oraz spółek notowanych na rynkach innych niż regulowany (np. NewConnect), z czym związane będzie również zróżnicowanie uprawnień akcjonariuszy.

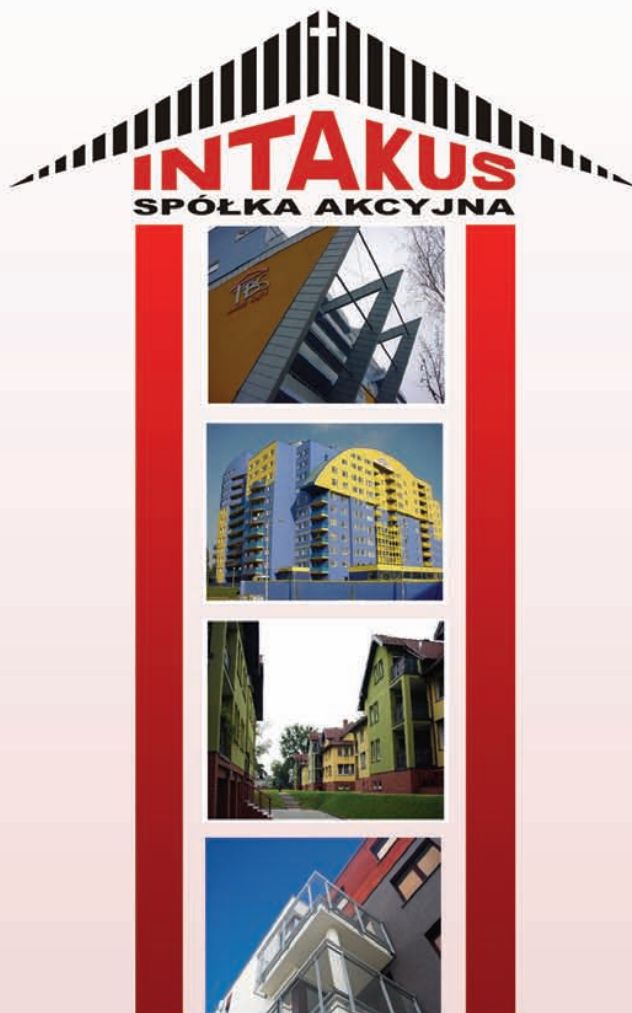
Istotne novum stanowi możliwość żądania odkupu akcji nabytych w ramach oferty publicznej, w wyniku której nie doszło następnie do dopuszczenia akcji do obrotu na rynku regulowanym, jednakże tego rodzaju zmiana ma dwa oblicza. Jakkolwiek od strony akcjonariuszy nabywających akcje w ramach oferty publicznej uprawnienie to należy ocenić pozytywnie, nie da się nie zauważyć, iż emitenci narażeni będą na dodatkowe ryzyko w postaci konieczności odkupu akcji oferowanych przez dotychczasowych akcjonariuszy. Kierowanie roszczeń do jednego podmiotu (emitenta) usprawni cały proces, jednakże koszty ewentualnego nabycia akcji od dotychczasowych akcjonariuszy ponosić będzie wyłącznie emitent, co pośrednio wpływać może również na sytuację jego akcjonariuszy.



*Krzysztof Grabowski, Komisja
Nadzw. Finansowego*

Jednym z głównych założeń projektu jest zwrócenie uwagi na różnice w poziomie ochrony praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym i spółek notowanych w alternatywnym systemie obrotu (ASO - obecnie jest to tylko NewConnect). Trzeba pamiętać, że spółki, których akcje są notowane wyłącznie w ASO, nie podlegają nadzorowi KNF, więc brak jest środków prawnych umożliwiających skuteczną ochronę

praw ich akcjonariuszy. Dzięki zawężeniu definicji do rynku regulowanego można wprowadzić dodatkową ochronę akcjonariuszy spółek publicznych, a obowiązki informacyjne oraz dotyczące wezwań w spółkach notowanych wyłącznie w ASO pozostaną bez zmian. Ponadto spółki z ASO będą mogły same wybrać, która z form organizacji walnych zgromadzeń jest dla nich bardziej odpowiednia. W wyniku dotychczasowych konsultacji uzgodniono też, że regulacje Ksh dotyczące dywidendy, praw poboru czy kworum na WZA, będą miały zastosowanie również do spółek z ASO. Projekt utrzymuje więc dotychczasowy poziom ochrony wszystkich akcjonariuszy, a podnosi go na rynku regulowanym.



TRADYCJA I MARZENIA

Publiczna oferta akcji serii D INTAKUS S.A.

Przyjmowanie zapisów: 25-30 listopada 2009 roku

Prospekt emisyjny* dostępny na stronie internetowej www.intakus.pl

Wrocław 51-114, ul. Obornicka 131,
tel. 071-326-60-81, 82, 87 fax. 071-326-60-86
www.intakus.pl, intakus@intakus.pl

*prospekt emisyjny jest jedynym prawnie wiążącym dokumentem stanowiącym podstawę do podejmowania decyzji inwestycyjnych

Coraz więcej pozytywnych sygnałów z realnej gospodarki

Uważny inwestor powinien obserwować sygnały płynące z gospodarki.

Dla tych, którzy inwestują długoterminowo to niemal obowiązek.

Barometr SII zbiera w pigułkę informacyjną wszystkie najważniejsze informacje.

■ Łukasz Porębski, SII

Czyżby wszystkie lepsze od prognoz dane makroekonomiczne zostały już w ostatnich miesiącach zdyskontowane? Czy może mamy do czynienia ze zwykłą realizacją (pokaźnych) zysków? Zdania na ten temat są podzielone, jedna część analityków próbuje przewidzieć termin korekty, a druga zwiastuje początek trendu wzrostowego.

Globalna gospodarka zaczęła wychodzić z recesji po najpoważniejszym od lat 30-tych kryzysie finansowym, lecz, niestety, pozytywne sygnały wciąż mieszają się z negatywnymi. Koniec najgorszego stadium kryzysu potwierdzają między innymi wzrosty na rynku surowców, nowe zamówienia w przemyśle oraz pobudzenie rynku motoryzacyjnego i nieruchomości (zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym). Na rynki powraca płynność i wzrosty, a premia za ryzyko nieustannie maleje, o czym świadczą stopy na rynkach międzybankowych i rentowności instrumentów dłużnych. Handel międzynarodowy i produkcja największych gospodarek na świecie, choć wciąż jest na dużo niższym poziomie niż przed rokiem, wzrasta w skali miesięcznej i kwartalnej.

Korekty szacunków dynamiki rozwoju światowej gospodarki przedstawiają wszystkie międzynarodowe organizacje, w tym: MFW, Bank Światowy, OECD i Komisja Europejska. Sytuacja zmieniła się diametralnie w ostatnich miesiącach. Pomimo ogromnych deficytów budżetowych i widma rosnących długów (ich udział w produktach krajowych osiąga rekordowe poziomy), programy stymulacyjne i zaangażowanie władz w ratowanie systemu odnoszą zamierzone skutki. Dodatkowo niekorzystny wpływ na budżety mają związane z recesją mniejsze przychody podatkowe i większe wydatki na zasiłki dla

bezrobotnych. Ogromnym problemem są również nie notowane od wielu lat wysokie stopy bezrobocia hamujące aktywność gospodarczą.

Miesięczne stopy zwrotu z portfeli głównych indeksów giełdowych od początku roku			
	WIG20	mWIG40	sWIG80
sty 09	-10,9%	-9,6%	-3,3%
lut 09	-13,9%	-8,9%	-8,1%
mar 09	10,2%	11,1%	14,5%
kwi 09	19,0%	22,0%	23,3%
maj 09	0,2%	3,4%	5,0%
cze 09	3,3%	1,6%	3,2%
lip 09	14,8%	15,4%	11,5%
sie 09	3,5%	14,5%	11,5%
wrz 09	-0,9%	-3,4%	-2,5%
od dołka w lutym do końca września	64,5%	90,2%	92,4%

Dno bessy wystąpiło na wiosnę, a w związku z tym, że rynek jest mechanizmem dyskontującym wiadomości o poprawie lub pogorszeniu sytuacji na mniej więcej 5-7 miesięcy przed faktyczną zmianą wyników gospodarki, dno w realnej gospodarce mamy już najprawdopodobniej za sobą. Od tamtej pory indeks WIG20, obrazujący zmianę portfela 20 spółek o największej kapitalizacji i płynności na warszawskiej giełdzie, wzrósł o blisko 65%, zaliczając „jedynie” 12% korektę na przełomie czerwca i lipca. Pomimo spadku wyników finansowych spółek, dane często nie były aż tak złe jak zapowiadano, bądź nawet lepsze od prognoz, co zostało odzwierciedlone w ich wycenie. Pamiętajmy jednak, iż nadchodzące miesiące: wrzesień i październik są statystycznie najgorsze w roku, ze względu na

odpływ pieniędzy do realnej gospodarki. Mało która z 374 spółek na giełdzie nie wzrosła od dna bessy na przełomie lutego i marca bieżącego roku o przeszło 50%. Hossa na warszawskiej giełdzie spowodowana była głównie przez aktywność inwestorów zagranicznych i powrót do gry funduszy inwestycyjnych (oraz OFE), w których w ostatnim czasie od wielu miesięcy saldo wpłat i wypłat jest dodatnie. Następnie do gry włączyli się inwestorzy indywidualni, generując w I połowie 2009 roku znów blisko 1/3 obrotów, a którzy byli mało aktywni na przełomie roku (spadek udziału w obrotach do 17%).

Indeksy giełdowe od lutego
+65%



Polska w ostatnim czasie jest prezentowana jako „tygrys europejskiej gospodarki”, gdyż jako jedno z nielicznych państw odnotowałyśmy wzrost PKB w I kwartale 2009 roku, a w II kwartale jako jedyne w Europie. W ożywieniu pomagają środki z UE i Euro 2012, które inwestycjami publicznymi, głównie w infrastrukturę, niwelują spadek inwestycji firm. Równie optymistyczne są wskaźniki wzrostu PKB liczone kwartał do kwartału, które wynoszą +0,5% dla szeregów wygładzonych sezonowo. Niestety, struktura wzrostu w I półroczu 2009 (+1,0% r/r) jest niekorzystna, zwiększył się eksport netto, a zmniejszył popyt krajowy (pogłębienie spadku) i inwestycje. Poprawa salda obrotów za granicą, spowodowana była większym spadkiem importu niż eksportu, w przypadku którego mniejsze zamówienia - z powodu problemów zagranicy - zamortyzowały obniżenie warto-

MFW podwyższa globalne prognozy. Szacuje, że w 2009 roku globalne PKB spadnie o 1,3%, a w 2010 wzrośnie o 2,9%.

PKB
w II kw.
+1,1% r/r
(wobec prognoz
Ministerstwa Gospodarki
+0,5%)

ści złotego. W Polsce (gospodarka dość zamknięta) eksport stanowi ok. 40% PKB, podczas gdy np. u naszych sąsiadów ten udział przekracza 60%. W I półroczu br. obroty handlu zagranicznego były niższe niż przed rokiem. W wyniku głębszego spadku importu niż eksportu, odpowiednio -13,4% i -3,1% w cenach bieżących, odnotowano poprawę ujemnego salda ogółem.

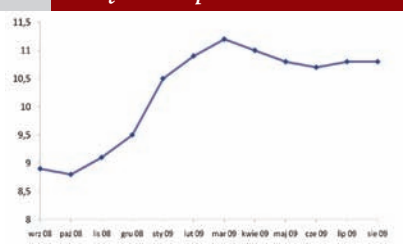
Skarb Państwa, łatając dziurę budżetową (po nowelizacji ma wynieść 27,2 mld zł w obecnym zaplanowanych wcześniejszej 15 mld zł), oprócz wypłacanych ogromnych dywidend, postanowił znacząco przyspieszyć proces prywatyzacji. Wykorzystując falę ożywienia na warszawskim parkiecie, MSP rozpoczęło sprzedaż resztek (udział poniżej 10%) w spółkach giełdowych, jak i nie notowanych na GPW. Nie dawały one żadnego władztwa korporacyjnego nad spółką ani korzyści z dywidendy, a generowały koszty koniecznego nadzoru ze strony państwa. Sprzedaż pozostałych resztek notowanych na GPW planowana jest do końca 2010 roku. Zadłużenie sektora finansów publicznych wzrosło w II kwartale o 1,3% do wysokości 635,6 mld zł (51,5% PKB Polski).

Rosną wskaźniki koniunktury w przemyśle i usługach (wskaźniki PMI w Polsce i Strefie Euro oraz ISM w USA) od dołka z końca 2008 roku, zbliżając się lub przekraczając próg 50 pkt. stanowiący granicę recesji. Świadczy to o zbliżającym się wzroście produkcji przemysłowej w kolejnych miesiącach, gdyż wskaźniki PMI powszechnie uważane są za kluczowe wskaźniki wyprzedzające koniunktury. Wskaźnik PMI sporządzany jest na podstawie wyników ankiety o ponad 300 firmach, których menedżerowie odpowiadają na pytania o (w kolejności wagi w indeksie) nowe zamówienia, produkcję, zatrudnienie, prędkość dostaw i zapasy pozycji zakupionych.

Dług publiczny
w II kw.
+1,3%

ze względu na opłacalność eksportu i importu. Na polski eksport nadal negatywnie wpływa recesja u naszych głównych partnerów handlowych, jednak wychodzenie naszego największego partnera - gospodarki Niemiec - jest bardzo dobrą wiadomością.

3 Miesięczna stopa bezrobocia [%]



Na rynku pracy mamy do czynienia z dalszym pogorszeniem - stopa bezrobocia w sierpniu wynosiła 10,8% (wg Eurostatu w ujęciu BAEL wynosi 8,0%), a po wakacjach bezrobocie ma jeszcze wzrosnąć. W niektórych państwach Unii Europejskiej przekracza już nawet 18% (np. w Łotwie, czy Hiszpanii). Najniższa stopa bezrobocia występuje w Holandii, wynosi jedynie 3,5%.

W związku z neutralizowaniem pozytywnych i negatywnych danych makroekonomicznych Rada Polityki Pieniężnej nie powinna do końca roku zmieniać stóp procentowych.

Stopy procentowe
NBP od czerwca
bez zmian

sprzedaż detaliczna	+5,2%	rosnie popyt konsumpcyjny
produkcja przemysłowa	-0,2%	rosną nowe zamówienia, firmy zwiększają zapasy, maleje roczny spadek, a w skali miesięcznej widoczne są wzrosty
produkcja budowlano-montażowa	+11,1%	odradzanie rynku pierwotnego i wtórnego

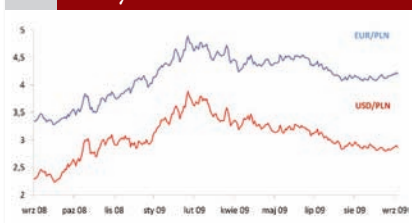
Dane na sierpień 2009 w skali roku

Przeciętne miesięczne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło do 3268,69 zł (o 3,0% w skali roku) - przy czym w poszczególnych sekcjach sektora waha się od 2 (administracja) do 5,7 tys. zł (informacja i komunikacja). Wynagrodzenie minimalne od 1 stycznia 2009 roku wzrosło do 1276 zł. W związku z utrzymującą się dynamiką cen towarów i usług konsumpcyjnych (roczna inflacja CPI 3,7%) świadczy to o spadku siły nabywczej przeciętnych płac brutto w skali roku.

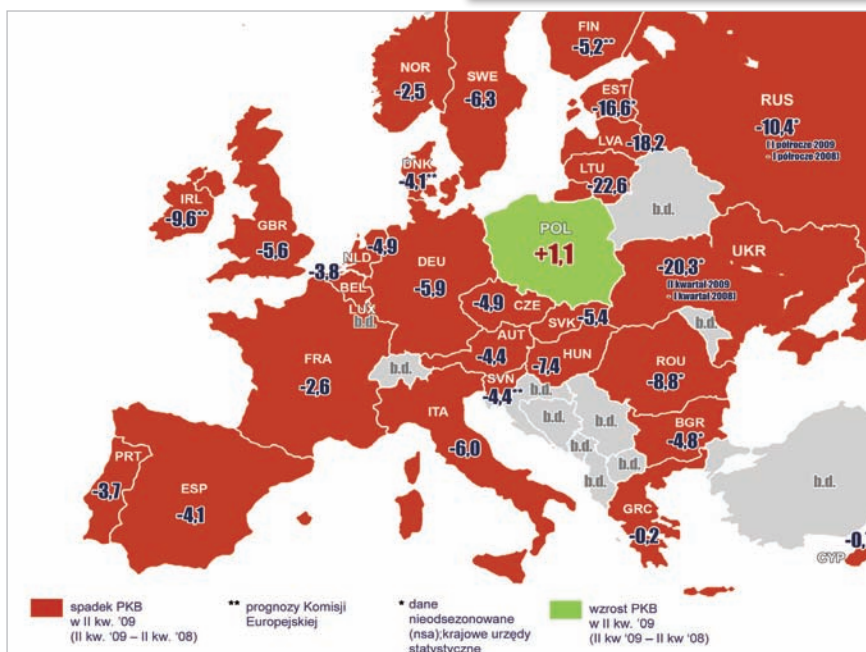
4 Miesięczna inflacja



2 Kursy walut



Złoty umocnił się w ostatnim kwartale w stosunku do najważniejszych walut, po wcześniejszej deprecjacji. Obecnie znajduje się w okolicach bliskich optymalnym,



	Polska	UE	Strefa Euro	USA	Japonia	Niemcy	Chiny
Roczna dynamika PKB I kw '08	0,8%	-4,8%	-4,9%	-6,4%	-11,7%	-6,7%	6,1%
Roczna dynamika PKB II kw '09	1,1%	-4,8%	-4,7%	-1%	3,7%	-5,9%	7,9%

Prognozy finansowe na dywaniku u inwestorów

Podawanie prognoz finansowych podczas okresu prosperity jest chętnie wykonywane przez spółki. Gorzej wygląda sprawa podczas dekoniunktury. O sprawdzalności prognoz mogą przekonać się akcjonariusze spółek z NewConnect.

Partner cyklu Co kwartał wszystko o rynku NewConnect

Certus Capital sp. z o.o. z siedzibą we Wrocławiu to firma specjalizująca się w obsłudze transakcji na rynku kapitałowym, pozyskiwaniu kapitału dla firm oraz świadczeniu usług doradczych. Certus Capital w ramach działalności konsultingowej oferuje opracowywanie analiz finansowych i strategicznych, sporządzanie wycen przedsiębiorstw oraz przygotowywanie memorandumów inwestycyjnych. Spółka świadczy także na rzecz swoich klientów usługi doradcze w zakresie procesów restrukturyzacyjnych oraz opracowywania strategii rozwoju mających na celu maksymalizację wartości przedsiębiorstw. Działalność brokerska koncentruje się na trzech obszarach - pozyskiwaniu inwestorów finansowych i strategicznych dla firm poszukujących kapitału udziałowego, pośrednictwie przy kredytach korporacyjnych i emisjach obligacji, a także obsłudze transakcji kupna/sprzedaży przedsiębiorstw na rynku niepublicznym.

Więcej informacji: www.certuscapital.pl



■ Paweł Materniak, Certus Capital

stwa czy też lepiej wycenić posiadane w swoim portfelu aktywa. Dotyczy to zarówno inwestorów indywidualnych, jak i instytucjonalnych. Uważa się, że spółka jest w stanie najlepiej ocenić rynek, na którym działa oraz swoje perspektywy na najbliższą przyszłość. Jednak zdarza się, że nawet przedsiębiorcy mający bardzo dobry wgląd w środowisko, w którym działają, nie zawsze do końca są w stanie wszystko dobrze oszacować. Istnieje wiele dynamicznie zmieniających się czynników oraz nieoczekiwanych zdarzeń, których nie sposób przewidzieć.

Rachuby dotyczące przyszłych wyników finansowych mogą się wydawać szczególnie interesujące dla rynku NewConnect. Dynamicznie rozwijające się firmy obecne na ASO mają zawsze bardzo ambitne plany na przyszłość, których odzwierciedleniem są publikowane prognozy finansowe. Porównując łączne dane spółek notowanych na NewConnect dla 2007 i 2008 roku, otrzymujemy:

- Prognozy zysku netto na rok 2007 wyniosły 10 439 970 zł, a rzeczywisty wynik osiągnięty przez spółki to 11 485 603 zł; oznacza to wykonanie prognoz w 110%.

Po 2 latach działalności rynku NewConnect warto pokusić się o rozliczenie spółek z obietnic składanych inwestorom. Czy spółki wywiązują się z przedstawionych prognoz? Które firmy najbardziej zawiodły, a które okazały się liderami alternatywnego parkietu GPW? Czy można ufać prognozom przedstawianym przez zarządy przedsiębiorstw?

Pod pojęciem prognozy finansowej kryją się informacje dotyczące możliwych do osiągnięcia przez spółki przyszłych wyników. W przewidywaniach zarządu najczęściej wymienia się wielkości takie jak EBITDA, przychody oraz zysk netto. Podawane są one na krótkie okresy (1-3 lat), jednak zdarzają się też prognozy wyników kwartalnych. Zarządy publikują swoje oczekiwania co do przyszłego kształtowania się spodziewanych wartości w przedsiębiorstwie na dwa sposoby, z których najbardziej popularnym jest przekazywanie tych informacji raportem bieżącym. Drugą metodą komunikacji z inwestorami w tej sprawie są dokumenty informacyjne i prospekty emisyjne, a także prezentacje Spółek.

Publikacje prognoz finansowych można rozpatrywać na dwóch płaszczyznach.

Pierwszą stanowi punkt widzenia zarządu emitenta. Poprzez publikację prognoz chce on zapewnić większą przejrzystość spółki oraz przedstawić jej potencjał, tym samym zachęcając do kupna akcji danej firmy. Drugą „stronę medalu” stanowią inwestorzy, dla których podawane są przyszłe przewidywania przychodów, zysku netto itp. Oczekują oni od przedsiębiorstw łatwego dostępu do informacji, by móc lepiej zrozumieć sytuację finansową przedsiębior-

1 Spółki notujące zysk lepszy od przewidywań w 2008 roku

Nazwa Spółki	Prognoza zysku na rok 2008 [tys zł]	Prognoza przychodów na rok 2008 [tys zł]	Zysk netto zrealizowany w 2008 roku [tys zł]	Przychód zrealizowany w 2008 roku [tys zł]
Makolab	17,8	6 980	544	7 666
Mera Schody	2 200	27 300	2 800	29 460
Pharmena	600	5 000	730	5 277
Xplus	546	3 400	658	3 819
PGS Software	1 304	6 300	1 563	6 611
Adv.pl	648	10 544	755	7 185
Mineral Midrange	1 200	7 560	1 254	7 489
Fast Finance	3 000	9 600	3 037	9 363

Źródło: opracowanie własne Certus Capital

- Prognozy przychodów na rok 2007 wyniosły 166 302 716 zł, a faktyczny poziom przychodów to 139 931 181 zł, co jest wynikiem gorszym o 15,86% od planowanego.
- Prognozy zysku netto na rok 2008 były na poziomie 79 177 932 zł, natomiast osiągnięty wynik to 10 202 439 zł, co stanowi zaledwie 12,89 % planowanego zysku.
- Prognozy przychodów na rok 2008 opiewały na kwotę 907 582 999 zł, natomiast wyniki według raportów rocznych to 742 043 407 zł, co jest wynikiem gorszym o 18,24% od planowanego.

Na podstawie przedstawionych wyników widać wyraźnie, że spółki z NewConnect nie podołały postawionym przed sobą ambitnym planom. Problemy z wykonaniem prognoz przez spółki w 2008 roku można złożyć na barki spowolnienia gospodarczego oraz złej sytuacji na rynkach finansowych. Jednak nie można zapominać, że dużą część winy ponoszą zarządy spółek. Kadra zarządzająca nie poradziła sobie z ambitnymi założeniami oraz nie potrafiła dobrze dostosować się do panujących warunków rynkowych. Także brak doświadczenia w komunikacji z inwestorami miał wpływ na brak większego zaangażowania w działania PR.

Na podstawie wyników finansowych i ich prognoz można wyłonić liderów i outsiderów rynku NewConnect pod względem realizacji zapowiadanych wyników. Podział został sporządzony na podstawie obliczeń opartych o zagregowane dane wykorzystujące różnice między prognozami a ich faktycznym wykonaniem w ujęciu procentowym. W tabeli 1. zostały przedstawione spółki, które pozytywnie zaskoczyły rynek. Oto sylwetki niektórych spółek i przyczyny dobrego wywiązania się ze swoich obietnic:

- **Makolab S.A.** – zysk netto przekroczył prognozy ponad 30 razy i wyniósł 544 670,00 zł. Tak imponujące wykonanie zostało spowodowane zmianą prognoz jesienią 2008 roku z powodu warunków panujących na rynku oraz poprawie wyników dzięki działaniom prowadzonym przez zarząd. Oryginalne prognozy na rok 2008, publikowane w dokumencie informacyjnym, mówiły o zysku netto na poziomie 1 212 000 zł. Jeżeli by brać pod uwagę starsze prognozy, to spółka powinna się znaleźć na drugiej liście.
- **PGS Software S.A.** – spółka przekroczyła prognozy zysku netto o prawie 20% oraz przychodów o 5%. Wyniosły one odpowiednio 658 789,76 zł oraz 5 277 455,97 zł. Jest to bardzo dobry wynik, uwzględniając, że prognozy podawane za Zarząd firmy były bardzo optymistyczne. Wpływ na dobre wykonanie miało prawdopodobnie

2

Spółki, które osiągnęły najgorsze wyniki finansowe w 2008 roku, porównując do prognoz finansowych

Nazwa Spółki	Prognoza zysku na rok 2008 [tys zł]	Prognoza przychodów na rok 2008 [tys zł]	Zysk netto zrealizowany w 2008 roku [tys zł]	Przychód zrealizowany w 2008 roku [tys zł]
Polman	600	7 700	-81	7 310
Grupa PSW Holding	2 700	40 000	-183	43 921
Rocca	3 600	16 100	-364	3 996
Symbio Polska	357	19 900	-496	18 620
Orzeł	649	13 285	-358	11 732
Digital Avenue	200	6 000	-127	2 014
Stark Development	4 000	19 000	-2 761	0 zł
Index Copernicus International	-800	1 650	-1 427	1 637
MaxiPizza	875	7 154	-886	2 572
Aton-HT	1 001	6 640	-1 388	174
Vedia	633	4 860	-1 020	3 038
Alumast	1 599	17 110	-2 876	12 077
Urlopy.pl	-237	3 200	-995	1 789
Epigon	680	6 800	-3 005	4 146
Ruch Chorzów	233	9 080	-4 687	9 648
Wrocławski Dom Maklerski	11 500	17 500	240	1 714

Źródło: opracowanie własne Certus Capital

wejście spółki na ASO, co spowodowało, że PGS Software stało się bardziej wiarygodnym kontrahentem oraz bardziej rozpoznawalne na rynku. Jednocześnie bardzo gwałtowny wzrost kursu euro znacząco zwiększył wartość eksportowanych usług, co przełożyło się na zwiększenie rentowności spółki. Mera Schody S.A. – zysk netto przekroczył prognozy o 27% i wyniósł 2 800 163,80 zł. Pozytywny wpływ na wyniki miały podjęte działania restrukturyzacyjne w spółkach grupy oraz efekt synergii między podmiotami grupy. Bardzo dynamiczny

rozwój podmiotu dominującego oraz całej grupy, wraz z przejętymi podmiotami (Mera Logistic i Klon), pozwolił osiągnąć satysfakcjonujący wynik na koniec roku. W kolejnych okresach można oczekiwać jeszcze lepszych wyników niż dotychczasowe, co będzie związane z poprawą koniunktury oraz zakończeniem procesów restrukturyzacyjnych w grupie, jak również zwiększeniem udziału w rynkach działalności.

- **Fast Finance S.A.** – spółka nie wyróżnia się szczególnie wysokim przekroczeniem prognoz, jednak jest to spowodowane pod-



Każdego dnia
do walki staje dwóch
wirtualnych zawodników
Chcesz być na bieżąco?
Czytaj:

Azymut

- strategie dla rynku futures

- Strategie pisane przez praktyka, a nie analityka
- Rzeczywiste krzywe kapitału
- Wpływ psychologii na strategię inwestowania

Każdego dnia Azymut
Jarosława Augustynowicza,
zdobywcy 3 miejsca
w Parkiet Challenge 2009,
znajdziesz na
www.sii.org.pl



wyższeniem prognozy zysku netto z poziomu 2 500 000 zł. Spółka ostatecznie zanotowała 3 037 000 zł zysku netto wobec planów na poziomie 3 000 000 zł. Natomiast przychody były nieznacznie niższe od prognozy i wyniosły 9 363 000 zł. Przedsiębiorstwo wykonało z dużą nawiązką swoje pierwotne obietnice. Za taki stan rzeczy odpowiada dobra koniunktura na rynku działalności Fast Finance, ciekawy model biznesowy spółki oraz kompetentni menedżerowie. Perspektywa rozwoju na następne lata wydaje się być bardzo dobra, a obszar działalności Fast Finance jest rynkiem młodym, dla którego przewiduje się dynamiczny wzrost.

Tabela 2. przedstawia wybraną część spółek, które najbardziej zawiodły swoich akcjonariuszy. W większości przypadków nie dość, że nie zrealizowały prognoz, to jeszcze zamiast zysku zanotowały straty. Przyczyn takiego stanu rzeczy można doszukiwać się w niekorzystnych warunkach otoczenia, zbyt ambitnych planach zarządów, dużą rotacją kadr czy brakiem pomysłu na dalszy rozwój przedsiębiorstwa.

Wśród spółek, których prognozy okazały się zbyt ambitne jak na warunki rynkowe, znalazły się:

• **Ruch Chorzów S.A.** – strata przekracza ponad 20 razy prognozowany zysk netto. Na tak negatywny rezultat wpłynął światowy kryzys gospodarczy, osłabienie polskiej waluty oraz zmniejszenie się płynności finansowej. Wszystko to przełożyło się na redukcję wydatków marketingowych partnerów biznesowych Emitenta, co przełożyło się na niższe przychody.

• **Stark Development S.A.** – 2008 rok spółka może zaliczyć do bardzo nieudanych. Przychody były zerowe w porównaniu do oczekiwanych 19 000 000 zł, a oczekiwany zysk netto na poziomie 4 000 000 zł zamienił się w stratę w wysokości 2 761 067,96 zł. Za główne powody takiego stanu rzeczy można uznać problemy z pozyskaniem środków finansowych na inwestycje developerskie oraz znaczący wzrost kryteriów dotyczących kredytów hipotecznych udzielanych dla osób indywidualnych. Spowodowało to, że w 2008 roku, szczególnie zaś w drugiej połowie, sprzedaż mieszkań w Polsce załamała się. Na kiepski wynik finansowy miało też wpływ wstrzymanie prawie wszystkich projektów oprócz „Wiślanego Brzegu”.

• **Epigon S.A.** – zarząd prognozował zysk netto na poziomie 6 800 000 zł, natomiast spółka zanotowała stratę w wysokości 3 005 311 zł. Głównym powodem takiego stanu rzeczy było znaczące pogorszenie koniunktury w segmencie działalności firmy oraz osiągnięcie rekordowych poziomów ceny

przez ropę naftową. W przyszłości spółka planuje uniezależnić się od koniunktury w segmencie spedycji i transportu, zwiększając udział pozostałych usług w przychodach (wynajem powierzchni magazynowych oraz handel hurtowy i detaliczny artykułami spożywczymi).

• **Wrocławski Dom Maklerski S.A.** – wrocławski broker pokazał bardzo słabe wyniki. Prognozy na rok 2008 mówiły o osiągnięciu 11 500 000 zł zysku netto i 17 500 000 zł przychodów. Natomiast osiągnięte wyniki kształtowały się odpowiednio na poziomie 240 968,88 zł i 1 714 282,42 zł. Stanowi to realizację zaledwie ułamka obietnic zarządu. Przyczynami tak słabego wykonania jest min. bardzo duże przeszacowanie wartości portfela inwestycyjnego w dół, zawieszenie nierentownej

działalności asset management, zawieszenie starania się o licencję w KNF o utworzenie TFI oraz znaczące zmniejszenie przychodów z zakresu usług korporacyjnych i usług w ramach Autoryzowanego Doradcy NewConnect.

• **Rocca S.A.** jest to kolejna firma, która pokazała bardzo słabe wyniki pomimo ambitnych prognoz. Strata netto wyniosła 364 260 zł przy prognozie zysku netto 3 600 000 zł. Przychody wyniosły niecałe 4 000 000 zł, przy oczekiwanych 16 100 000 zł. Spółka jest silnie uzależniona od sytuacji w sektorze developerskim, który w 2008 roku przeżył gwałtowne spowolnienie. Zmiany na rynkach finansowych spowodowały, że coraz trudniej było o kredyty zarówno dla przedsiębiorstw, jak i osób indywidualnych. Odbiło się to bardzo negatywnie na całej branży.

Prognozy finansowe są na pewno bardzo pomocnym narzędziem komunikacji z inwestorami. Mogą one także stanowić cel, do którego zarządy spółek będą starały się dążyć. Jednak na NewConnect, gdzie działają młode, innowacyjne, dynamicznie rozwijające się przedsiębiorstwa, ciężko jest przewidywać przyszłość. Jest to szczególnie utrudnione w obecnym otoczeniu rynkowym. Duży wpływ na publikowane prognozy miał także przesadny optymizm w tempie zdobywania rynku, a także brak umiejętności odpowiedniego oszacowania kosztów. Należy jednak pamiętać, że informacje przekazywane przez zarządy spółek nie zawsze przekazują rzetelne dane, dlatego przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych każdy inwestor powinien kierować się zdrowym rozsądkiem. Pozostaje nam mieć nadzieję, iż zarządy spółek notowanych na NewConnect, bogatsze w doświadczenia ubiegłych 2 lat, będą celniej prognozować wyniki finansowe swoich firm, co z pewnością ułatwi poruszanie się na tym rynku. **A**

Późną jesienią test racjonalności rynku

Na przełomie października i listopada rynki będą miały swoją chwilę prawdy. Szansa na hossę jest ogromna, jednak jeżeli czeka nas korekta, to czas nią jest właściwy.

■ Piotr Kuczyński, Xelion Doradcy Finansowi

Od marca nic, co działo się na rynkach finansowych, mnie nie zaskakiwało. Oczekiwałem tej hossy, bo była ona bardzo racjonalna. Czekanie na ożywienie gospodarcze, które przecież musiało się pojawić, skoro banki centralne i rządy tak bardzo zalewają rynki gotówką, zmuszało graczy do kupna akcji i podnoszenia cen surowców. W niektórych przypadkach (giełdy w Brazylii, Indiach, Turcji, Argentynie) indeksy odrobiły we wrześniu już 70-80% całej bessy. U nas sytuacja nie była tak dobra. WIG20 po odrobieniu jedynie około 40% bessy zaczął się korygować. Jakoś kiepsko to wyglądało jak na kraj, który jest ponoć liderem rozwoju gospodarczego w Europie. Tym liderem zostaliśmy tak trochę przez przypadek. Gospodarka Polski jest taka odporna z kilku powodów: dobrze zarządzany sektor bankowy, w którym nie było „trujących aktywów”, zdecydowanie mniejszy niż w innych krajach regionu udział eksportu w PKB, duży rynek wewnętrzny (liczba ludności), dopłaty unijne, własna waluta (dzięki osłabieniu złotego nie załamał się eksport), pomoc rządowa w sąsiednich krajach (przede wszystkim w Niemczech). Mamy po prostu trochę szczęścia.

Poza tym jeśli spojrzeć się głębiej w raport GUS o PKB (+1,1% w drugim kwartale), to można zapytać: co dało tak dobry wynik? Po części mniejszy ujemny wkład zmiany zapasów, ale naprawdę pozytywny wpływ miał eksport netto, czyli bilans handlu zagranicznego (3,1 pkt. proc.). Gdyby nie ten czynnik, to PKB wylądowałby na minusie. Skąd takie dane? Po prostu załamał się import konsumpcyjny i, co gorsze, inwestycyjny. Bilans byłby jeszcze lepszy i PKB wyglądałby jeszcze lepiej, gdyby eksport spadł o 25%, a import o 60%. A przecież byłaby to tragedia zarówno dla zatrudnionych w firmach związanych z handlem zagranicznym, jak i dla budżetu (mniejsze podatki). Wróćmy jednak do akcji. GPW pokazała



we wrześniu, że trawi ją nasza, polska choro-ba. Fatalne zachowanie rynku trudno było łączyć ze słabszym przez parę dni złotym (on eksporterom przecież pomagał) czy deficytem budżetu (od dawien dawna żadne giełdy na ten parametr nie reagowały). Pozostawały tylko kontrakty, czyli wygasanie ich wrześniowej linii, ogólnie panujące przekonanie, że to Warszawa, a nie inne giełdy, ma rację oraz nadchodząca prywatyzacja. Skoro na prywatyzację PGE i na nową emisję PKO BP w październiku potrzeba 11 mld złotych, to fundusze mogły zbierać środki, sprzedając część akcji. Tak czy inaczej połączenie prywatyzacji z wygasaniem kontraktów bardzo polskiej giełdzie nie sprzyjało. Na innych giełdach hossa trwała w najlepsze. Owszem, na przełomie sierpnia i września było trochę niepokoju wynikającego ze złej sławy września (statystycznie naj-

gorszy miesiąc dla akcji w roku). Poza tym sierpień był już szóstym, kolejnym miesiącem wzrostu w bardzo chwiejnej, niepewnej sytuacji gospodarczej. Takiej serii nie było od lat trzydziestych XX wieku. Pierwszy tydzień po Święcie Pracy jest uznawany w USA za prawdziwy koniec sezonu wakacyjnego. Zazwyczaj rośnie wolumen i do gry wchodzi poważni gracze. Przed tegorocznym początkiem sezonu jesiennego media pełne były zapowiedzi dużej przeceny, ale była to tak ogólna opinia, że kontrariańskie podejście wyraźnie mówiło: przeceny nie będzie. I nie było.

Widać już było jednak we wrześniu problemy ze wzrostem cen na rynku surowców. Szczególnie na rynku miedzi, która zdecydowanie zdrożała za dużo. Nie bardzo chciała też drożeć ropa, bo coraz większe są naciski na zwiększenie stopnia regulacji rynku ropy i gazu (najbardziej inflacyjnego) tak, żeby odciąć od niego najbardziej aktywnych spekulantów. Klasą dla siebie było złoto. Jako mocno ujemnie skorelowane z dolarem (im słabszy dolar tym droższe złoto), automatycznie zyskiwało we wrześniu, kiedy upadek dolara był szczególnie bolesny.

Na razie wszystko było stosunkowo proste do przewidzenia: rynki ruszyły na północ i skwapliwie budowały kolejne, liczne bańki spekulacyjne. Jeśli ktoś liczył na opamiętanie, na nauki wyciągnięte z kryzysu, to bardzo się przeliczył. To oczywiście w końcu (za dwa lata?) doprowadzi do dużo groźniejszej odsłony kryzysu, ale na razie „trwaj chwilo, jesteś piękna”. Nadal (tak jak w lutym/marcu tego roku) uważam, że w okolicach października (na przełomie października i listopada?), rynki będą miały swoją chwilę prawdy. Jeśli widać będzie już zdecydowaną poprawę we wskaźnikach wyprzedzających, to indeksy będą rosły. Jeśli okaże się, że pakiety pomocowe nie pomagają albo pomagają niewiele, to indeksy ruszą na południe. Tyle tylko, że nie będzie to powrót do bessy, a jedynie korekta.

© Adam Tomasiak - Fotolia.com

O wyborze biura maklerskiego

Inwestorzy szukają nowości

Po raz kolejny SII przeprowadziło Ogólnopolskie Badanie Inwestorów. Na jego podstawie powstał ranking biur maklerskich, który może być cenną wskazówką dla osób, które stoją przed wyborem swojego brokera.

■ *Łukasz Porębski, Michał Maślowski, SII*

Każdy inwestor przynajmniej raz w życiu staje przed problemem wyboru biura maklerskiego. Bardzo często jednak inwestorzy dokonują takiego wyboru wielokrotnie - dając wyraz niezadowoleniu z jakości usług świadczonych przez dotychczasowego brokera, zmieniają go na innego. Wybór biura maklerskiego, z pozoru błahe zadanie, nierzadko urasta do życiowego problemu, gdyż parametrów oferty poszczególnych brokerów, które należy porównać, jest aż nadto. Wyboru tego należy jednak dokonywać świadomie i z rozważą, gdyż ewentualna późniejsza zmiana biura maklerskiego nie jest prosta, a, co ważniejsze, może być kosztowna. Wynika to między innymi z tego, że za transfer nabytych papierów wartościowych z jednego rachunku na drugi zapłacimy sówitą opłatę (około 0,2-0,25% wartości transferowanych aktywów). To profes-

sjonalizm biura maklerskiego lub jego brak będzie decydował o naszym komforcie i satysfakcji w codziennym trudzie podejmowania decyzji inwestycyjnych. Powinniśmy mieć na uwadze to, że rola pośrednika finansowego, jakim jest biuro maklerskie, nie musi ograniczać się tylko do technicznego przekazywania zleceń na giełdę. Dobre biuro maklerskie może nam zapewnić dobre analizy rynku, oferować szereg innych instrumentów finansowych, a także być partnerem w ciągłym podnoszeniu swoich kwalifikacji.

Określ swoje potrzeby

To od indywidualnych cech charakteru każdego inwestora zależy jakie biuro

*Biuro maklerskie
to nie tylko
techniczny
pośrednik przy
składaniu zleceń*

maklerskie będzie dla niego najlepszym wyborem. Inwestor długoterminowy będzie mniej uwagi zwracał na wysokość prowizji czy też jakość systemu transakcyjnego. Dla niego ważny może być np. dostęp do analiz dostarczanych klientom biura maklerskiego przez zatrudnionych w nim analityków. Z kolei spekulant, gracz krótkoterminowy, bardzo skrupulatnie porówna wysokości prowizji od transakcji, sprawdzi, czy biuro oferuje spe-

cialne stawki za day-trading. Osoby, które inwestują w instrumenty pochodne oprócz wysokości prowizji będą starały się także sprawdzić to, czy system transakcyjny jest prosty, przejrzysty i, co najważniejsze, bezawaryjny. Taka weryfikacja jest oczywiście problematyczna, gdyż jeżeli biuro maklerskie nie oferuje rachunku demo, to ocena tego elementu oferty jest niezwykle utrudniona. Każdy pracownik dowolnego biura maklerskiego zapewni nas, że platforma transakcyjna jego biura maklerskiego jest świetna. Oczywiście nie należy zbytnio polegać na takiej opinii. Warto zaś skorzystać z opinii innych klientów. Będzie to pomocne przy ocenie nie tylko jakości platformy transakcyjnej, ale także przy weryfikacji innych niemierzalnych elementów oferty takich jak: jakość rekomendacji i analiz czy też poziom obsługi klienta.

Co jest dla nas ważne

W dobie powszechnego dostępu do internetu już dawno przestaliśmy zwracać uwagę na takie czynniki jak bliskość punktu obsługi klienta potencjalnego biura maklerskiego. Jeżeli nie wykonujemy niestandardowych operacji, a skupiamy się jedynie na podstawowych usługach brokera takich jak kupno i sprzedaż akcji, obligacji czy instrumentów pochodnych, zwykle jesteśmy w biurze maklerskim tylko raz –



przy otwarciu rachunku. Coraz częściej jednak i tę czynność możemy załatwić przez internet, dosyłając jedynie pocztą niezbędne dokumenty. Nasz najczęstszy kontakt z pracownikami biura maklerskiego ogranicza się zatem do rozmów telefonicznych, toteż niezwykle ważny jest, przy takim szczątkowym kontakcie, poziom obsługi klienta. W tym natłoku informacji i mnogości kryteriów wyboru należy w końcu zadać pytanie: co jest najważniejsze przy wyborze biura maklerskiego? Oczywiście cały czas trzeba mieć na uwadze to, że każdy inwestor jest inny i dla każdego co innego będzie ważne przy wyborze biura maklerskiego. Jednak dokonując pewnych uogólnień, na podstawie wyników Ogólnopolskiego Badania Inwestorów, przeciętny polski inwestor uszereguje elementy oferty biura maklerskiego od najważniejszego do najmniej ważnego w następujący sposób:

1. jakość platformy internetowej,
2. poziom opłat i prowizji,
3. poziom obsługi klienta,
4. rekomendacje i analizy,
5. połączenie rachunku z ROR-em,
6. warunki usług takich jak kredyty, lokaty,
7. ilość ofert publicznych,
8. bliskość punktu obsługi klienta.

Co najmniej trzy z tych kryteriów oceny są niemierzalne. Powoduje to, że wybór biura maklerskiego dokonywany metodą porównywania liczb z tabeli opłat i prowizji brokerów może być klasycznym wyborem w ciemno. Mając to na uwadze, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych przygotowało Ranking Domów Maklerskich. Został on sporządzony na podstawie wskazań osób będących najbardziej wiarygodnym źródłem informacji, a więc aktywnych inwestorów giełdowych. Podane uszeregowanie jest niemalże identyczne jak w zeszłorocznym badaniu. Inwestorzy wciąż najbardziej zwracają uwagę na jakość platformy inwestycyjnej, gdyż to głównie od jej bezawaryjnego działania zależy komfort prowadzenia przez nich inwestycji. Już trzeci rok z rzędu bezawaryjność i poprawne działanie systemu transakcyjnego jest ważniejsze od tego, ile pieniędzy zostawiamy w formie prowizji u brokerów. Po raz kolejny także najmniej ważnym czynnikiem wyboru jest bliskość POK-ów potencjalnego biura maklerskiego. Mimo niemalże identycznego uszeregowania kryteriów, po bardziej szczegółowej analizie, okazuje się, że polaryzacja preferencji inwestorów jest o wiele większa niż rok temu.

Jakość platformy internetowej od lat jest najważniejsza dla inwestorów

Ponad 50% uczestników badania wskazało na to, że pierwsze dwa kryteria, czyli jakość platformy internetowej oraz poziom opłat i prowizji, w ich przypadku decydują o wyborze biura maklerskiego (w zeszłym roku było to jedynie 30%). Dla odmiany bliskość POK-ów jest decydująca dla niespełna 4% inwestorów, w zeszłym roku zwracano na to uwagę 10% badanych. Jako ciekawostkę należy wymienić fakt, że uszeregowanie tych kryteriów jest inne wśród osób, które zadeklarowały, że posiadają portfele o bardzo wysokiej wartości (powyżej 500 tys. zł).

Dla takich osób o wiele ważniejszy jest poziom opłat i prowizji od jakości platformy internetowej. Jest to zrozumiałe, gdyż przy bardzo dużych transakcjach płacone prowizje, mimo że procentowo (liczone od wartości transakcji) niższe, to kwotowo zaczynają być bardzo wysokie. Inną ciekawą zaobserwowaną tendencją jest to, że większą uwagę na jakość platformy inwestycyjnej zwracają inwestorzy, którzy dłużej inwestują na giełdzie. Dla osób młodszych stażem ważniejszy jest poziom opłat i prowizji. O „zwyczajstwie” kryterium jakości platformy transakcyjnej zdecydowały osoby, które inwestują na giełdzie dłużej niż 5 lat.

1 Ranking Domów Maklerskich 2009 według opinii inwestorów indywidualnych

Kryteria oceny	poziom opłat i prowizji	jakość platformy internetowej	rekomendacje i analizy	bliskość POK	warunki usług takich jak kredyty, lokaty	połączenie rachunku z ROR-em	poziom obsługi klienta	ilość ofert publicznych	
wagi poszczególnych ocen	0,29	0,31	0,07	0,04	0,04	0,08	0,13	0,04	Ocena końcowa (średnia ważona z ocen cząstkowych)
BM Alior Bank	4,71	4,58	3,48	3,71	3,80	4,77	4,13	2,88	4,36
XTB	3,96	4,04	3,72	2,96	2,05	2,41	4,29	3,05	3,73
DM BOŚ	3,86	3,95	3,34	3,25	3,06	2,61	3,96	3,09	3,68
ING Securities	3,66	3,94	3,29	3,14	2,90	3,33	3,65	2,93	3,61
DM BZWBK	3,27	3,95	3,80	3,40	2,98	2,82	3,82	3,13	3,54
DI BRE	3,70	3,39	3,18	2,99	3,17	3,64	3,49	3,04	3,46
mBank	3,63	3,45	2,16	1,84	3,14	4,29	3,51	2,58	3,38
BM BPH	3,00	3,92	2,67	3,33	2,64	4,00	3,33	2,82	3,38
BDM	3,43	3,25	3,30	3,52	2,95	3,05	3,85	2,44	3,33
CDM Pekao	2,90	3,59	3,14	3,67	2,98	3,31	3,62	3,10	3,30
KBC Securities	3,60	2,80	3,40	3,20	3,00	3,75	3,60	2,40	3,26
DM Millennium	3,14	3,57	3,14	2,57	2,86	2,57	3,50	3,43	3,25
DM PKO BP	3,03	3,03	2,89	3,69	2,82	3,00	3,27	3,11	3,07
IDMSA	2,78	2,89	3,56	2,56	2,13	2,13	3,57	3,50	2,91
BM BGŻ	2,63	3,29	2,00	3,25	2,71	2,29	2,57	2,71	2,78

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Ogólnopolskiego Badania Inwestorów 2009



Kto jest najlepszy?

Inwestorzy biorący udział w Ogólnopolskim Badaniu Inwestorów ocenili swoje biura maklerskie. W skali od 1 do 5 wystawili oceny elementom oferty (tym samym, które wcześniej uszeregowali od najważniejszego do najmniej ważnego). W podanym zestawieniu wzięto pod uwagę 15 najczęściej wskazywanych biur maklerskich. Ocena końcowa dla danego biura maklerskiego jest średnią ważoną z ocen cząstkowych. Waga przypisana do danego kryterium jest proporcjonalna do liczby inwestorów, którzy uznali, że dane kryterium jest dla nich najważniejsze.

Zaskoczenie w porównaniu do zeszłorocznego rankingu jest pełne. Wygrywają debiutanci, którzy nie byli reprezentowani rok temu: BM Alior Banku, które dopiero rozpoczęło działalność w 2009 r. i DM X-Trade Brokers, który w marcu 2008 r. wprowadził do oferty możliwość składania zleceń na GPW. Zeszłoroczny zwycięzca DM BOŚ jest dopiero na trzecim miejscu. Należy zwrócić uwagę, że ranking wygrywa biuro stosunkowo małe, które nie może równać się z potentatami rynku ani pod względem liczby

rachunków, ani pod względem wartości generowanego obrotu. Inwestorzy wyraźnie pokazali, że spośród dotychczasowych tradycyjnych ofert brokerów jest wciąż miejsce na nowe, świeże i nowoczesne propozycje. Ciekawostką jest to, że inwestorzy generalnie ocenili swoje biura maklerskie lepiej niż roku temu – zdecydowana większość ocen cząstkowych jest wyższa. Oczywiście część odpowiedzialności za ten wynik należy złożyć na generalną poprawę jakości działania biur maklerskich. Na tej ocenie w bardzo dużym stopniu ciąży niezwykle wysokie wyniki uzyskane przez zwycięzcę rankingu, czyli Biuro Maklerskie Alior Banku. Należy jednak zwrócić uwagę na efekt obserwowany od lat, a więc na wpływ koniunktury giełdowej

w okresie w jakim jest przeprowadzone badanie, w tym roku od marca do lipca, na ostateczną ocenę biur maklerskich. Podczas bessy, kiedy inwestorzy ponoszą straty, zwracają oni większą uwagę na to, co im przeszkadza w inwestowaniu, np. na pojedyncze awarie systemów transakcyjnych czy też na wysokie prowizje. Efekt ten raczej nie występuje w hossie, gdy uzyskiwane wysokie stopy zwrotu pozwalają zapomnieć o drobnych niedogodnościach, które czasami przeszkadzają inwestorom. We wspomnianym okresie indeksy rosły niemalże nieprzerwanie, co w pewnym stopniu na pewno miało wpływ na wysokie noty przyznawane brokerom.

Łaska inwestorów na pstrym koniu jeździ

Z komentarzy udzielonych przez osoby biorące udział w badaniu można wysnuć wniosek, że inwestorzy obdarzyli nowe podmioty dużym kredytem zaufania. Jak widać po wynikach badania i po porównaniu ich do wyników z lat ubiegłych, co roku potrafią oni wywrócić ranking domów maklerskich do góry nogami. Zatem dzisiejsi liderzy, którzy otrzymali ów kredyt zaufania, muszą ciężko pracować, żeby nie stracić miejsca w czołówce. Na uwagę, mimo utraty pierwszego miejsca, zasługuje miejsce w czołówce DM BOŚ, który oprócz ciągłej pracy nad rozwojem oferty przykładając dużą wagę do kwestii związanych z edukacją inwestorów. **A**

O Ogólnopolskim Badaniu Inwestorów

Prezentowane zestawienia, rankingi i wnioski zostały opracowane na podstawie wyników Ogólnopolskiego Badania Inwestorów przeprowadzonego przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych. Wzięło w nim udział ponad 1300 inwestorów. Badanie zostało przeprowadzone w okresie od marca do lipca 2009 r. Ranking Domów Maklerskich został ustalony na podstawie ocen przyznanych przez inwestorów w 8 kategoriach - elementach oferty poszczególnych brokerów. Ostateczna ocena jest średnią ważoną ocen cząstkowych. Waga poszczególnych kryteriów została obliczona na podstawie opinii inwestorów szeregujących poszczególne elementy oferty od najważniejszych do najmniej ważnych.

OBI
Ogólnopolskie Badanie Inwestorów

PRODUCENT PROFESJONALNYCH SYSTEMÓW OŚWIETLENIOWYCH



LUG to stabilna Grupa Kapitałowa dostarczająca systemowych rozwiązań z zakresu profesjonalnej techniki świetlnej.

Model biznesowy Grupy koncentruje się na wykorzystywaniu fachowej wiedzy i 20-letniego doświadczenia, by kompleksowo doradzać klientom, opracowywać dla nich indywidualne rozwiązania, a następnie dostarczać innowacyjne i energooszczędne oświetlenie architektoniczne i przemysłowe. Pragnąc zapewnić najwyższą jakość, funkcjonalność i estetykę produktów marki LUG, firma nieustannie inwestuje w wysokiej klasy rozwiązania technologiczne.

Oprawy oświetleniowe marki LUG znajdują zastosowanie przy iluminacji wielu prestiżowych obiektów w kraju i na świecie, m.in.:

Kryty tor kolarski BGŻ Arena w Pruszkowie

Centrum handlowe CUPRUM Arena w Lubinie

Centrum handlowe FOCUS Park w Zielonej Górze

Stadion żużlowy Motoarena w Toruniu

Kompleks sportowy w Tripolisie, Libia

Wieżowiec Qatar Silhouette Tower w Doha, Katar



Co z tą hossą? (3)

Rynek akcji znalazł się w niezwykle ciekawym miejscu. Odbicie trwające od lutego osiągnęło ważne poziomy i to w najbliższych kilku tygodniach rozstrzygnie się, czy zobaczymy poziomy dołek z lutego, czy też hossa będzie kontynuowana.

■ Tomasz Gessner, Dom Maklerski IDMSA

Minione miesiące na rodzimym parkiecie upłynęły pod znakiem kontynuacji kierunku, jaki zainicjowany został w lutym. Gdy tworzony był tekst do poprzedniego Akcjonariusza (7 lipca), indeks WIG20 znajdował się w dość trudnym położeniu, z którego kwestia podniesienia się nie była sprawą tak oczywistą. Jednakże w ramach jednego z wariantów brałem pod uwagę nieco szersze ujęcie, w którym miała prawo zarysować się

jeszcze koncepcja ruchu powrotnego do przebitej na przełomie maja i czerwca głównej linii bessy. Dla wzrokowców proponuję wykres 1, a więc WIG20 w kompresji tygodniowej.

Na początku lipca popyt miał problemy z podniesieniem się po czerwcowym osłabieniu. W okolicach połowy lipca bykom udało się jednak wyprowadzić dość dynamiczne odbicie, które potwierdziło również interpretację wcześniejszego osłabienia, jako jedynie ruchu powrotnego do przełamanej linii tren-

du. Kolejne tygodnie to już dalsza wspinaczka zatrzymana w drugiej połowie sierpnia w obszarze 38,2% zniesienia całej bessy. Od tego też momentu na rynku zrobiło się zdecydowanie mniej ciekawie, bowiem wahania przybrały zawężający się zakres, co w perspektywie ostatnich tygodni pozwoliło na wyznaczenie układu przypominającego wymowę formację trójkąta. Takie wahania wskazują więc, że niebawem rynek może sobie wyznaczyć dalszy kierunek (zwłaszcza, że zostało już bardzo niewiele miejsca do dalszego zawężania wahań), a wybiecie z formacji powinno go wskazać. Tak więc na chwilę obecną stoimy przed możliwością wybicia górą i kontynuacji średnioterminowego trendu wzrostowego w kierunku 2500-2600 pkt. - wykres 2.

Jeśli z kolei przeważałby wariant spadkowy, a więc rynek wybiłby się poniżej wrześniowego dołka (2087 pkt.), wówczas należałoby to odczytywać jako zapowiedź rozpoczęcia średnioterminowej korekty, mającej prawo sprowadzić indeks przynajmniej w kierunku dołków z lipca (to przy okazji 50% zniesienie tegorocznej zwyżki), czyli okolic 1750 pkt. - wykres 3. W obecnej sytuacji pozostaje więc jedynie cierpliwie czekać, aż rynek sam wskaże dalszy kierunek.

Kupować czy sprzedawać?

Ze względu na poziomy, na których indeksy się znalazły, nieco inaczej wygląda natomiast kwestia ewentualnych decyzji. Trzeba mieć świadomość tego, że na przestrzeni ostatnich miesięcy WIG20 od dołka do szczytu wzrósł o niemal 85%. Tak duża zwyżka indeksu spółek o największej kapitalizacji w tak krótkim czasie powinna dawać do myślenia, zwłaszcza uczestnikom rynku, którzy liczą na dalszą kontynuację procesu wzmocnienia w takim tempie. Innymi słowy, ryzyko związane z rynkiem staje się obecnie zdecydowanie ponadprzeciętne. To z kolei powoduje, że nastawienie do rynku powinno się powoli przechylać na pro-spadowe, a więc jeśli indeks wybiłby się na nowe maksima, to uczestniczyć powinny w nim co najwyżej osoby o nieco krótszych horyzontach inwestycyjnych, pamiętając o niezbyt dużych alokacjach. Z kolei rzecz ma prawo wyglądać nieco inaczej w przypadku, gdyby materializacji uległ wariant spadko-

1 WIG20 w kompresji tygodniowej



2 WIG20 - scenariusz pozytywny



wy, a więc wyłamania się poniżej wrześniowych minimów. Perspektywa średnioterminowej korekty na tych poziomach jest dużo bardziej realna, aniżeli dalszej zwyżki w dotychczasowym tempie, a zatem osoby na rynku zaangażowane (indywidualnie, czy też w ramach funduszy) mają prawo zareagować nieco dynamiczniej. Pamiętajmy bowiem, że obszar 1750 pkt. to w zasadzie dość logiczny poziom, który niebawem zostałby dostrzeżony przez szersze grono graczy, a tym samym jego wiarygodność by spadła. Można by zatem oczekiwać, że jeśli średnioterminowa korekta stałaby się faktem, to rynek ma prawo zejść poniżej 1750 pkt. W wariancie skrajnym nie można też wykluczyć zbliżenia się w obszary dołków z lutego, co spowodowałoby, że nastroje byłyby wówczas fatalne, a więc stanowiące ponownie dobre podłoże do kolejnej, większej fali wzrostowej. Kwestia, czy średnioterminowa korekta pojawi się z obecnych poziomów, czy też z kolejnej, wyższej półki, powinna się w najbliższym czasie wyjaśnić po opuszczeniu przez WIG20 zawężającej się konsolidacji z ostatnich tygodni. Różnica polegała będzie więc tylko na sposobie reagowania (z punktu widzenia ryzyka) na obrany kierunek, czyli w przypadku wybicia górą reakcja winna być relatywnie ograniczona, natomiast do ewentualnych sygnałów sprzedaży (zmiana trendu) należałoby podejść zdecydowanie bardziej stanowczo.

Co z mniejszymi spółkami?

Stosunkowo podobnie przedstawia się sytuacja indeksów spółek małych i średnich, gdzie także od kilku tygodni widoczne są problemy z obraniem dalszego kierunku. Bardzo przejrzysto wygląda to na indeksie sWIG80 (wykres 4), gdzie od sierpnia tworzony jest układ przypominający trójkąt. Analogicznie jak w przypadku indeksu WIG20, również tutaj zatrzymanie dokonało się w obszarze 38,2% zniesienia ostatniej bessy.

W przypadku mWIG40 skala odbicia była relatywnie mniejsza i do zatrzymania wystarczyło już tylko 23,6% zniesienie bessy. Tym sposobem, jeśli mamy rozważać ewentualną kontynuację procesu wzmocnienia, to właśnie mWIG40 miałby w tym kontekście największe szanse nadrobić zaległości względem sWIG80, czy WIG20. Udana wybiecie górą z zakresu tworzonego także tutaj trójkąta miałoby więc szanse w następnym ruchu doprowadzić do podejścia w obszar 2900-3000 pkt., gdzie znajduje się kolejna strefa podażowa (38,2% zniesienie bessy, a więc poziomu, na których obecnie konsolidują się WIG20 i sWIG80).

Z punktu widzenia potencjalnych decyzji, sytuacja jest tu także analogiczna, a więc skala zwyżki od dołka w trakcie ostatnich kilku miesięcy jest bardzo duża i na obecnych

3 WIG20 - scenariusz negatywny



4 sWIG80



poziomach trzeba się liczyć z możliwością wystąpienia korekty w dowolnym momencie, a zatem o ile do ewentualnego wybicia górą należałoby już teraz podchodzić ze sporą dozą ostrożności, to wyłamanie dołem (pod wrześniowy dołek) powinno iść w parze ze zdecydowaną reakcją.

Słów kilka dla stojących z boku

W ramach ostatnich zwyżek i oczekiwań większej korekty spora pula indywidualnych graczy opuściła już rynek (widać to po osłabieniu aktywności na małych i średnich spółkach) i ma obecnie problem z powrotem na niego. W tym miejscu mogę więc jedynie nawiązać do tego, o czym pisałem w poprzednim numerze i co nadal pozostaje aktualne, a więc ze średnioterminowym, ponownym angażowaniem się na rynku należałoby się wstrzymać przede wszystkim do pojawienia się klasycznej fazy akumulacji, która zwykle każdą większą hossę

poprzedza. Można więc zakładać, że czeka nas niebawem większe, średnioterminowe osłabienie (kwestia poziomu, skąd mogłoby zostać zapoczątkowane jest na chwilę obecną sprawą otwartą), po którym pojawi się faza uspokojenia (może potrwać kilka / kilkanaście miesięcy) i docelowo rynek z tak prowadzonego ruchu bocznego zacznie powoli i spokojnie wychodzić górą. Kwestią otwartą jest więc jedynie to, na jakich poziomach owa akumulacja się pojawi. Czy będzie to rejon połowy poprzedniej zwyżki, 61,8%, a może okolice dołków? Gdziekolwiek etap ten nie zostałby na wykresie uplasowany, dopiero jego zakończenie byłoby podstawą do oczekiwania kolejnego, średnioterminowego ruchu wzrostowego. Obecne tempo zwyżki jest na dłuższą metę nie do utrzymania i nawet, jeśli udałoby się bykom jeszcze rynek pociągnąć, to trzeba mieć świadomość tego, że uczestniczeniu w takim ruchu towarzyszyłoby będzie zdecydowanie ponadprzeciętne ryzyko. **A**

Tekst sporządzony 9 października 2009 r.

„Prostota” analizy porównawczej wystawiona na próbę

Analiza porównawcza, jakże popularna wśród inwestorów, jest prosta tylko z pozoru. Tymczasem posługiwanie się nią wymaga równie wnikliwej analizy i takich samych założeń co metoda DCF.

■ Piotr Pochmara, SII

Inwestorzy stosujący analizę fundamentalną poszukują odpowiedzi na pytanie o wartość akcji, które posiadają lub których nabycie rozważają. Przeglądając raporty analityków, zawierające wyceny akcji spółek giełdowych, łatwo zauważyć, iż większość (jeżeli nie wszystkie) oparta jest na dwóch metodach – metodzie dochodowej oraz porównawczej, nazywanej też wskaźnikową. Używane w tej ostatniej wskaźniki pojawiają się także w dziennikach finansowych, portalach poświęconych tematyce giełdowej czy też na stronie internetowej samej Giełdy. W wypadku metody dochodowej, w dużym skrócie, wycenę tę przeprowadza się bazując na przepływach pieniężnych, ryzyku towarzyszącemu tym przepływom oraz prognozowanej stopie wzrostu. Jeżeli natomiast mowa o wycenie porównawczej, to tutaj metodologia polega na odniesieniu ceny akcji lub wartości spółki (enterprise value – EV) do takich wielkości jak przychody, wartość księgowa kapitałów własnych czy różne kategorie zysków. Dzięki takim zabiegom otrzymujemy zestandaryzowane wskaźniki, które mogą być ze sobą bezpośrednio porównywane, w przeciwieństwie do rynkowych

wartości kapitałów własnych czy też wartości całych spółek.

Największym zarzutem w stosunku do metody dochodowej (DCF) jest zbyt duża liczba zmiennych, których prognozowanie odznacza się wysokim stopniem subiektywizmu. Skutkiem tego jest silna wrażliwość na ludzki błąd. Można ogólnie przyjąć, że wycena porównawcza nie wymaga tylu założeń, jest mniej skomplikowana, a przez to bardziej

intuicyjnie zrozumiała. Sprawa może nie być jednak tak łatwa, jak się na pierwszy rzut oka wydaje. Trzeba mieć bowiem świadomość, że nie jest to metoda zupełnie odrwana od dochodowej. Wręcz przeciwnie, dobrze wykonana powinna zawierać analizę podobnych zmiennych co wycena DCF. Celem wyceny jest przecież znalezienie wartości, a to wymaga poszukiwania czynników, które tę wartość tworzą.

Jednym z kluczowych elementów wyceny porównawczej jest dobranie właściwej grupy spółek bazowych. Niezwykle istotne jest, aby dążyć do tego, by porównywalne spółki reprezentowały nie tylko ten sam sektor czy też charakteryzowały się podobną wielkością, ale także miały podobne perspektywy rozwoju. Za takim podejściem

przemawia założenie, że dwie spółki działające w takim samym otoczeniu ekonomicznym, mające takie same ryzyko, perspektywy rozwoju czy marże powinny być wyceniane na podobnym poziomie – charakteryzować się podobnym poziomem wskaźników. Jeżeli natomiast występują różnice, to ich źródłem powinny być właśnie różnice w przywołanych czynnikach. Niestety, w warunkach polskich znalezienie reprezentatywnej grupy porównawczej może być w niektórych przypadkach utrudnione, co zmusza do stosowania uproszczeń lub korzystania z danych dotyczących spółek zagranicznych. Pomocne mogą być tutaj informacje zamieszczane na takich portalach jak finance.yahoo.com, finviz.com, euroland.com.

Kolejnym podstawowym problemem jest to, z jakich okresów powinno się brać dane do obliczeń, tzn. czy bazować na wielkościach historycznych, czy prognozowanych. Wartość akcji powinna być przede wszystkim odbiciem oczekiwań co do przyszłości, dlatego też główny ciężar należy przenieść na przyszłe wyniki. Prognozy nie obejmują może równie długiego okresu jak to ma miejsce w przypadku wyceny DCF, jednak są one niezbędne.

Porównania poziomów wskaźników można przeprowadzić nie tylko w stosunku do spółek konkurencyjnych. Warto również przy-

Wycena porównawcza korzysta z tych samych założeń co metoda DCF. Ryzyko popełnienia błędu jest porównywalne



rzeć się historycznej średniej wskaźnika. Jeżeli spółka była historycznie notowana ze średnim wskaźnikiem w okolicach powiedzmy 15, a obecnie wartość ta wynosi 10, to jeśli jest to wynik jednorazowej wpadki, która nie powinna powtórzyć się w przyszłości, zasadnym może być oczekiwanie, iż wartość wskaźnika będzie dążyła do swojego średniego poziomu.

W artykule krótko zostaną przedstawione najpopularniejsze stosowane przez inwestorów wskaźniki oparte o rynkową wartość kapitału własnego. Drugą grupą, równie ważną, są wskaźniki oparte o wartość spółki (EV). Ich obliczenie wymaga jednak znajomości poziomu zadłużenia.

Wskaźnik P/E

Najbardziej powszechnym podejściem do analizy porównawczej jest odniesienie ceny akcji do zysków, w tym przede wszystkim zysku netto. Wskaźnik P/E otrzymujemy dzieląc obecną cenę akcji przez zysk netto przypadający na jedną akcję lub, używając wartości zagregowanych, dzieląc kapitalizację rynkową przez łączny zysk netto.

już takie oczywiste. Przede wszystkim należy odpowiedzieć na pytanie, czy brać do analizy zyski historyczne czy też prognozowane, czy może obie kategorie, przypisując im różne wagi. Choć wycena opierać powinna się na przyszłych wynikach, użycie zarówno wyników historycznych, jak i prognozowanych uznawane jest za najbardziej właściwe podejście. Przy czym, jeżeli bierze się do wyceny dane za ostatni rok oraz za rok najbliższy, większą wagę powinno się przypisać wynikom prognozowanym.

Można również użyć wyników np. za trzy lata – ostatni rok oraz dwa najbliższe lata, przypisując każdemu okresowi równe wagi, co i tak będzie oznaczało, że przeszłe wyniki będą miały większe znaczenie.

Wskaźnik P/E, mimo oczywistych zalet takich jak łatwość zrozumienia i wiążąca się z nią powszechność stosowania, nie jest jednak pozbawiony wad. Jeżeli spojrzeć na budowę rachunku zysków i strat widać, iż zysk netto jest pozycją końcową. Oznacza to, iż duży wpływ mają na niego co najmniej dwie kwestie, czyli struktura finansowania oraz wpływ zdarzeń jednorazowych, niezwiązanych z operacyjnym core businessem.

Bardzo ważne w analizie porównawczej jest także przyjrzenie się różnicom w oczekiwanych stopach wzrostu oraz marżach uzyskiwanych przez poszczególne spółki. Spółka może być obecnie notowana z wysokim wskaźnikiem P/E, jednak przyczyną takiego stanu mogą być oczekiwania inwestorów dotyczące wysokiej stopy wzrostu zysków. Założenie stałej ceny akcji oraz realizacji oczekiwań akcjonariuszy dotyczących rozwoju oznaczać będzie, iż z czasem atrakcyjność inwestycji w akcje danej spółki będzie rosła.

Chcąc dokonać korekty wynikającej z różnicy w oczekiwanych stopach wzrostu, można użyć wskaźnika PEG (Price/Earnings To Growth ratio). Wskaźnik ten obliczany jest jako wynik ilorazu wskaźnika P/E oraz oczekiwanej stopy wzrostu. Przyjmuje się, iż prawidłowo wyceniana spółka powinna charakteryzować się wskaźnikiem PEG na poziomie jedności. Spółki cechujące się wskaźnikiem PEG poniżej tego poziomu uznaje się za niedowartościowane, natomiast powyżej za przewartościowane. Patrząc na sposób obliczania wskaźnika, od razu widać jego wadę. W przypadku spółek, które charakteryzują się stopą wzrostu bliską zera, wskaźnik PEG implikowałby wartość akcji na poziomie zera, co jest z oczywistych względów nieracjonalne. Wadą wskaź-

RANKING DOMÓW MAKLERSKICH			
	poziom opłat i prowizji	jakość platformy int.	analiza
1. X-Trade Brokers DM	0,29	0,31	0,07
2.	4,71	4,58	3,48
3.	3,96	4,04	3,72
	3,86	3,95	3,34

... gdybyś nie miał czasu

na ostatnie wydanie **Forbes** -

najważniejszy news to ten, że **X-Trade Brokers**

ma **II miejsce** w rankingu biur maklerskich

www.xtb.pl

X-Trade Brokers
Dom Maklerski S.A.

Używana w obliczeniach zarówno zysku na akcję, jak i kapitalizacji rynkowej liczba akcji powinna zakładać, że zostaną wykonane wszystkie wynikające z różnych instrumentów prawa do otrzymania akcji danej spółki. Chodzi tutaj o takie zdarzenia jak emisja z prawem poboru, emisja warrantów, program opcji menadżerskich, emisja obligacji zamiennych. O ile określenie bieżącej ceny nie powinno przysporzyć większych kłopotów, o tyle określenie zysków nie jest

Co do zasady - wyższy poziom zadłużenia powinien być bezpośrednio odzwierciedlony w wymaganej stopie zwrotu (wyższym koszcie kapitału), a pośrednio w poziomie ceny. Jeżeli chodzi o zdarzenia jednorazowe, to mowa tutaj przede wszystkim o takich sprawach jak sprzedaż aktywów czy tworzenie i rozwiązywanie rezerw. Takie zdarzenia - ze względu na niepowtarzalność - powinny być wyłączone z kalkulacji zysku netto używanego do analizy porównawczej.

nika PEG jest także subiektywny dobór okresu, za który obliczana jest stopa wzrostu. Nie ma, niestety, jednego, powszechnie przyjętego standardu co do tego, czy ma to być okres roczny, dwuletni, czy może np. pięcioletni.

Wskaźnik P/BV

Jest to wskaźnik odnoszący cenę, czyli rynkową wartość kapitału własnego, do jego wartości księgowej. Podstawową jego zaletą

jest oparcie się na całości kapitałów własnych, a nie zyskach netto. Jest to konsekwencją tego, iż kapitały własne w większości przypadków wykazują wartości dodatnie, nawet w warunkach ponoszenia strat netto. Z punktu widzenia rachunkowego kapitał własny nazywany jest również aktywami netto. Jest to efekt budowy bilansu, ponieważ, jeżeli spojrzeć na bilans, można zauważyć, iż księgowa wartość kapitału własnego odpowiada różnicy pomiędzy wartością aktywów a wartością zobowiązań. Wynika z tego co najmniej jeden bardzo istotny wniosek. Księgowa wartość kapitału własnego zależy w znacznej mierze od tego, w jaki

sposób ewidencjonowane (ujmowane) są w bilansie poszczególne składniki aktywów. Zgodnie z najbardziej prawidłowym podejściem powinno się dążyć do porównywania spółek stosujących takie same zasady wyceny aktywów. Zarówno polskie, jak i międzynarodowe standardy rachunkowości w przypadku części aktywów pozwalają na stosowanie dwóch bardzo odmiennych metod ewidencji – metody kosztu historycznego oraz metody wartości godziwej. W przypadku metody kosztu historycznego aktywa wykazywane są w wysokości historycznych cen nabycia z uwzględnieniem dotychczasowej amortyzacji. Może to mieć istotne znaczenie np. przy nieruchomościach, których nabycie nastąpiło w odległym czasie w przeszłości. Wykazanie ich w koscie historycznym zazwyczaj nie pokazuje ich rzeczywistej wartości, co może istotnie zaburzać prawdziwy poziom wskaźnika P/BV. Kolejną wadą wskaźnika P/BV jest to, iż w bilansie nie są ujmowane takie aktywa jak chociażby aktywa ludzkie, które dla wielu spółek (szczególnie usługowych) z punktu widzenia ich działalności mają niebagatelne znaczenie. Dokonując porównań pomiędzy wskaźnikami poszczególnych spółek czy też tworząc bazę do wyceny, należy wziąć także pod uwagę model biznesowy stosowany przez poszczególne podmioty, tzn. w jakim stopniu ich działalność oparta jest o aktywa trwałe. Badając ten aspekt, warto byłoby także dokonać wyłączenia aktywów nieoperacyjnych. Słusznie można więc wnioskować, iż wskaźnik P/BV sprawdza się najlepiej w przypadku spółek, które posiadają głównie aktywa rzeczowe (np. spółki produkcyjne), których realna wartość ujęta jest w bilansie. Przyjmuje się również, iż wskaźnik P/BV jest najwłaściwszym narzędziem w odniesieniu do banków, spółek finansowych czy też inwestycyjnych

z uwagi na to, że posiadane przez nie aktywa są zazwyczaj bardzo płynne, a przez to łatwo wyceniane. Założenie to, niestety, nie zawsze sprawdza się w stu procentach. Było to dość istotny sposób nadwyższe chociażby na rynku amerykańskim (choć nie tylko), gdzie instytucje finansowe miały problem z wyceną części swoich aktywów powiązanych z rynkiem nieruchomości.

Wskaźnik P/S

Wskaźnik obliczamy dzieląc bieżącą cenę za jedną akcję przez przychody netto ze sprzedaży na jedną akcję (można również użyć kapitalizacji rynkowej oraz łącznych przychodów ze sprzedaży). Jednym z głównych zarzutów wysuwanych pod adresem wskaźnika P/E jest niemożność jego zastosowania w przypadku spółek ponoszących straty. Wada ta nie dotyczy jednak przychodów, co powoduje, iż wskaźnik P/S może być i jest powszechnie stosowany. Jednym z głównych argumentów przemawiającym za stosowaniem wskaźnika „cena do przychodów” jest również zdecydowanie mniejszy wpływ na czynniki jednorazowe, które nie są wykazywane w przychodach z podstawowej działalności operacyjnej oraz ograniczone możliwości stosowania tzw. kreatywnej księgowości. Przekłada się to na łatwość obliczeń nie wymagających dokonywania korekt. Wydaje się jednak, iż wskaźnik P/S nie jest najlepszym narzędziem pozwalającym określić wartość. Można sobie bowiem wyobrazić sytuację spółki, która przez kolejne okresy utrzymuje przychody na stabilnym poziomie (czy też nawet odznaczające się dodatnią dynamiką), a jednak ponosi straty oraz „przejada” gotówkę, czyli de facto zamiast tworzyć wartość, traci ją. Istotną wadą wskaźnika P/S jest także brak odniesienia do różnicy w strukturze kosztów, a przez to i w poziomach marż. Wskaźnik P/S nie bierze więc pod uwagę różnic w efektywności kosztowej spółek, na którą mogą wpływać np. siła przetargowa zarówno w stosunku do dostawców, jak i odbiorców, czyli czynniki, które w dłuższym okresie będą wpływać na wartość spółki. Ze względu na specyfikę przyjmuje się, iż wskaźnik ten jest najbardziej właściwym w przypadku spółek znajdujących się na bardzo wczesnym etapie rozwoju (gdy przychody zaczynają szybko rosnąć, lecz spółka nie wykazuje zysków) lub w przypadku spółek dojrzałych.

Jak widać z powyższego opisu, stosowanie metody porównawczej nie do końca musi okazać się znacznie prostsze niż stosowania metody dochodowej. To prawda, że nie wymaga budowania skomplikowanych modeli, jednak prawidłowo wykonana jest równie trudną sztuką.





Bezpiecznie pod Klonem.

Dom Maklerski BOŚ S.A. od lat zajmuje wysokie miejsca w rankingach i zdobywa nagrody w wielu kategoriach. Każdy sukces traktujemy jako zachętę do ciągłego doskonalenia naszych usług. **Z nami zawsze może być tylko lepiej!**

BOŚ  **SSA.PL**



DOM MAKLERSKI
BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.

Centrala:

Oddziały:

ul. Marszałkowska 78/80, 00-517 Warszawa, tel.: (+48) 22 50 43 000, makler@bossa.pl, www.bossa.pl

Białystok / Bielsko-Biała / Bydgoszcz / Częstochowa / Gdańsk / Katowice / Kielce / Koszalin / Kraków
Leszno / Łomża / Łódź / Olsztyn / Ostrołęka / Poznań / Rybnik / Szczecin / Tomaszów Mazowiecki / Wrocław

DM BOŚ S.A. działa na podstawie zezwolenia KNF

Inwestuj w innowacje

Pozyskiwanie kapitału przez spółki może nabierać coraz bardziej zorganizowanej formy. Przykładem takiego działania jest projekt prowadzony przez Dolnośląski Park Technologiczny T-Park.

Podejmując decyzję o prowadzeniu działalności gospodarczej prędzej czy później stają nam na drodze różnorodne trudności. Pomóc w pokonaniu ich mogą różnorodne organizacje. Należy do nich m.in. Dolnośląski Park Technologiczny T-Park, który z początkiem tego roku uruchomił projekt „Inwestycje w innowacyjne przedsięwzięcia z sektora MSP”.

Znany pod skróconą nazwą „Inwestuj w innowacje” projekt ma na celu asystowanie spółkom w pozyskaniu kapitału na dalszy rozwój. T-Park jest jednak tylko pośrednikiem, sam nie finansuje przedsięwzięć, które otacza opieką. Oferowana w projekcie pomoc dotyczy przede wszystkim do promocji firm, zapewnienia szkoleń, wsparcia w napisaniu biznesplanu, tworzenia materiałów promocyjnych, a także pozyskania finansowania poprzez umożliwienie prezentacji przed potencjalnymi inwestorami. Pozyskany kapitał pochodzi więc wyłącznie od inwestorów, z którymi za pomocą projektu, firma nawiązała kontakt.

Do projektu może się zgłosić każda firma. Udział w projekcie biorą zarówno spółki, które same się zgłaszają, jak i pochodzące z portfeli współpracujących z Parkiem inwestorów. Nie ma szczególnych wymagań odnośnie branży, miejsca rejestracji firmy czy stopnia rozwoju przedsięwzięcia. Bardzo różnorodne są również potrzeby kapitałowe zgłaszane przez firmy. Poszukują one wsparcia na poziomie od kilkuset tysięcy złotych po dziesiątki milionów. Ze względu na odmienne sektory, w których działają prezentujące się spółki oraz ze względu na różne oczekiwania inwestorów odnośnie branż, w które chcieliby zainwestować, kierownicy projektu starają się kojarzyć spółki, z zainteresowanymi danym obszarem inwestorami. Z reguły

*Projekt
**Inwestuj
w innowacje**
ma na celu pomoc
spółkom w pozyskaniu kapitału*

jednak, firma działająca w popularnych ostatnio branżach medycznej i biotechnologicznej napotka mniej trudności w pozyskaniu inwestora, niż przedsiębiorstwo z obszaru FMCG.

Pomoc może uzyskać zarówno firma dopiero rozpoczynająca działalność, jak i spółka będąca już rynkowym weteranem planująca wejść na giełdę lub poszerzyć swoją działalność o nowe rynki zbytu. Jedynym wymogiem jest innowacyjny pomysł. Wówczas na pomoc może liczyć także duże przedsiębiorstwo, przechodzące restrukturyzację. Innowacyjność nie

oznacza przy tym konieczności posługiwania się patentem, ale może polegać na nowatorskim pomysle na zaspokajanie potrzeb konsumentów, który wyróżnia daną firmę spośród konkurencji. Zasady przyjęcia do projektu są bardzo proste: ocenie podlega przede wszystkim biznes plan, więc już po trzech dniach roboczych spółka otrzymuje decyzję o przyjęciu do projektu. Podstawową kwestią jest dogłębne poznanie projektu i ocena w jakim stopniu różni się od przedsiębiorstw działających już na rynku. Wyboru firm dokonuje Zespół Dolnośląskiego Parku Technologicznego.

W dwóch pierwszych etapach projektu wzięło udział po dwadzieście firm, czyli

zostały zapełnione wszystkie przewidziane miejsca. Docelowo projekt zakłada osiem edycji, czyli – zakładając, że w każdej z nich weźmie udział minimalna liczba 10 uczestników – pomoc zostanie udzielona co najmniej osiemdziesięciu firmom. Wszystko wskazuje jednak na to, że będzie ich więcej. Z racji, że każda ze spółek korzystających z projektu ma obowiązek powiadomienia o pozyskaniu kapitału, mamy informację, iż do tej pory jedna spółka z pierwszego etapu pozyskała kapitał, a trzy kolejne prowadzą intensywne negocjacje.

W obecnej, drugiej już edycji, szkolenia poprowadzą firmy Ernst & Young oraz MCI, a dotyczyć one będą autoprezentacji i komunikacji, a także oczekiwań, jakie mają inwestorzy wobec spółek, w które wchodzi. Podjęty zostanie również temat błędów popełnianych podczas rozmów z inwestorami. Ponadto uczestnicy projektu otrzymają film promocyjny przygotowany przez firmę zewnętrzną. Na zakończenie zaś, wezmą udział w konferencji, podczas której będą mieli możliwość prezentacji i spotkania się z potencjalnymi inwestorami.

Udział w projekcie jest całkowicie darmowy – koszty wszelkich szkoleń, materiałów i udziału w konferencji są finansowane ze środków projektu, a te z kolei pochodzą z dotacji w ramach Programu Operacyjnego – Innowacyjna Gospodarka. Jedyne koszty obejmują noclegi podczas szkoleń. **A**



© Alexander Rath - Fotolia.com, © Christof Mika - Fotolia.com

WROCLAW

Projekt realizowany przez:



Inwestycje w innowacyjne przedsięwzięcia z sektora MŚP

Inwestuj w innowacje

Zapraszamy inwestorów do udziału w projekcie.

Serdecznie zapraszamy na kolejne konferencje projektu "Inwestuj w Innowacje", podczas których zaprezentowane zostaną firmy zainteresowane pozyskaniem zewnętrznego finansowania swojej działalności.

www.inwestujwinnowacje.pl

Założenia projektu:

- * Kształtowanie gotowości inwestycyjnej przedsiębiorców (przygotowanie do poszukiwania inwestorów; pomoc we właściwej prezentacji swojej oferty; szkolenia z zakresu rynku kapitałowego.)
- * Działania informacyjne i promocyjne - zwiększanie świadomości na temat usług i korzyści oferowanych przez sieci inwestorów prywatnych, funduszy venture capital / private equity, aniołów biznesu oraz zachęcanie tych podmiotów do współpracy z innowacyjnymi firmami z sektora MŚP.
- * Nawiązanie współpracy pomiędzy działającymi sieciami inwestorów prywatnych (w tym aniołów biznesu) i funduszami kapitału podwyższonego ryzyka.



UNIA EUROPEJSKA
EUROPEJSKI FUNDUSZ
ROZWOJU REGIONALNEGO



Projekt współfinansowany przez Unię Europejską z Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego

Analiza techniczna a specyfika rynków

Każdy rynek finansowy podlega prawom Analizy Technicznej. Jednak każdy z nich ma swoje charakterystyki, zachowuje się inaczej. To co działa na jednym rynku często nie działa na drugim. Poznanie specyfiki rynku umożliwia skuteczne inwestycje.

■ Paweł Śliwa, Dom Maklerski X-Trade Brokers S.A.

Analiza techniczna ma to do siebie, że nie rozróżnia interwałów, jak i instrumentów. Piękno tego podejścia do podejmowania decyzji inwestycyjnych polega właśnie na tym, że gdy inwestor nauczy się „czytać wykresy”, to nie ma dla niego znaczenia, czy analizuje Wig20 w skali minutowej, czy supercykle na polskiej złotówce, czy też ropę albo złoto. Wynika to poniekąd z fraktalności wykresów oraz nas samych jako inwestorów, a konkretniej z powtarzalności zachowań ludzi widocznych także w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. To wszystko składa się na jeden z głównych aksjomatów analizy technicznej: historia lubi się powtarzać. Aby to dokładnie zweryfikować, spróbujmy wykonać proste ćwiczenie. Spójrz na wykres poniżej i odpowiedz na proste pytanie: Jaki instrument i interwał reprezentuje poniższy rysunek?



- a. Kontrakty terminowe na indeks WIG20 interwał 5 min.
- b. EURUSD interwał czterogodzinowy.
- c. Ropę w skali dziennej.

Ponieważ z wykresu usunięto odnośniki czasu i ceny oraz nazwę instrumentu, powyższy fragment może być dowolnym instrumentem finansowym w dowolnym interwale. Nie stanowi problemu, aby odszukać tutaj formacje cenowe (np.: podwójne dno czy trójkąty), czy też dodać dowolnie przez siebie wybrany wskaźnik analizy, np.: MACD czy RSI. To jednoznacznie dowodzi, że przeanalizować można każdy wykres, nawet jeśli przedstawia

inflację rok do roku w Polsce w latach 1992-2009, co widać na tymże wykresie.

Wprawne oko i doświadczenie podpowiada, że każdy segment rynku ma pewną specyfikę, o której warto wiedzieć, aby maksymalizować nasze wyniki inwestycyjne. Specyfikę tę można analizować i rozpatrywać na wielu poziomach, tutaj skupimy się na szczegółach wynikających z poszczególnych rynków: akcji i indeksów, walut i surowców oraz wpływu, jaki to niesie za sobą przy zawieraniu transakcji.

Kwotowania i wykresy

Na początek zajmiemy się kwotowaniami i samym wykresem. W przypadku rynku regulowanego (akcje, kontrakty terminowe itp.) sprawa jest prosta, ponieważ mamy centralny komputer, gdzie „spotykają” się kupujący i sprzedający. W przypadku GPW mówimy o systemie Warset; każda inna giełda ma swój własny wysoce wyspecjalizowany i niezawodny program do obsługi zleceń składanych przez inwestorów. Rozwiązanie to sprawia, że każdy instrument posiada swoją jedną konkretną cenę w danej jednostce czasowej, a dodatkowo w jednej chwili możemy poznać wartość wolumenu transakcyjnego. Te informacje sprawiają, że proces analizy jest szybki i bezdyskusyjny. Przypomnę, że niektóre techniki Analizy Technicznej w klasycznym ujęciu wymagają posilkwania się wolumenem (formacje liniowe: RGR, M i W oraz inne z tej grupy) jako weryfikatorem siły podaży i popytu. Sprawa ma się zupełnie inaczej z rynkami OTC (over the counter), czyli pozagiełdowymi, gdzie instrumenty kwotowane są „dwucenowo”. Do tej grupy zaliczamy waluty i surowce, potocznie nazywane „forexem”, cieszące się rosnącą popularnością z każdym kolejnym miesiącem. Na tych rynkach podawana jest cena kupna i sprzedaży danego

instrumentu (ask i bid), czyli inwestor chcący kupić pewien walor zawiera transakcję po cenie wyższej. Może też zarabiać na spadkach na przykład polskiej złotówki, sprzedając odpowiedni jej nominal. Ponieważ rynek podaje dwie ceny, na wykresie powinniśmy widzieć dwie równoległe linie odzwierciedlające zmianę notowań danego waloru.

Takie rozwiązanie wprowadziłoby sporo zamieszania i niejasności w interpretacji zjawisk cenowych, dlatego też przyjęło się, że na wykresach – w przypadku instrumentów pozagiełdowych – podawana jest jedna z dwóch cen, a konkretnie BID – czyli niższa.

Konsekwencją tego podejścia jest fakt, że grając techniką na wybicia oporów, nie powinniśmy ustawiać zleceń z limitem na szczycie, który wynika z wykresu. Należy za to ustawić swoje zlecenie na poziomie odpowiednio wyższym. Pojawia się pytanie o ile wyższym? Z punktu widzenia matematyki wystarczy, gdy nasze zlecenie będzie ustawione 1pkt (najmniejszą zmianę ceny dla danego instrumentu) powyżej ceny ASK. Jednak inwestor może zastosować tutaj swoją własną tolerancję zgodną ze swoją indywidualną strategią inwestycyjną. Podsumowując, wzór, który można by było tutaj wykorzystać, przyjmie następującą postać:

Cena BID oporu (High) + tolerancja = poziom zlecenia LIMIT

Ta metodologia uchroni nas przed nieuzasadnionym wejściem w transakcję na wzrosty danego waloru, jeżeli miałaby się utworzyć formacja liniowa podwójnego szczytu. W przypadku wsparć nie ma potrzeby stosować żadnych wyliczeń, bo wykres przedstawia cenę niższą, więc tym samym dołki, które widzimy, są najniższymi cenami, jakie osiągnął dany instrument. Metodologia będzie więc następująca: poziom zlecenia Limit wybijającego wsparcie odczytujemy z wykresu wartość ceny Low danego wsparcia i dodajemy żądaną tolerancję, i czekamy na efekt naszej transakcji.

1

Charakterystyczne kwotowanie „dwucenowe” na rynkach OTC



Luki - ciągłość kwotowań

Luki, z racji swojej natury, stały się metodą analityczną. Teoria wskazuje, że powinna być luka startowa, ucieczki – kontynuacji i wyczerpania. W praktyce może się okazać, że na niektórych instrumentach luki w ogóle nie występują lub są zjawiskiem rzadkim. Zanim zajmiemy się szczegółowo tym zagadnieniem, zastanówmy się, skąd biorą się luki i czy mają one jakies znaczenie.

Jedno z pytań, które zadają inwestorom podczas szkoleń brzmi „Gdzie jest giełda i o której godzinie zamykane są rynki finansowe?”. Pytanie tak zadane jest przewrotne i daje możliwość udzielenia odpowiedzi na kilku poziomach. Jednak zanim odpowiemy na całe pytanie, zajmijmy się jego drugą częścią, czyli spróbujmy ustalić czas funkcjonowania giełdy. Pierwsza odpowiedź, która pada z ust inwestorów, dotyczy technicznych aspektów pracy GPW lub innych giełd, czyli zakończenia kwotowań o godz. 16:30. Jeżeli ta odpowiedź byłaby właściwa, to kolejna sesja powinna otworzyć się na tym samym poziomie, co zamknięcie z dnia dzisiejszego. Problem w tym, że często tak nie jest. Inwestorzy wskazują kolejne odpowiedzi: bo giełdy zachodnie zamknęły się na innych poziomach, bo pojawiły się ważne informacje po godz 16:30 itp.

Idąc tym tropem, możemy stworzyć prosty ciąg logiczny. Skoro jutro może być większy popyt, nie ma sensu składać zleceń na otwarciu polskiej giełdy po cenie dzisiejszego zamknięcia, bo inni będą chcieli wyprzedzać rynek, podciągając kwotowania. Tym samym część inwestorów, którzy przetrzymują pozycję na kolejny dzień, budzi się ze stratą na rachunku. To prowadzi do kolejnej reakcji ze strony popytu i podaży, czyli próby domknięcia luki i zamknięcia stratnej pozycji po jak

2

Luki cenowe - nieodłączna cecha notowań na GPW



najlepszej cenie. Wszystko, co teraz zrobiliśmy, jest procesem myślowym, który sprawia, że cena rośnie lub spada. Stąd już można kierować się do odpowiedzi na nasze pytanie, że rynki, pomimo że są zamykane technicznie o określonej godzinie, to tak naprawdę pracują całą dobę. Gdzie? ...w naszych umysłach. Z powyższego wywodu można wyciągnąć kilka ważnych uwag:

- Luki mogą prowadzić do dużych i niekontrolowanych start, dlatego rynki pozagiełdowe (waluty i niektóre surowce), gdzie kwotowania są 24h na dobę, mogą okazać się dobrą alternatywą dla inwestycji w akcje i kontrakty terminowe.
- Skoro luki pojawiają się, to można wykorzystać je do zarabiania pieniędzy. Jest kilka metodologii zawierania transakcji opartych na domykaniu luk w trakcie danej sesji, grze wokół ceny otwarcia czy aspektów, kiedy luki stają się wsparciami i oporami. Jednym z ciekawszych zjawisk dotyczących

luk na rynkach regulowanych jest występowanie ich w ściśle określonych powtarzalnych miejscach. Przykład z indeksu Wig20 (rys. 2) dobrze tłumaczy to zjawisko.

Na wykresie 2 żółtymi prostokątami zaznaczono większość z luk cenowych. Ciekawostką jest, że na 12 zaznaczonych luk 11 (żółte) potwierdza przewagę popytu nad podażą. Jeżeli dodam do tego klasyczne narzędzie do diagnozowania trendu, czyli wskaźnik MACD oparty na średnich kroczących, to widać, że luki są zgodne z trendem wzrostowym, który występował w tym czasie na głównym indeksie GPW. Dodatkowo, dominująca część z tych luk zawiera się pomiędzy ostatnim szczytem i dołkiem, jest to bardzo ważna obserwacja. Wynika z niej, że gdy rynek kończy „rysować” korektę, to po uformowaniu jej końca, a tym samym początku impulsu, może pojawić się luka

cenowa. Luka może być oznaką zakończenia korekty, a to już jest praktyczna wskazówka jak zarabiać więcej i częściej.

Z kolei rynki walutowe – z racji swojej specyfiki – nie tworzą luk cenowych tak często, jak rynki regulowane. Zakończenie kwotowań na forexie jest w nocy w każdy piątek, toteż luki będą pojawiać się najczęściej po weekendzie, czyli na otwarciu w poniedziałek. W przypadku tego segmentu zamiast luk należy doszukiwać się określonych kształtów świec (marubozu) lub formacji świec japońskich (trzy czarne kruki lub trzech białych żołnierzy).

Formacje cenowe

Ostatnią rzeczą, którą zajmiemy się w tym artykule, są formacje cenowe. Posłużymy się tutaj formacją OneToOne. Założenia jej są zgodne z korektą pędzącą według teorii fal Elliotta. Przy czym korekta ta musi speł-

3

Formacja OneToOne w trendzie spadkowym - rynek USD PLN



4

Formacja OneToOne w trendzie wzrostowym - rynek USD PLN



stowego (rys. 4) założenie pierwsze jest takie samo, zaś punkt B wskazujący potencjalne wsparcie musi być *niżej* niż cena I.

Pomimo że formacja jest spójna dla wszystkich instrumentów, zarówno z grupy regulowanych rynków, jak i pozagiełdowych, można dopatrzeć się pewnych różnic w charakterystyce ruchów po powstaniu wsparcia/oporu (pkt B). Formacja pozwala na otwarcie pozycji zgodnej z jej kierunkiem powstawania już po powstaniu formacji świecowej w punkcie B. Schemat ten dobrze spisuje się na rynkach walutowych, czego przykładem jest powyższy schemat z rynku USD/PLN. Jednak po dotarciu do punktu B często pojawiają się tutaj większe korekty, które mogą mocno wpłynąć na dalszy przebieg transakcji.

Rynki akcyjne z kolei w tym właśnie miejscu dopiero się rozkręcają, pokazując swoją siłę i pokonując kolejne proggi cenowe z zawrotną szybkością, zapominając o korektach. Na przykładzie spółki Agora (rys. 5) z ostatnich miesięcy widać, że po wybieciu szczytu 17 zł akcje tej spółki urosły do 22 zł, aby w konsekwencji dotrzeć do poziomu 26 zł.

Uwzględniając to specyficzne zachowanie rynków regulowanych, strategię otwierania pozycji oparłbym na najprostszym podejściu gry na wybiecie oporów (punkcie T w schemacie formacji OneToOne) w trendzie wzrostowym. W trendzie spadkowym należy ustawić zlecenia z limitem (jeżeli regulacje na to pozwalają) na wybiecie wsparcia wynikającego z tego układu.

Znajomość specyfiki rynku, na którym dokonuje się transakcji, jest dużym atutem i przełoży się z całą pewnością na końcowe wyniki naszych inwestycji. Jest to zapewne jeden z elementów doświadczenia, które nabywamy analizując na bieżąco poszczególne instrumenty.

A

nić ściśle określone warunki, aby stała się formacją cenową OneToOne.

Założenia te składają się na równość dwóch kolejnych korekt ($TB = IX$) pod względem skali ceny (rys. 3). Oznacza to, że wykres analizujemy używając pionowej skali, pomijając analizę czasu, czyli kąt nachylenia korekt, który jest sprawą drugorzędną. Jednocześnie wraz z warunkiem pierwszym musi być spełniony drugi, co oznacza, że korekty muszą zachodzić na siebie, czyli, matematycznie to opisując, w trendzie spadkowym punkt B musi być wyżej niż I. Użycie słowa „musi” nie jest tu przypadkowe, gdyż tylko przy spełnieniu obu warunków mamy do czynienia z idealną korektą pędzącą.

W takim układzie szczyt B jest potencjalnym nowym oporem, a tym samym końcem korekty i jednocześnie początkiem nowego impulsu, który daje spory potencjał na dobrą transakcję. W przypadku scenariusza wzro-

5

Formacja OneToOne na rynkach akcyjnych



Jeszcze jeden głos w sprawie obliczania terminów

Problem prawidłowego obliczania terminów na rynku kapitałowym jest bardzo często spotykany. Rozstrzygnięcie ile to jest tydzień, czy też 3 dni robocze nie jest tak oczywiste jak mogłoby się wydawać.

■ *mec. Andrzej Krawczyk, Adwokaci i Radcowie Prawni Izabella Żyglicka i Wspólnicy*

W poniedziałek 25 maja 2009 r. miały rozpocząć się zapisy w wezwaniu na akcje Wikany. Na tym tle pojawiło się pytanie do kiedy KNF mógł składać żądanie, o którym mowa w art. 78 ust. 1 Ustawy o ofercie publicznej, (Ustawa), który stanowi, że „po otrzymaniu zawiadomienia, (...) Komisja może, najpóźniej na 3 dni robocze przed dniem rozpoczęcia przyjmowania zapisów, zgłosić żądanie wprowadzenia niezbędnych zmian lub uzupełnień w treści wezwania albo przekazania wyjaśnień dotyczących jego treści, w terminie określonym w żądaniu, nie krótszym niż 2 dni”. Wątpliwości dotyczą terminu, do kiedy najpóźniej KNF może zgłosić swoje żądanie „wprowadzenia niezbędnych zmian lub uzupełnień w treści wezwania albo przekazania wyjaśnień dotyczących jego treści”. Innymi słowy, chodzi o odpowiedź na pytanie, czy KNF może skorzystać ze swoich uprawnień do 20 maja włącznie, czy też może do końca 21 maja?

„3 dni” to znaczy ile?

Tym samym należy ustalić, co w praktyce oznacza zwrot „najpóźniej na 3 dni robocze przed dniem rozpoczęcia przyjmowania zapisów”. Powyższe zagadnienie spowodowało już problemy interpretacyjne. Pojawiły się bowiem dwa stanowiska, gdzie jedni optują za przyjęciem końca 20 maja, inni natomiast skłaniają się do poglądu, iż należy brać pod uwagę koniec 21 maja. Wydaje się, iż to drugie stanowisko należy uznać za właściwe. Powołany powyżej przepis wyraźnie mówi o 3 dniach roboczych przed dniem rozpoczęcia przyjmowania zapisów, co wyraźnie wyklucza dzień 25 maja. Natomiast z uwagi na to, że KNF działa w oparciu o K.p.a. (art. 11 ust. 5 Ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym), przy obliczaniu rzeczonożego terminu powinniśmy

posłużyć się art. 57 § 1 K.p.a., a zwłaszcza zwrócić uwagę na zdanie drugie tego artykułu. Wspomniany artykuł stanowi, że: „Jeżeli początkiem terminu określonego w dniach jest pewne zdarzenie, przy obliczaniu tego terminu nie uwzględnia się dnia, w którym zdarzenie nastąpiło”. Upływ ostatniego z wyznaczonej liczby dni uważa się za koniec terminu”. Skoro koniec terminu przypada na trzy dni przed dniem „zdarzenia”, tj. 25 maja, ten przepis również potwierdza, że dnia 25 maja nie należy uwzględniać w obliczeniach.

**Lepiej prawidłowo
liczyć terminy.
To może uratować
nasze pieniądze**

Pomijamy niedzielę

Dodatkowo należy mieć na uwadze, iż Ustawa mówi o dniach roboczych. W omawianym przypadku należy powołać się na orzeczenie Sądu Najwyższego, kończące spór w doktrynie (uchwała z dnia 25.04.2003, III CZP 8/03) oraz NSA w Warszawie (Wyrok z 17.10.2007, I OSK 60/07), gdzie uznano sobotę jako dzień powszedni, a więc roboczy. Niedziela, a więc 24 maja, jako dzień ustawowo wolny od pracy, nie może być brany pod uwagę przy obliczeniu terminu. Biorąc pod uwagę powołaną powyżej argumentację dochodzimy do istoty sprawy, a mianowicie „końca terminu”, o którym mowa w art. 57 § 1 zdanie 2 K.p.a. (upływ

ostatniego z wyznaczonej liczby dni uważa się za koniec terminu). Warto w tym momencie pamiętać, że zgodnie z ugruntowanymi poglądami doktryny oraz orzecznictwa sądowego, dzień trwa 24 godziny (doba). Zwrot „upływ ostatniego z wyznaczonej liczby dni” oznacza w praktyce, że KNF może skorzystać ze swoich uprawnień, w ciągu całego wyznaczonego dnia, do jego upływu (do końca dnia). KNF może zatem, np. nadać pismo na pocztę o godzinie 23:59, tuż przed upływem ostatniego z wyznaczonej liczby dni (tych 3 dni roboczych – wyznaczono 3 dni robocze, zgodnie z art. 78 ust. 1 Ustawy). Obliczając termin dla KNF w tej sprawie, a więc termin „(...) na 3 dni robocze (...)”, należy zatem pamiętać o upływie całego dnia z „wyznaczonej liczby dni”. Innymi słowy, w omawianym przypadku, termin liczymy w ten sposób, że 25 maja, jako dzień przyjmowania zapisów – pomijamy. Pomijamy również 24 maja (niedziela), jako dzień ustawowo wolny od pracy (nie roboczy). Pozostają nam zatem 3 dni robocze, tj. cały 23 (sobota-dzień roboczy), cały 22 (piątek) i cały 21 (czwartek) maja. Upływ ostatniego z wyznaczonej liczby dni, a więc „całego dnia” (upływ dnia), oznacza upływ (koniec) całego 21 maja. W omawianym przypadku, KNF ma zatem prawo skorzystać ze swoich uprawnień, przewidzianych w art. 78 ust. 1 Ustawy, do końca 21 maja 2009 r., a nie do końca 20 maja.

© picsfive - Fotolia.com



Analiza techniczna – złudzenie czy sposób **na zarabianie pieniędzy?**

Pozorna łatwość analizy technicznej jest często przyczyną zguby wielu inwestorów. Dopiero wieloletnia praktyka, znajomość własnej psychiki i metod zarządzania kapitałem pozwala przestać tracić pieniądze.

■ *Mikołaj Kusiakowski, Dom Maklerski TMS Brokers S.A.*

Analiza techniczna (inaczej analiza wykresów) to pojęcie znane chyba każdemu, kto miał kiedykolwiek styczność z rynkiem finansowym. Zagadnienie to budzi wiele kontrowersji i nie raz było przedmiotem zażartych dyskusji. Wśród jej przeciwników dominują opinie, że jest to samospełniająca się przepowiednia bądź iluzja dla naiwnych inwestorów. Pojawiają się stwierdzenia, że możliwości interpretacji różnego rodzaju formacji technicznych są tak subiektywne, że ciężko przywiązywać do właściwości prognostycznych AT dużą wagę. Dlaczego zatem AT jest tak popularna?

Analiza wykresów opiera się na trzech podstawowych założeniach:

- rynek dyskontuje wszystko – cena uwzględnia wszystkie dostępne informacje dotyczące danego instrumentu finansowego, sytuację mikro- i makroekonomiczną oraz uwarunkowania gospodarcze i polityczne,
- ceny podlegają trendom – ceny znajdują się w określonych trendach (wzrostowym, spadkowym, horyzontalnym) i będą tym trendom podlegać, dopóki nie nastąpią wyraźne sygnały oznajmujące odwrócenie,
- historia się powtarza – analiza techniczna zajmuje się badaniem przyszłości w oparciu o przeszłość.

Zasady AT wydają się bardzo proste i logiczne, co zachęca wielu graczy do inwestowania w oparciu o tę metodę analizy rynku. Wystarczy bowiem spojrzeć na dowolny wykres, by od razu zauważyć trend, punkt zwrotny, potencjalne miejsce otwarcia pozycji i zamknięcia jej z zyskiem. Historycznie analizując wybrany instrument, zarabianie pieniędzy w oparciu o AT wydaje się bardzo łatwym zajęciem. Jak jednak pokazują statystyki, większość

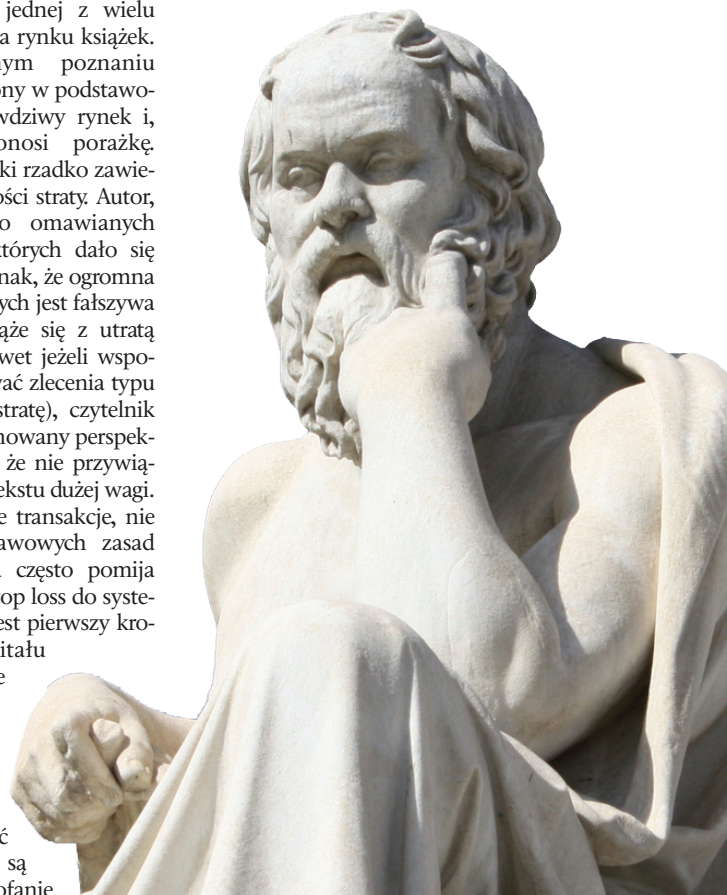
graczy (niezależnie od metody inwestycyjnej) traci kapitał. Dostyc optymistycznie można przyjąć, że w długim terminie zarabia 10% graczy. Dlaczego tak się dzieje? Aby odpowiedzieć na to pytanie, warto prześledzić drogę inwestora rozpoczynającego przygodę z AT. Najprawdopodobniej bowiem przyczyną strat jest brak pokory dla rynku i złudzenie, że zarabianie jest proste.

W większości przypadków początkujący analityk techniczny rozpoczyna swoją przygodę z wykresami od przeczytania jednej z wielu dostępnych na rynku książek. Po pobieżnym poznaniu

nowych technik wyposażony w podstawową wiedzę rusza na prawdziwy rynek i, niestety, najczęściej ponosi porażkę. Bowiem przeczytane książki rzadko zawierają informację o możliwości straty. Autor, pokazując przykłady do omawianych metod, wybiera te, na których dało się zarobić, nie wspominając jednak, że ogromna liczba sygnałów technicznych jest fałszywa i granie według nich wiąże się z utratą posiadanych środków. Nawet jeżeli wspomina on, że należy stosować zlecenia typu stop loss (ograniczające stratę), czytelnik najczęściej jest tak zafascynowany perspektywą ogromnych zysków, że nie przywiązuje do tych fragmentów tekstu dużej wagi. Zawierając swoje pierwsze transakcje, nie stosuje chociażby podstawowych zasad zarządzania kapitałem, a często pomija nawet wpisanie zlecenia stop loss do systemu. Takie postępowanie jest pierwszy krokiem do utraty kapitału i zazwyczaj tak właśnie kończy się pierwsza przygoda z inwestowaniem w oparciu o AT. Wówczas nieco już bardziej doświadczony analityk techniczny musi podjąć ważną decyzję. Możliwe są bowiem dwie drogi: wycofanie

się z rynku i stwierdzenie, że analiza techniczna to bzdura bądź dalsze uczenie się tej techniki i powrót na rynek w celu zdobycia doświadczenia – na początku najlepiej z małym kapitałem. Należy zaznaczyć, że druga droga jest pracochłonna, bowiem oprócz poznania teorii bardzo ważne jest opanowanie emocji i często wybiórcze traktowanie generowanych przez AT sygnałów. Tego, niestety, nie nauczymy się z książek.

Spora część inwestorów próbuje jednak pójść na skróty i zamiast powoli zgłębiać



tajniki analizy technicznej, rozpoczyna szukanie Świętego Graala. Najczęściej drugim etapem rozwoju początkującego analityka technicznego jest czytanie kolejnych książek. Inwestor poznaje wówczas np. japońskie formacje świecowe, nowe wskaźniki i metody ich stosowania, innowacyjne podejście do rynku znanych amerykańskich inwestorów oraz wiele innych informacji, które najczęściej nie są bezpośrednio pomocne w zarabianiu pieniędzy. Na pewno warto jest czytać książki, bowiem niejednokrotnie są one cennym źródłem informacji o nowych technikach, jednak do każdej przeczytanej pozycji trzeba podchodzić z dystansem. Zwłaszcza jeśli jej autor przekonuje, że opisywana metoda jest jedyną słuszną drogą do pomnażania kapitału. Wówczas warto zadać sobie jedno pytanie: dlaczego sam nie korzysta z tej metody i nie zarabia pieniędzy, tylko traci czas na pisanie książki? Oczywiście możliwe są przypadki, gdy przekazywana wiedza wynika z chęci podzielenia się doświadczeniem, a nie zarobienia na początkujących inwestorach. Dla bezpieczeństwa naszego portfela należałoby jednak przyjąć, że taka sytuacja to wyjątek.

Po zapoznaniu się z nową metodą inwestycyjną pierwszym krokiem powinno być jej przetestowanie na danych historycznych

i jeśli rzeczywiście okaże się ona skuteczna, wówczas można rozważyć zwiększenie naszego zasobu narzędzi analitycznych. Na tym etapie inwestorzy próbują jednak ułatwić sobie życie. Zakładają bowiem, że nowo poznana metoda jest skuteczna i zaczynają w oparciu o nią inwestować. Jak łatwo się domyśleć, takie postępowanie wiąże się z ponoszeniem strat. Nierzadko niecierpliwi gracze próbują jeszcze mniejszym nakładem pracy osiągnąć sukces i po prostu zaczynają inwestować w oparciu o kilka „książkowych” technik, często wykluczających się. Taka metoda musi przynieść jeden efekt – porażkę – i tak na ogół kończy się kolejny etap rozwoju analityka technicznego. Po serii strat nieco już sfrustrowani „technicy” zaczynają się zastanawiać, dlaczego nie są w stanie zarobić pieniędzy na rynku? Często są zdziwieni, że mimo zdobytej wiedzy nie mogą odnieść sukcesu, tym bardziej, że na pierwszy rzut oka zajęcie to wydawało się bardzo proste. Wówczas zaczynają szukać odpowiedzi na to pytanie w internecie, najczęściej za pośrednictwem jednego z wielu forum o tematyce związanej z inwestowaniem. Ta forma zdobywania nowej wiedzy o rynku może być jednak bardzo zgubna. Przyczyną jest anonimowość uczestników. Czytając ich wypowiedzi, można wywnioskować, że wszyscy zarabiają pieniądze. Bez wątpienia jest to nieprawda, jednak takie błędne przeświadczenie może negatywnie wpłynąć na nasze transakcje. Inwestor zaczyna bowiem sugerować się wypowiedziami na forum, zamiast samodzielnie podejmować decyzję. Takie postępowanie nie nauczy AT, a najprawdopodobniej przyczyni się do uszczuplenia zawartości naszego portfela. Dla wielu analityków technicznych jest to ostatni etap, po którym stwierdzają, że na AT nie da się zarobić i ostatecznie porzucają tę metodę inwestycyjną.

Czytając niniejszy artykuł można wywnioskować, że analiza techniczna jest doskonałą metodą do utrzymania, a nie powiększenia kapitału. Tak myśli wielu inwestorów, którzy mieli z nią styczność i ponieśli porażkę. Czy jednak mają oni rację? Być może winą leży nie po stronie AT, a inwestorów ją stosujących?

Warto zauważyć jedną prawidłowość: najczęściej ponoszą stratę gracze niecierpliwi. Wielu z nich pod wpływem złudzenia, że

można łatwo pomnożyć kapitał, wchodzi na rynek bez odpowiedniego przygotowania i w bardzo szybkim tempie ponosi stratę. Zastanówmy się, czy dobry lekarz bądź prawnik mógłby wykonywać należycie swój zawód bez odpowiedniego przygotowania? Najpierw musi zdobyć on wiedzę teoretyczną, później odbyć staż i dopiero z upływem lat być specjalistą w danej dziedzinie. Podobnie należałoby podejść do inwestowania. Aby zarabiać w oparciu o analizę techniczną, najpierw należy dokładnie poznać to zagadnienie. Na tym etapie przydatne będą książki, różnego rodzaju seminaria oraz szkolenia. Kolejnym etapem jest zdobywanie doświadczenia. Skuteczną metodą będzie przetestowanie poznanych technik na wirtualnych rachunkach, a dopiero później inwestowanie własnego kapitału. Dobrze jest korzystać z rad bardziej doświadczonych traderów, jednak należy pamiętać, że ostateczna decyzja inwestycyjna należy do nas. Trzeba samemu obserwować rynek i wyciągać logiczne wnioski. Dopiero gdy nasze wirtualne transakcje będą przynosić regularne zyski, można zdecydować się na otwarcie rachunku rzeczywistego. Wtedy będziemy musieli pokonać tylko jedną przeszkodę dzielącą nas od osiągnięcia sukcesu – emocje. Niestety, jest to bardzo trudne. Nawet bardzo doświadczeni analitycy techniczni nie mogą sobie poradzić z ich opanowaniem. Często spotyka się opinie, zwłaszcza wśród inwestorów-teoretyków, że inwestując należy wyłączyć emocje i grać tylko na sygnały techniczne. Ciężko zrozumieć tego typu stwierdzenia, bowiem jednym z podstawowych czynników odpowiedzialnych za zmiany na rynkach finansowych są właśnie ludzkie emocje. Gdyby nie chciwość czy panika, trudno byłoby doświadczyć hossy bądź bessy.

Podsumowując artykuł, nie da się jednoznacznie stwierdzić, czy analiza techniczna jest metodą na zarabianie pieniędzy, czy tylko złudzeniem, że można łatwo pomnożyć kapitał. Na pewno, aby zostać skutecznym inwestorem, należy poświęcić dużo czasu. Większość graczy stara się jednak pójść na skróty i w dużej mierze jest to główna przyczyna ich porażki. Cierpliwi gracze bez wątpienia są w stanie zarabiać dzięki analizie technicznej, jednak oprócz stosowania technik AT mają oni opracowane skuteczne strategie zarządzania kapitałem oraz są w stanie opanować negatywne emocje. Uważam, że jeśli potraktujemy AT jak zawód, czyli poświęcimy wystarczająco dużo czasu na zdobycie doświadczenia, to będziemy w wąskim gronie inwestorów zarabiających na rynku. Jeśli natomiast potraktujemy AT jako „maszynkę do zarabiania pieniędzy”, wówczas bez wątpienia poniesiemy porażkę.

Stwórz własne TFI

- sposób drugi

**Z akcjami
po emeryturę**

Nie jest tajemnicą, że w sztuce długoterminowego oszczędzania można łatwo pokonać specjalistów z TFI. Jedna z metod polega na wykorzystaniu kontraktów terminowych - instrumentów, które głównie kojarzą się ze spekulacją.

■ Jarosław Augustynowicz

W poprzednim artykule (Akcjonariusz 3/2009) zobaczyliśmy, że indeksy giełdowe zmieniają się procentowo w tempie, którego mogą pozazdrościć posiadacze właściwie wszystkich jednostek funduszy akcji. Wiemy już, co jest tego przyczyną i skąd się bierze magia indeksów. Wiemy również, że naśladowanie na własnym portfelu zmian wartości indeksów jest zadaniem nie tylko dla orłów. Wystarczy umiejętność składania zleceń kupna i sprzedaży akcji oraz opanowanie czterech podstawowych operacji na liczbach, niezbędnych do podziału środków między spółki. Lista spółek jest dostępna dla każdego chociażby na stronie GPW. Okazuje się, że wypłacane przez spółki dywidendy pozwalają uzyskać wyniki lepsze od indeksów,

a tym samym pokonać nawet najlepsze fundusze. Dziś proponuję inny sposób na pokonywanie indeksów, niezależny od możliwości spółek lub hojności akcjonariuszy decydujących o wypłacie dywidendy. Metoda ta polega na ulokowaniu około 10% gotówki w kontrakty terminowe naśladowujące giełdowe indeksy, pozostałą kwotę zamienimy na bezpieczne lokaty bądź obligacje. Innymi słowy, stworzymy własny instrument strukturalny.

Co to są kontrakty terminowe?

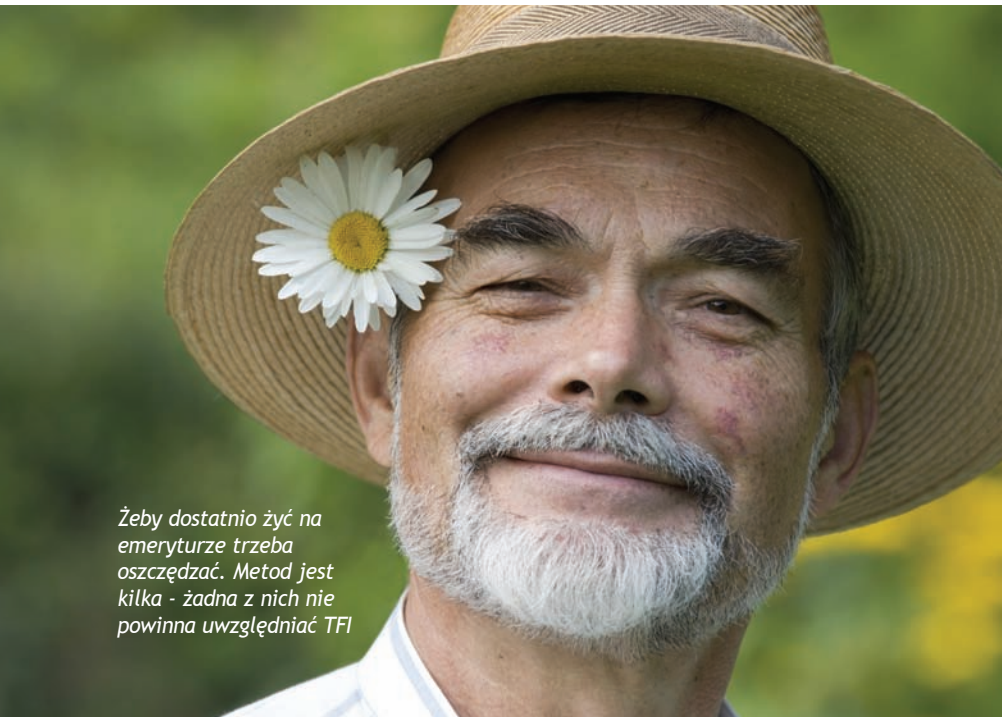
Kontrakt jest umową kupna/sprzedaży na dany instrument finansowy zawieraną na określony czas. Nas interesują kontrakty

na indeksy WIG20 i mWIG40. Jak wiemy z poprzedniego odcinka, wspomniane indeksy są średnią ważoną wyliczaną przede wszystkim w oparciu o kapitalizację spółki. Wystarczy zatem kupić taki kontrakt (np. na indeks W20) i wartość naszych oszczędności będzie zmieniać się tak, jakbyśmy nabyli 20 największych spółek naszej giełdy i to w odpowiednich proporcjach. Sam instrument ma wiele cech, które trudno omówić w ramach niniejszego artykułu. Poniżej mowa jest o tych elementach, które są niezbędne do wyjaśnienia istoty takiego sposobu lokowania pieniędzy.

**Za 10%
kapitału kupujemy
kontrakt terminowy,
za resztę obligacje**

Zalety kontraktów

Pierwszą zaletą jest łatwość nabycia kontraktu. Nie trzeba tu dokonywać ani rachunków podziału środków na wiele spółek, ani selekcji z chęci uniknięcia kosztów, które rosną mocno procentowo, jeśli składamy wiele zleceń o małych wartościach (chodzi tu o pozycję z tabeli prowizji i opłat, gdzie płaci się np. 0,4%, ale nie mniej niż 5 złotych). Teraz wystarczy jedno zlecenie i mamy na rachunku 20 lub 40 spółek. Jeśli zakupiony przez nas kontrakt ma datę ważności (wygasania) np. za rok, to w tym czasie nie trzeba śledzić informacji o nowych emisjach akcji z prawem poboru. Przegapienie takiego wydarzenia bywa kosztowne i wiedzą to nawet akcjonariusze spółek z WIG20 – mam tu na myśli Bioton. Nie można tutaj zapomnieć również o kosztach nabycia kontraktu, który waha się wokół 10 złotych. Cena kontraktu to jego wartość nominalna (zbliżona do aktualnej wartości indeksu giełdowego) pomnożona przez 10 złotych. Pod koniec lata ta wartość to około 2200 punktów dla kontraktów na oba wymienione wyżej indeksy. Wartość takiego kontraktu to jego dziesięć-



Żeby dostatnio żyć na emeryturze trzeba oszczędzać. Metod jest kilka - żadna z nich nie powinna uwzględniać TFI



ciokrotność, czyli 22000 złotych. Jeśli zestawimy prowizję za kontrakt z prowizjami za nabycie poszczególnych spółek (minimalna cena to 88 złotych przy prowizji na poziomie 0,4%), to nie będzie przesady w stwierdzeniu, że nabycie kontraktu prawie nic nie kosztuje. Pamiętajmy Państwo te opłaty za wpłacenie środków na rachunek TFI rzędu nawet 4% całej kwoty? Jeśli chcemy stworzyć portfel taki jak w poprzednim artykule, czyli złożony po połowie z największych i średnich spółek, to potrzebujemy 44000 złotych lub wielokrotności tej kwoty. Tym spostrzeżeniem dochodzimy do elementów, które mogą być odbierane jako wady.

Wady kontraktów

Nie można kupić pół lub ćwierć kontraktu. Dlatego nie z każdą kwotą można z nich korzystać. Co prawda, istnieją instrumenty pochodne, które umożliwiają zakup indeksu za dziesiątą część wartości indeksu (MW20 ma wartość indeksu pomnożoną przez 10 groszy, a nie jak kontrakty na W20 przez 10 złotych). Zauważmy jednak, że to również jest instrument oparty jedynie na cenie, nie zawiera dywidendy, a wymagane jest wpłacenie 100% jego wartości. Z tego powodu osiągalibyśmy wynik zbliżony do najsłabszych TFI. W takich warunkach dużo rozsądniejsze byłoby nabycie jednostek funduszy, które od lat wygrywają z tym indeksem cenowym. Spójrzmy zatem jeszcze raz o co idzie gra (rys 1.). Chcemy zbliżyć się do wartości najszerzej

go indeksu, który dobrze przybliżał w czasie minionej hossy właśnie miks dwóch indeksów, na których notowane są na warszawskiej giełdzie kontrakty terminowe. W celu kupna kontraktu terminowego musimy otworzyć rachunek praw pochodnych. Posiadany kontrakt jest umową z inną osobą, której wypłacalność gwarantuje dom maklerski i strzegą inne instytucje. Ta umowa nie dotyczy jednak wypłacanych przez spółki dywidend. Poprzednio wyliczyliśmy, że jeśli spółki z naszego portfela wypłacałyby co roku dywidendy o wartości 4% ceny naszych akcji, to w perspektywie 30 lat nasza emerytura będzie dwa razy wyższa. Tym sposobem dochodzimy wielkimi krokami do najważniejszej cechy kontraktów terminowych, czyli technicznych warunków ich rozliczania. Przy okazji dowiemy się, dlaczego aż 95% handlujących kontraktami nie cieszy się zyskami.

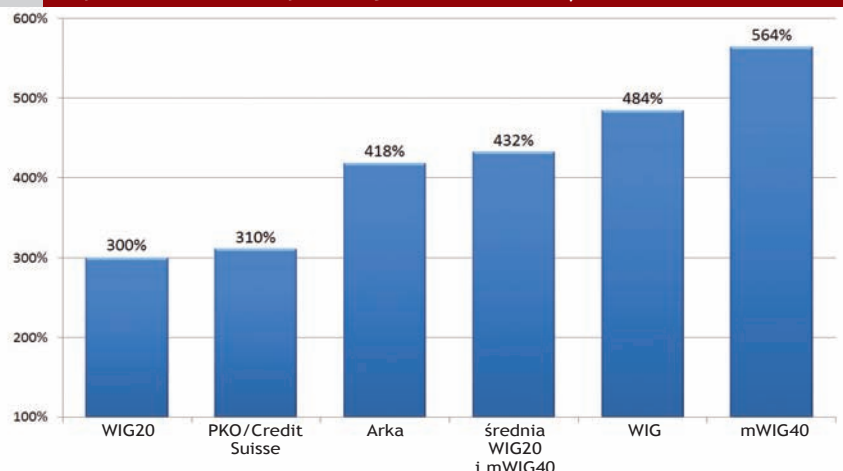
Na czym korzysta emeryt, a traci spekulant

Po zakupie kontraktu około 10% jego wartości zostanie pobrane (zablokowane)

z naszego rachunku. Reszta pozostaje do naszej dyspozycji. W razie spadku wartości kontraktu dom maklerski zażąda i pobierze dodatkową gotówkę w celu utrzymania minimalnego depozytu zabezpieczającego. Jeśli w danym dniu indeksy zyskają, to na naszym rachunku pojawi się od razu ten zysk w postaci gotówki. Pozostałymi środkami z naszych inwestycji można dosyć swobodnie operować. W mojej ocenie, najlepszym miejscem dla tych pieniędzy są konta oszczędnościowe, lokaty terminowe i obligacje skarbu państwa. Nie można wszystkich środków włożyć w obligacje o dacie wykupu za 5 lat, ponieważ nie mielibyśmy środków na uzupełnienie depozytu zabezpieczającego w razie takich zmian indeksów, jak podczas ostatniej bessy. Dlatego pieniądze trzeba podzielić tak, żeby przynajmniej część była dostępna od razu (bez utraty odsetek w razie wypłaty). Do tego najlepiej nadają się rachunki oszczędnościowe. Właśnie odsetki stanowią najistotniejszy element tej metody giełdowych inwestycji. To one mają zastępować brak dywidendy w konstrukcji tego instrumentu finansowego. W razie możliwości uzyskania z wolnych środków dodatkowych 4% w stosunku do całej sumy, nasza emerytura po 30 latach oszczędzania podwaja się. W czasie wzrostów akcji – używając terminologii internetowej – rośnie on-line nasza baza do ulokowania w najbezpieczniejszych instrumentach finansowych. W czasie spadków ta baza odpowiednio maleje.

1

Zmiany procentowe indeksów giełdowych i wybranych funduszy akcji w czasie hossy z lat 2001-2007



Kiedy zamieniać gotówkę na akcje?

Najpierw odpowiedzmy na pytanie ogólne o najlepszy termin na zakupy. Potem zobaczymy, jak to jest w przypadku kontraktów. Powiedzmy sobie wprost – na giełdę nie ma mądrych. Gdy rynek rysował świece widoczne na rys. 2 na dole z lewej strony, zgodność co do dalszych spadków była powszechna. Na szczytach hossy trudno było znaleźć powody do uzasadnienia tego, co potem nastąpiło. Przewidywanie poziomów indeksów na następną sesję jest co najwyżej prognozą, a zazwyczaj życzeniem. Takie prognozy na okres roku są pełnym nieporozumieniem. Nad takimi cyklicznymi raportami prezentowanym przez analityków, w tym także z firm zarządzających środkami TFI,

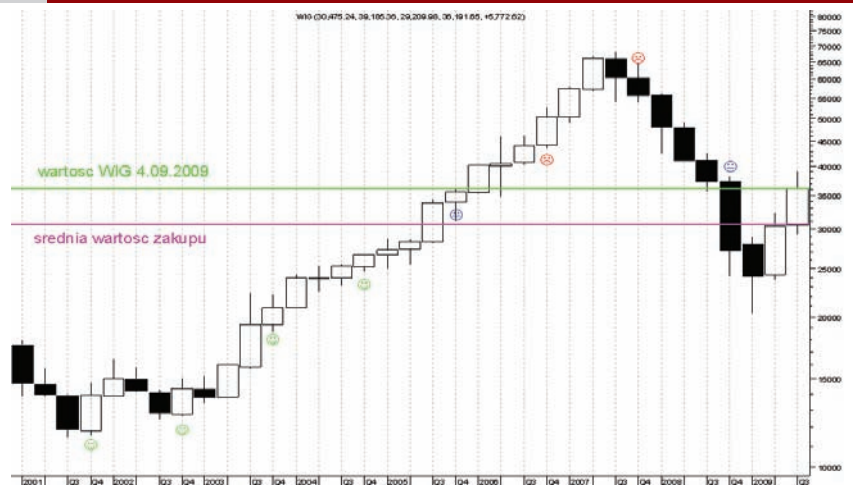
© Alexander Rath - Fotolia.com, © Marc Dietrich - Fotolia.com

spuścimy zasłonę milczenia. W horyzoncie emerytalnym najlepiej dokonywać wpłat systematycznie. Część zakupów zostanie dokonana w lepszych cenach, część w szczycie danego ruchu cen.

Uzyskamy pewną średnią. Rys. 1 pokazuje o ile zmieniły się indeksy w czasie hossy. Na rys. 2 widzimy wykres cen zbudowany ze świec kwartalnych najszerzego indeksu giełdowego, który, przypomnijmy, zawiera także dywidendy. Gdybyśmy dokonywali zakupów na otwarciu pierwszej sesji października każdego roku (wskazują je na rysunku „bużki”), to do początku września mielibyśmy 8 takich zakupów. Cztery z nich zakończyły się wyraźnym zyskiem, dwa mniejszą lub większą stratą i dwa prawie bez zmian. Po dokonaniu ośmiu wpłat po 100 złotych każda, wartość aktywów (w tym wyliczeniu nie została uwzględniona zapłata prowizji) to 1265 złotych. Tyle uzyskalibyśmy, gdyby 1 października każdego roku zakładać lokatę roczną oprocentowaną na 10% w skali roku. Gdybyśmy nasze odkładanie zaczęli 2 lub 4 lata później, to ta statystyka byłaby znacznie gorsza. Proszę zauważyć, że połowę wpłat w tym przykładzie dokonaliśmy przed największą hossą w dziejach naszej giełdy. Dwie pierwsze wpłaty są dziś warte trzy razy (300%) więcej niż 7 lat temu. Te 10% uzyskuje indeks bardzo pozytywnie wyróżniający się na tle pozostałych giełdowych wskaźników. Mnie takie dane pokazują, że zyski do uzyskania na giełdzie są zdecydowanie przereklamowane. Lokaty bankowe i obligacje wcale nie są taką marną ofertą, jak się może wydawać na pierwszy rzut oka. Tym samym widać, że wcale nie trzeba się spieszyć z wchodzeniem na giełdę. Jeśli

2

Wykres świecowy indeksu WIG w latach 2001-2009. Ośiem znaczków wskazuje moment dokonania inwestycji giełdowej



chcemy to zrobić większą kwotą, żeby uniknąć zbyt dużej prowizji przy zakupie wielu spółek (metoda z poprzedniego artykułu) lub nie dysponujemy minimum niezbędnym np. do lokowania pieniędzy w kontrakty terminowe, to nie należy się tym zbytnio przejmować. Jeśli ktoś rozpoczął emerytalną zbiórkę akcji 4 lata temu, to jest dziś „na minusie”. W tym czasie dostępne były lokaty w najbezpieczniejsze instrumenty na poziomie od 5 do 10%. To daje nawet 30% przewagi nad taką osobą lokującą w nieoceniony indeks WIG.

Wróćmy na chwilę do kontraktów. Kontrakty mają daną datę wykupu. Wygasają one w trzeci piątek marca, czerwca, września lub grudnia. W obecnym czasie są kwotowane kontrakty na 3 okresy rozliczeniowe naprzód. Oznacza to, że np. na indeks W20 na początku września notowane są kontrakty wygasające we wrześniu, grudniu obecnego roku oraz marcu i czerwcu następnego roku. Powoduje to konieczność okresowego ich odnawiania. Ze względu na okresowe występowanie bazy, czyli różnicy między wartością kontraktu a indeksem, na jakim oparty jest dany kontrakt, dniem zmiany kontraktu na nowy powinien być inny niż ostatni dzień notowania. Założmy, że posiadamy kontrakt wygasający w grudniu. W takim razie już w październiku można dokonać przesiadki np. na serię

wrześniową przyszłego roku. Ta seria będzie dostępna po wygaśnięciu tegorocznej serii wrześniowej. Tej daty nie trzeba oczywiście zbyt sztywno się trzymać. Najlepiej czekać na moment, kiedy wartość kontraktu wrześniowego będzie porównywalna lub niższa od aktualnie posiadanej serii. Kolejną przesiadkę można planować na lipiec przyszłego roku. Najdłuższym cyklem zmiany byłoby, jak widać, około 9 miesięcy.

Nie dla każdego

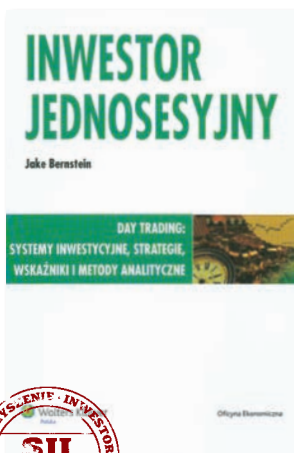
W podsumowaniu muszę zaznaczyć, że nie polecam tej metody każdemu. Mechanizm depozytu zabezpieczającego blokujący niewielką część gotówki sprawia wrażenie, że do handlowania kontraktami wystarczy niewielka kwota, dużo mniejsza niż 22000 złotych. Potem dojdzie chęć prób uzyskania zysków, także w trakcie spadków indeksów. Kontrakty futures można bowiem nie tylko kupować, ale i sprzedawać. Na to właśnie liczą osoby, które na co dzień obracają tymi instrumentami. Jednak statystyka tych prób nie pozostawia złudzeń co do szans na sukces. Obie opisane dotąd metody są dedykowane osobom z wiedzą porównywalną z przeciętnym nabywcą jednostek uczestnictwa. Są one alternatywą dla osób, które systematycznie zamieniają część swoich oszczędności na akcje bądź obligacje, a nawet lokaty bankowe. Korzystanie z tych metod wcale nie gwarantuje uzyskania zysków, pozwala jedynie mieć na koncie więcej środków, niż gdyby powierzyć je w zarządzanie funduszom inwestycyjnym.

© Sergii Denysov - Fotolia.com



SII poleca

Cykl SII Poleca poświęcony jest recenzjom książek związanych z inwestowaniem na giełdzie. W masie różnego rodzaju pozycji pośrednio lub bezpośrednio związanych z inwestycjami często łatwo się pogubić.



• **Inwestor jednosesyjny** – Jake Bernstein, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006

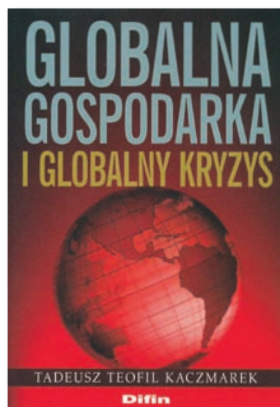
„Inwestor jednosesyjny” to książka dla praktyków giełdowych – i to tych aktywnych inwestorów. To książka dla tych, których charakter nie dopuszcza nawet na myśl inwestycji „pod dywidendę”, a więc długoterminowej, na lata. To książka dla traderów, którzy zawierają dużo transakcji, nawet wielokrotnie w ciągu dnia. Książka ta zawiera opis ogromnej ilości metod i konkretnych technik inwestycyjnych, w 100% opartych na analizie technicznej. To co można powiedzieć bez wątpienia, to że książka ma charakter praktyczny. Jak każdej książki, również tej, nie

należy traktować jako wyabsolutnionego źródła wiedzy, które wskaże dokładnie jak konkretnie inwestować. To bardziej nauka o tworzeniu metody inwestycyjnej. Mnogość przykładów pozwala

wyrobić sobie zdanie na temat własnych preferencji odnośnie indywidualnych metod inwestycyjnych. Książkę tę zdecydowanie można polecić aktywnym inwestorom giełdowym i to zarówno zaawansowanym, doświadczonym praktykom jak i osobom początkującym (Michał Maślowski). **A**

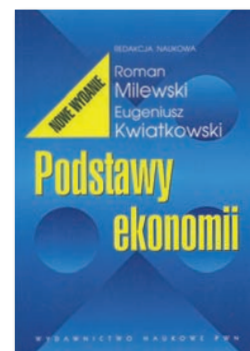
• **Globalna gospodarka i globalny kryzys** – Tadeusz Kaczmarek, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2009

„Globalna...” dotyczy problematyki ładu gospodarczego i globalnej gospodarki, a także w oryginalny sposób opisuje przyczyny wybuchu obecnego kryzysu, który był sporym zaskoczeniem również dla największych instytucji finansowych. Książka ta podzielona jest na dwie części. W pierwszej zaznaczone zostały najważniejsze aspekty globalizacji oraz zmiany jakie wywołała, a także poruszono kwestię znaczenia dolara amerykańskiego w świecie. Część druga odnosi się do kryzysów z przeszłości, mechanizmów ich wywoływania oraz sposobów radzenia sobie z nimi. Kolejne rozdziały dotyczą współczesnego kryzysu, z którym mimo licznych przedsięwzięć i środków obecnie nikt nie potrafi sobie poradzić. Autor przedstawia mnóstwo faktów oraz stawia wiele pytań, które mogą wywołać u Czytelnika wątpliwości co do słuszności teorii ekonomicznych, modeli czy wzorów oraz uzyskanych dzięki nim prognoz skoro otoczenie ciągle się zmienia, a rynek w wyniku ingerencji ze strony państwa przestaje być wolny. Refleksyjny charakter książki, przystępny język oraz argumentacja pozwala polecić ją każdemu, kogo interesuje tematyka gospodarczo – finansowa świata (Łukasz Porębski). **A**



• **Podstawy ekonomii** – red. nauk. Roman Milewski, Eugeniusz Kwiatkowski, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005

„Podstawy...” to znany od lat podręcznik akademicki, który doczekał się nowego, zmienionego wydania. Prezentuje on w sposób przystępny przy wykorzystaniu licznych przykładów oraz ilustracji graficznych podstawowe zagadnienia współczesnej makro- i mikroekonomii oraz obok ujęć teoretycznych odnosi się również do nowych procesów zachodzących w globalnej gospodarce. Autorzy przywiązują dużą wagę do tego by Czytelnik obok wiedzy dotyczącej ukształtowanych gospodarek rynkowych posiadał informacje o zjawiskach charakterystycznych dla gospodarki w trakcie transformacji, dlatego też przedstawiając dane zagadnienia odnosi się do polskiej rzeczywistości gospodarczej co zdecydowanie sprawia, iż pozycja ta pozwala na lepsze zrozumienie tematu i wyróżnia się na tle tłumaczonych opracowań zagranicznych autorów. Warto zwrócić uwagę na fakt, iż poruszane tematy prezentowane są w oparciu o najnowsze dane statystyczne dotyczące gospodarki oraz publikowane wyniki badań empirycznych. Jednak przydatność pozycji dla inwestorów w codziennym inwestowaniu jest raczej wątpliwa, została ona przygotowana bardziej jako podręcznik akademicki (Łukasz Porębski). **A**



• **Ryzyko kryzysu finansowego w Polsce** – red. nauk. Dariusz J. Błaszczuk, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2006

Tрудna sytuacja na zagranicznych rynkach spowodowała, że coraz częściej pojawia się pytanie czy Polsce grozi kryzys finansowy. Kwestia ta została poruszona już wcześniej w „Ryzyku...”. Jest to pozycja kierowana do szerokiego grona odbiorców począwszy od teoretyków przez polityków do praktyków gospodarczych czyli inwestorów, którym treści zawarte w tej książce mogą pomóc w identyfikacji zagrożeń poprzez dostrzeganie sygnałów ostrzegawczych oraz ich wzajemnych powiązań.

W opinii autorów Polsce w najbliższym czasie nie grozi kryzys finansowy jednak w wyniku dłuższego oddziaływania czynników kryzysogennych takich jak m.in.: rosnący dług publiczny czy wysoki poziom bezrobocia prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysu wzrośnie. Warto sięgnąć po tę pozycję również ze względu na fakt, iż pozwala pogłębić wiedzę z zakresu stosunków i finansów międzynarodowych, integracji europejskiej, polityki gospodarczej, finansów publicznych, w kontekście teorii i praktyki zarządzania ryzykiem (Łukasz Porębski). **A**



Inwestowania w instrumenty pochodne **na polskim rynku**

Inwestowanie w instrumenty pochodne wymaga znajomości podstawowych mechanizmów działających na tym rynku. Warto wiedzieć czym jest dźwignia finansowa i na czym polega mechanizm marking to market.

■ Łukasz Porębski, SII

Pierwszym kontraktem terminowym notowanym na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie był kontrakt terminowy na indeks WIG20 (1998 rok), obejmujący akcje 20 spółek o największej kapitalizacji i obrotach. Jest to instrument finansowy, który po raz pierwszy umożliwił zarabianie zarówno na wzrostach, jak i na spadkach cen akcji. Wysoka płynność, relatywnie niskie prowizje (niższe niż w przypadku akcji) i prosta budowa oraz przejrzystość rynku powodują, że zainteresowanie rynkiem terminowym stale rośnie. Najwyższą popularność wśród inwestorów zyskały wspomniane kontrakty terminowe na WIG20, co przejawia się przede wszystkim dynamiką wzrostu obrotów, liczby otwartych pozycji, a także wzrostem średniej liczby kontraktów na transakcję (obecnie 3,1 szt.).

Instrumenty pochodne (derywaty) to instrumenty finansowe, których cena zależy od instrumentu bazowego (papieru wartościowego - akcji, obligacji lub innego instrumentu - kursu walut, indeksu giełdowego czy też wskaźnika ekonomicznego).

Polski rynek futures (głównie kontraktów na WIG20) jest największym w naszym regionie Europy, jednak ciągle mało znaczącym w porównaniu do większości giełd zachodnioeuropejskich (np. Eurex) czy amerykańskich (CME Group), gdzie obroty sięgają kilkudziesięciu bilionów euro. Rosnące zainteresowanie instrumentami pochodnymi ze strony inwestorów instytucjonalnych i zagranicznych pozwala z optymizmem patrzeć na przyszłość tego segmentu rynku.

W ostatnim okresie derywaty charakteryzują się znacznie większą płynnością niż rynek akcji, umożliwiają również zarabianie na spadkach cen (w czasach np. dekonunktury), a poza tym dywersyfikację portfela (np. w przypadku kontraktów indeksowych) i większe możliwości zarabiania dzięki działającej na rynku terminowym dźwigni finansowej.

Do instrumentów pochodnych znajdujących się w obrocie giełdowym należą:

- **kontrakty terminowe (futures)** na indeksy (WIG20 i mWIG40), waluty (USD, EUR i CHF) i akcje sześciu spółek (z indeksu WIG20, o największej płynności: Agora, KGHM, Peka, PKN Orlen, PKO BP, TPSA),
- **opcje na indeks WIG20,**
- **jednostki indeksowe MiniWIG20.**

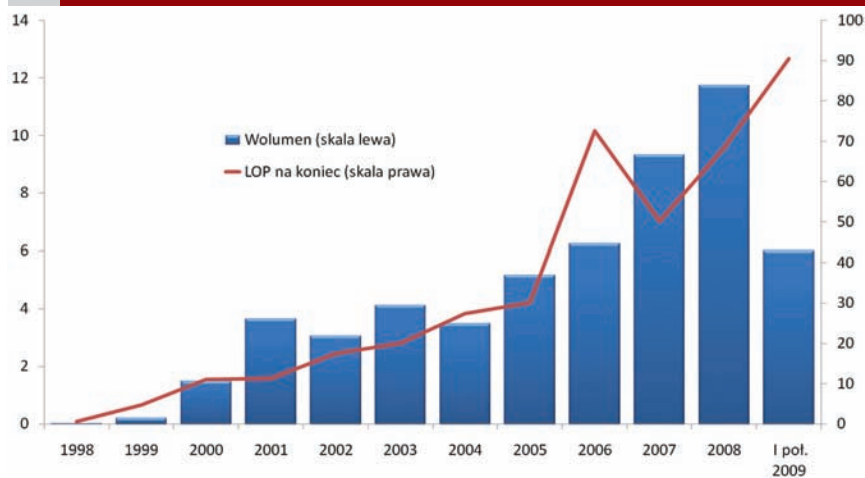
Parametry instrumentów pochodnych notowanych na GPW są ściśle określone, w odróżnieniu od notowanych na rynku pozagiełdowym (OTC – over the counter, tworzonym w Polsce przez banki), gdzie parametry są negocjowane. Zestawione są m.in. nazwy skrócone (np. FW20U9 to wygasający we wrześniu (U) 2009 roku (9) kontrakt terminowy futures (F) na WIG20 (W20)) oraz *mnożniki* (10 zł za 1 pkt. w przypadku kontraktów indeksowych i opcji, 100 akcji dla kontraktów na akcje i 10 tys. jednostek waluty w kontraktach walutowych).

W przypadku kontraktów terminowych obowiązuje mechanizm „marking to market” (M2M), zgodnie z którym codziennie po zakończeniu każdej sesji giełdowej następuje rozliczanie dziennych zysków i strat stron transakcji. Dzięki istnieniu izby rozliczeniowej (KDPW) obniża się ryzyko kredytowe, czyli ryzyko polegające na niewywiązaniu się przez drugą stronę kontraktu z przyjętych zobowiązań. Obecnie wszystkie instrumenty pochodne na GPW są rozliczane wyłącznie pieniężnie. Wcześniej (do grudnia 2007) były notowane kontrakty na obligacje skarbowe, które były rozliczane przez fizyczną dostawę obligacji. Jednak ich obrót (a także kontraktów na funta szterlinga i opcji na akcje) został zawieszony z powodu niskiej płynności.

Nabywcy derywatów nie mają takich praw jak nabywcy akcji, m.in. nie mają prawa do dywidendy czy do udziału w Walnych Zgromadzeniach. Instrumenty pochodne, podobnie jak krótka sprzedaż, pozwalają

1

Roczny wolumen (w mln szt.) i liczba otwartych pozycji (na koniec okresu, w tys. szt.) kontraktów terminowych na WIG20



1

Roczny wolumen obrotów (tys. szt.) wszystkimi instrumentami pochodnymi notowanymi na giełdzie

	FW20	FW40	FWALUTY	FAKCJE	OW20	MW20
1998	24,3	-	0,1	-	-	-
1999	203,8	-	3,3	-	-	-
2000	1 490,0	-	8,0	-	-	-
2001	3 646,5	-	14,3	60,6	-	22,3
2002	3 057,2	7,7	6,0	92,1	-	245,0
2003	4 119,0	9,4	6,1	93,1	20,6	132,5
2004	3 484,4	25,4	3,5	87,9	78,8	45,6
2005	5 157,0	2,5	6,2	172,8	250,1	18,6
2006	6 242,1	1,7	3,1	112,8	316,8	18,3
2007	9 330,5	16,6	6,1	114,0	399,1	22,3
2008	11 743,2	25,3	132,6	331,6	326,6	36,3
I poł. 2009	6 019,9	13,8	108,9	264,3	188,4	20,5

2

Średni wolumen na sesje w 2008 i I poł. 2009 roku

	2008	I poł. 2009
FW20	46 214	47 497
FW40	101	111
FUSD	391	483
FEUR	114	324
FCHF	90	64
FAGO	9	19
FKGH	446	285
FPEO	56	57
FPKO	186	1026
FPKN	258	347
FTPS	344	380
OW20	1 296	1507
MW20	145	164

na zarabianie na spadkach kursów papierów wartościowych, których nie posiadamy. Dodatkowo instrumenty pochodne na indeks – np. WIG20 – umożliwiają inwestycję równoważną nabyciu całego portfela akcji (dywersyfikacja). Dzięki temu nie ma konieczności zakupu poszczególnych akcji wchodzących w skład tego indeksu, a dodatkowo jest to dużo tańsze rozwiązanie (niższe prowizje).

Kontrakty terminowe (futures) są to instrumenty finansowe o symetrycznej wypłacie, czyli zyski jednej strony to straty drugiej, przy czym zmiany te mogą być nieograniczone. Wszystkie kontrakty wygasają w trzeci piątek miesiąca z marcowego cyklu kwartalnego. W danym dniu notowanych jest kilka serii różniących się terminem wygaśnięcia, np. cztery serie kontraktów na WIG20 pozostające w obrocie przez 12 miesięcy. Kolejne są wprowadzane do obrotu w następnym dniu sesyjnym po wygaśnięciu serii poprzedniej.

Kupujący i sprzedający (inwestorzy zajmujący pozycją długą i krótką) mają do wyboru:

- **utrzymać otwartą pozycję do terminu wykonania kontraktu**, kiedy to nastąpi porównanie ceny terminowej z ceną rynkową i zostanie wypłacona kwota pieniężna stronie, której przewidywania się sprawdziły. W przypadku kontraktów indeksowych ostateczna cena rozliczeniowa w dniu wygaśnięcia to średnia arytmetyczna wyliczona ze wszystkich wartości indeksu WIG20 (a nie kursu futures!) w czasie ostatniej godziny notowań ciągłych oraz wartości tego indeksu ustalonej na zamknięcie sesji giełdowej, po odrzuceniu 5 najwyższych i 5 najniższych z tych wartości;

- **zamknąć pozycję przed terminem wykonania kontraktu poprzez zawarcie na giełdzie kontraktu przeciwnego** (pozycje się razem znoszą, zyski są równe stratom, dlatego w efekcie zawarcia transakcji odwrotnej po prostu pozycja jest zamykana, a z rachunku inwestora znika pozycja w kontrakcie).

W analizie notowań na rynku kontraktów terminowych kluczowe znaczenie mają: **wolumen**, **liczba otwartych pozycji (LOP)** oraz **baza**. Ich wielkości świadczą o oczekiwaniach uczestników obrotu co do dalszego rozwoju wydarzeń na rynku kasowym, a właściwa interpretacja może się okazać bardzo pomocna. Na przykład zwiększanie się wolumenu i LOP wraz z wyraźnąwyżką lub niżką kursów potwierdzają znaczenie siły byków lub niedźwiedzi.

Mimo iż dana seria znajduje się w obiegu przez 12 miesięcy, faktyczny handel koncentruje się zazwyczaj na kontrakcie, który ma najbliższy termin wykonania. Dynamiczny wzrost wolumenu i LOP występuje dopiero na 3-4 miesiące przed wygaśnięciem kontraktu. Następnie

Baza - dodatnia lub ujemna różnica między ceną terminową (futures) a ceną z rynku kasowego (natychmiastową, spot). Informuje m.in. o tym, jakie są oczekiwania rynku co do przyszłych zmian kursów. Rynek kontraktów terminowych nie zawsze zachowuje się tak samo jak rynek kasowy (różnice są często znaczące). Uczestnicy rynku terminowego mogą zawierać transakcje po kursie znacznie różniącym się od cen z rynku kasowego.

Dzień trzech wiedźm - dzień, w którym wygasają kontrakty na indeksy, akcje oraz opcje na indeksy. Charakteryzuje się wysoką zmiennością cen na rynku akcji. Podczas tzw. „godziny trzech wiedźm” (ostatnie 60 minut handlu) obserwujemy zwiększoną aktywność inwestorów, gdyż wtedy następuje ustalanie kursu wykonania dla kontraktów oraz opcji.

na kilkanaście dni przed „dniem trzech wiedźm” większość inwestorów przerzuca środki na nową serię, nie czekając do ostatniego dnia notowań.

W momencie zakupu lub sprzedaży kontraktów uczestnicy rynku nie muszą angażować wszystkich środków, na które opiewają kontrakty. Wystarczy, by przed zawarciem kontraktu obie strony wniosły jedynie depozyty zabezpieczające, stanowiące niewielki procent wartości kontraktu. Stąd informacje przedstawiające wartości obrotów w miliardach złotych są nieco złudne. Należy pamiętać, iż mechanizm dźwigni

działa w dwie strony. **Przykład dla kontraktu na WIG20:** (pominięto koszty transakcyjne) stan początkowy – kurs futures 1900 pkt., wartość kontraktu 19 000 zł, wysokość depozytu zabezpieczającego wynosi 1254 zł (6,6%, co oznacza dźwignię 15,2 razy). *Zmiana kursu kontraktu FW20 tylko o 1 pkt. powoduje zmianę wartości depozytu o blisko 1%. Natomiast zmiana kursu kontraktu o 6,6% spowoduje, iż jedna strona podwoi stan depozytu (+100%), a druga straci wszystko (-100%).* Dla poszczególnych klas instrumentów pochodnych



Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych określa procentowe wartości. Ze względu na mniejszą od rynku akcji zmienność kursów walut, dla zawierających transakcje na tym rynku przewidziane są znacznie mniejsze depozyty zabezpieczające. Dla inwestora oznacza to zmniejszenie dźwigni finansowej (dla kontraktów na akcje depozyty są większe, np. dla KGHM wynoszą 23,8%, czyli dźwi-

1

Kurs spot (natychmiastowy) i futures (terminowy, na przykładzie kontraktu FW20M9) indeksu WIG20



2

Liczba otwartych pozycji w cyklu „życia” kontraktu terminowego. Obrót koncentruje się w ostatnich trzech miesiącach.



gnia 4,2 razy). Oprócz gotówki część depozytu zabezpieczającego może być wniesiona w papierach wartościowych wskazanych przez KDPW (z 90% stopą uznania w przypadku obligacji i bonach Skarbu Państwa oraz 0-70% dla akcji z indeksu WIG20).

Obecnie ze względu na wysoką zmienność cen akcji na GPW Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych podwyższył próg, zrównując depozyt początkowy (na otwarcie pozycji) z depozytem właściwym (do utrzymania otwartej pozycji, wcześniej niższy niż początkowy) ustalany jako procent wartości pozycji. Depozyty dla poszczególnych instrumentów ze względu na ich zmienność ustalone są codziennie na innym poziomie, w zależności od sytuacji (zmienności) na rynku (rozpatrywanie 16 scenariuszy i wybór najgorszego). Gdy wartość naszego depozytu, wskutek ponoszonych strat, spada poniżej depozytu właściwego, musimy uzupełnić jego wartość do wymaganej wielkości depozytu początkowego. W przypadku nieuzupełnienia depozytu dom maklerski zamyka pozycję w naszym imieniu, realizując stratę, również gdy wartość straty przewyższyła wartość depozytu.

W przypadku zysków, chcąc utrzymać pozycję, możemy wypłacić gotówkę stanowiącą uzyskaną nadwyżkę nad wniesionym depozytem początkowym.

Wyznaczany depozyt zabezpiecza dzienną zmianę cen, ale jest to depozyt minimalny – domy maklerskie mogą żądać wyższych. Depozyty zabezpieczające wyznaczane są z uwzględnieniem portfelowej kalkulacji ryzyka, stąd w przypadku pozycji skorelowanych wymagane są mniejsze depozyty (np. korelacja pomiędzy różnymi pozycjami w FW20, OW20, MW20 lub pomiędzy różnymi seriami kontraktów zmniejszająca ryzyko). Główne czynniki ryzyka związane z inwestowaniem w instrumenty pochodne:

- ryzyko rynkowe – związane ze zmianami wartości instrumentu bazowego (np. indeksu WIG20 lub akcji),

- ryzyko płynności – niska aktywność i zaangażowanie uczestników rynku, trudność w zawieraniu transakcji, zwłaszcza w przypadku jednostek indeksowych i opcji. Ryzyko to praktycznie nie występuje w przypadku kontraktów na WIG20, które charakteryzują się wysoką płynnością;

- mogą więc wystąpić sytuacje, gdy zawarcie większej transakcji będzie niemożliwe lub będzie pociągało za sobą istotną zmianę kursu,

Dźwignia finansowa - mechanizm polegający na generowaniu dużych zmian procentowych kapitału przy relatywnie małych zainwestowanych środkach. Związane jest to z wysokością **depozytu zabezpieczającego**, czyli kwoty zablokowanej na rachunku inwestora, który inwestuje w derywaty, stanowiącej gwarancję jego wypłacalności z tytułu zobowiązań.

- w niektórych sytuacjach rynkowych (na przykład kiedy notowania gwałtownie się zmieniają) inwestorzy mogą mieć kłopoty z oszacowaniem wartości i tym samym powstrzymują się od zawierania transakcji,
- od kilku lat jednak spada średni spread (czyli różnica między zleceniami kupna i sprzedaży), a także rosną obroty i liczba inwestorów. **A**

Raport Roczny warto powierzyć w najlepsze ręce.

No Hau Studio przygotowywało Raport Roczny Banku za 2008 rok. Z zadania tego firma wywiązała się wzorowo. Wyrażamy wielkie uznanie dla poziomu usług, rzetelności i profesjonalizmu firmy. Współpraca pracowników No Hau Studio z Bankiem przebiegała efektywnie, merytorycznie i w przyjaznej atmosferze.

— Departament Komunikacji Korporacyjnej, **Bank Pekao S.A.**

No Hau Studio zrealizowało dla naszej spółki usługę obejmującą projekt graficzny, teksty i opracowanie zawartości merytorycznej oraz druk Raportu Rocznego 2006. Firma wykonała swoje zadanie w sposób w pełni satysfakcjonujący i profesjonalny; polecamy jej usługi każdej spółce giełdowej.

— Departament Komunikacji Korporacyjnej, **Zakłady Chemiczne POLICE S.A.**

No Hau Studio to profesjonalny, rzetelny i wykazujący się znaczną kreatywnością partner. Nasza pozytywna ocena opiera się na doświadczeniach z współpracy nad kolejnymi Raportami Rocznymi (2004, 2005, 2006). Usługi wykonywano w terminie, zgodnie z zachowaniem należytej zawodowej staranności i na konkurencyjnym poziomie cenowym.

— Departament Komunikacji Korporacyjnej, **Prokom Software S.A.**

Raport kwartalny **bez tajemnic** (2)

Umiejętność prawidłowego czytania raportów finansowych jest niezbędną umiejętnością przy zaawansowanej analizie fundamentalnej. Analiza ta, prawidłowo wykonywana, pozwala osiągnąć przewagę nad pozostałymi uczestnikami rynku.

■ Miłosz Papst, YouInvest

W poprzednim artykule (Akcjonariusz 3/2009) zaprezentowano metodę analizowania wyników finansowych spółki przez pryzmat trzech rodzajów zdarzeń: regularnych, przekładających się na rzeczywisty przepływ pieniądza, zdarzeń nieregularnych, wiążących się z przepływem pieniądza oraz operacji, które w danej chwili nie wiążą się z faktycznym przepływem pieniędzy. W swojej analizie rachunku zysków i strat PBG dotarłem do zysku netto, zapowiadając na kolejny numer omówienie pojęcia całkowitego dochodu spółki.

Aby to jednak uczynić, należy zacząć od początku. Akcjonariuszy danej spółki interesują przede wszystkim zmiany w wartości ich kapitałów w tej spółce, czyli kapitałów własnych. Pragną oni bowiem, aby spółka pomnażała majątek, który jej powierzyli – w końcu jest to podstawowy cel funkcjonowania przedsiębiorstwa według nowoczesnej teorii finansów. Powinni więc śledzić wszelkie zdarzenia, które na poziom kapitałów własnych mają wpływ. Abstrahując od operacji na samych akcjach (emisja czy też umorzenie) i transakcji między akcjonariuszami, interesując nas w tym momencie przychody (zwiększenia kapitałów własnych) oraz koszty (zmniejszenia kapitałów własnych). I tutaj może pojawić się zdziwienie Czytelnika, bo przecież zwykle o przychodach czy kosztach mówimy w kontekście wyliczania zysku (rozumianego jako przychody minus koszty), natomiast ja opowiadam tutaj o kapitałach własnych. Spieszę z wyjaśnieniem, co dokładnie mam na myśli. Otóż dane wydarzenie w spółce może mieć wpływ na jej kapitały własne albo pośrednio – poprzez zwiększenie lub zmniejszenie zysku netto, który to jest częścią tychże kapitałów własnych – albo bezpośrednio, pojawiając się pod postacią kapitału z aktualizacji wyceny lub pozostałych kapitałów. Zazwyczaj myślimy o przychodach i kosztach w tym pierwszym rozumieniu, ale analizując wyniki

Nie wolno zapominać o przychodach i kosztach, które omijają rachunek zysków i strat

finansowe naszej spółki, nie możemy zapominać o tych, które rachunek zysków i strat OMIJAJĄ, a tym samym nie są widoczne w prezentowanym zysku netto. „Omijają”? Czy to nie kreatywna księgowość? Nie, to Międzynarodowe Standardy Rachunkowości. I tylko częściowo piszę to z ironią – ma to bowiem swoje uzasadnienie.

Świadomość tego, że tak naprawdę inwestora interesuje zmiana wartości kapitałów własnych jako takich, a nie tylko poziom zysku netto w danym okresie, nie jest może łatwym skokiem myślowym. Jest jednak bardzo potrzebny, ponieważ – w ramach możliwości, na jakie zezwalają zasady rachunkowości – spółki nierzadko wykorzystują sposobność do tego, aby osiągniętymi zyskami czy przychodami chwalić się w rachunku zysków i strat, natomiast niechciane straty czy koszty wykazywać bezpośrednio w kapitałach własnych – z pominięciem rachunku zysków i strat.

Skoro poziom kapitałów własnych jest dla akcjonariusza tak istotny, warto przyrzeć się, o jaką kategorię finansową dokładnie chodzi. Całkowity kapitał własny w spółce dzieli się bowiem na kapitał własny akcjonariuszy jednostki dominującej – czyli tych, którzy posiadają bezpośrednio akcje spółki matki w danej grupie kapitałowej (w naszym przykładzie akcje PBG S.A.) – oraz na tzw. udziały mniejszości. Te ostatnie symbolizują ten „kawałek tortu”, który należy się innym niż spółka matka - akcjonariuszom jej spółek zależnych. Dla przykładu PBG posiada spółkę zależną

Hydrobudowa Polska S.A. (również notowaną na GPW), w której posiada 61,61% udziałów. Mimo że PBG posiada mniej niż 2/3 akcji spółki, uwzględnia w swoim skonsolidowanym bilansie wszystkie aktywa oraz zobowiązania Hydrobudowy (czyli stosuje konsolidację pełną). Musi jednak jednocześnie wykazać w swoich pasywach w odrębnej pozycji kapitały własne przynależne nie PBG, lecz akcjonariuszom posiadającym pozostałe 38,39% udziałów (w przeciwnym razie w skonsolidowanym bilansie strona aktywów nie zrównałaby się z pasywami). To właśnie są udziały mniejszości. Czy zmiany wartości udziałów mniejszości mają wpływ na wartość majątku akcjonariusza PBG S.A.? Nie, dlatego powinien on przede wszystkim obserwować wartość kapitału własnego akcjonariuszy jednostki dominującej. Analogicznie w kontekście rachunku zysków i strat interesuje go przede wszystkim zysk netto przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej, a nie zyski mniejszości.

Z pomocą inwestorowi pragnącemu śledzić operacje wpływające bezpośrednio na kapitały własne przyszła aktualizacja Międzynarodowego Standardu Rachunkowości nr 1, która obok dotychczasowego obowiązku publikowania rachunku zysków i strat nakłada na spółki również konieczność przedstawiania tzw. innych całkowitych dochodów. W tej nowej sekcji raportu okresowego wykazywane są właśnie przychody i koszty rozliczane bezpośrednio z kapitałem własnym. Rachunek zysków i strat oraz zestawienie innych całkowitych dochodów łącznie stanowią tzw. Sprawozdanie z całkowitych



dochodów. Wracając do przykładu PBG z poprzedniego artykułu - na stronie 9 skonsolidowanego raportu spółki za pierwszy kwartał 2009 znajduje się właśnie takie zestawienie:

Jakie więc pozycje omijają rachunek zysków i strat, trafiając bezpośrednio na kapitały własne PBG? Przede wszystkim jest to wycena instrumentów zabezpieczających przepływy pieniężne - w pierwszym

kwartale wyniosła ponad 126 mln PLN na minusie. Pojawienie się tej pozycji oznacza, że spółka stosuje tzw. rachunkowość zabezpieczeń, a w szczególności że stosuje zabezpieczenie przepływów pieniężnych (ang. Cash flow hedge). Spodziewając się w przyszłości określonych wpływów finansowych (głównie z tytułu przychodów ze sprzedaży), jak również wpływów finansowych (np. z tytułu płatności na rzecz dostawców czy płatności odsetkowych), spółka postanowiła zabezpieczyć się przed ryzykiem zmiany wartości tych przepływów. Oczywiście chodzi tutaj przede wszystkim o ryzyko walutowe związane ze sprzedażą i ponoszonymi kosztami wyrażonymi w walucie obcej. Na stronie 42 raportu w sekcji 2.6 („Czynniki i zdarzenia o charakterze nietypowym...”) możemy przeczytać, że PBG oraz jej spółki zależne dokonywały transakcji zabezpieczających z wykorzystaniem prostych kontraktów forward dotyczących umów z inwestorami i dostawcami, głównie denominowanych w euro i dolarze kanadyjskim (CAD). W sytuacji, gdy kursy walutowe zmieniają się pomyślnie dla spółki z punktu widzenia spodziewanych przepływów pieniężnych (np. waluta obca, w której spółka osiąga przychody ze sprzedaży, umacnia się), zanotuje ona siłą rzeczy stratę na kontrak-



1 Raport roczny PBG - wybrane dane		
	I kwartał 01.01.2009 - 31.03.2009 (tys zł)	I kwartał 01.01.2008 - 31.03.2008 (tys zł)
Zysk netto za okres	22,965	16,725
Inne całkowite dochody	-88,468	3,995
Różnice kursowe z przeliczenia jednostek zagranicznych	681	-177
Wycena instrumentów zabezpieczających przepływy pieniężne	-126,519	3,315
Wynik zabezpieczeń przepływów pieniężnych	18,405	1,712
Podatek dochodowy dotyczący składników innych całkowitych dochodów	18,965	-855
Całkowity dochód za okres	-65,503	20,720
Całkowity dochód przypadający na:	-65,503	20,720
- akcjonariuszy podmiotu dominującego	-38,503	18,124
- akcjonariuszy mniejszościowych	-27,000	2,596

TMS Brokers
DOM MAKLERSKI

...TWÓJ DEALING ROOM BEZ TAJEMNIC



**Zapoznaj się z rekomendacjami TMS Alerts
- wyprzedź rynek, zacznij zarabiać na bessie!**

Bezkonkurencyjny zakres produktów:

- **Forex:** 160 par walutowych
- **Futures:** 470 kontraktów
- **CFD:** 5000 akcji z całego świata oraz 25 kluczowych indeksów giełdowych
- **Obrót:** 24 godziny na dobę

TMS WebDirect i TMS MobiDirect oraz funkcjonujący od 2003 roku **TMS Direct** to trzy zintegrowane ze sobą narzędzia inwestycyjne.

Jeden login, jedno hasło. Korzystając z każdego z nich możesz zarządzać swoimi pozycjami, używać interaktywnego czatu oraz monitorować stan na rachunku.

**DOWIEDZ SIĘ WIECEJ NA WWW.TMSDIRECT.PL
LUB NA BEZPŁATNYCH SZKOLENIACH ORGANIZOWANYCH PRZEZ TMS BROKERS!**

tach forward zabezpieczających te przepływy pieniężne – zmiany wartości spodziewanych przepływów i wyceny instrumentu pochodnego znoszą się nawzajem, co jest przecież istotą transakcji zabezpieczającej. W pierwszym kwartale można było zaobserwować silne umocnienie EUR względem PLN, co było pomyślnie z punktu widzenia przyszłych przychodów PBG, ale spowodowało stratę na forwardach – i to jest prawdopodobnie w sporej części ta ujemna pozycja w wysokości 126 mln PLN.

Czy jest się czym przejmować? Oczywiście nie, ponieważ spółka zagwarantowała sobie po prostu określony kurs wymiany zarobionych euro na złotówki. W momencie pojawienia się zabezpieczanych przychodów ujemna wycena forwardów zostanie przeniesiona z odrębnej pozycji kapitałów własnych do rachunku zysków i strat, „spotykając się” tam z przychodami ze sprzedaży wyższymi niż można było się spodziewać w momencie ich zabezpieczenia – te zneutralizują wpływ wyceny instrumentów pochodnych na majątek akcjonariuszy. Jedyne, czym można się przejmować, to fakt, że spółka nie zarobi na korzystnej dla siebie zmianie kursów walut – ale warto pamiętać, że obszarem działalności spółek nie jest zazwyczaj spekulacja walutowa (również rozumiana jako pozostawienie niezabezpieczonych ekspozycji walutowych) i powinny się one skupiać na swojej podstawowej działalności, eliminując w miarę możliwości ryzyko walutowe. Wracając do PBG – oprócz zabezpieczanych przychodów w euro analizowana przeze mnie pozycja odzwierciedla również inne transakcje, jak na przykład zabezpieczenie kosztów ponoszonych w dolarze kanadyjskim. Filozofia w ich przypadku jest podobna. Dodatkowo spółka wykazała w osobnym miejscu wynik zabezpieczeń przepływów pieniężnych w kwocie niecałych 19 mln zł na plusie.

Kolejna pozycja innych całkowitych dochodów to różnice kursowe z przeliczenia jednostek zagranicznych. O ile w przypadku grupy PBG kwota w tej pozycji nie jest znacząca (zaledwie 681 tys zł), o tyle w sprawozdaniach niektórych innych spółek giełdowych przybiera spore rozmiary, dlatego warto jej się przyjrzeć. Większość spółek giełdowych tworzy grupy kapitałowe, a więc posiada szereg spółek zależnych, które kontroluje i których wyniki finansowe, majątek i zobowiązania uwzględnia – mówimy: konsoliduje – w swoim skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym. Nierzadko są to spółki

zagraniczne raportujące swój rachunek zysków i strat oraz bilans w walucie obcej. Co się dzieje, gdy w ciągu kwartału kurs tej

waluty względem waluty, którą posługuje się spółka matka, ulegnie zmianie? Aktywa i pasywa spółki zależnej przeliczane są wg nowego kursu obowiązującego w momencie, na który sporządzany jest bilans grupy. Rozważmy następujący bardzo uproszczony

przykład spółki matki oraz spółki zależnej z Niemiec, w której posiada ona 100% udziałów (żeby nie komplikować sytuacji, zakładam, że saldo przychodów i kosztów spółki w kwartale wynosi dokładnie zero):

Bilans spółki matki w tys zł w poprzednim kwartale

Aktywa	1,000,000	Kapitał własny	600,000
		Zobowiązania	400,000

Bilans spółki zależnej w tys. EUR w poprzednim okresie

Aktywa	50,000	Kapitał własny	25,000
		Zobowiązania	25,000

Powiedzmy, że na koniec poprzedniego kwartału kurs EUR/PLN wyniósł 4,00. Bilanse spółki zależnej i całej grupy kapitałowej w przeliczeniu na PLN wyglądały wówczas następująco:

Bilans spółki zależnej w tys zł w poprzednim kwartale

Aktywa	200,000	Kapitał własny	100,000
		Zobowiązania	100,000

Bilans grupy kapitałowej (spółka matka + spółka zależna) w tys zł w poprzednim kwartale

Aktywa	1,200,000	Kapitał własny	700,000
		Zobowiązania	500,000

Co się stanie, jeśli w ciągu aktualnego kwartału kurs EUR/PLN wzrósł i w momencie sporządzania skonsolidowanego sprawozdania finansowego wyniósł 4,50 PLN? Bilans grupy kapitałowej zmieni się następująco:

Bilans grupy kapitałowej w tys zł na koniec aktualnego kwartału

Aktywa	1,225,000	Kapitał własny	712,500
		Zobowiązania	512,500

Tym samym wzrosła o 25 mln zł wartość aktywów spółki zależnej, a więc i całość grupy kapitałowej, jak również wartość zobowiązań oraz kapitału własnego o tę samą kwotę. I to właśnie zmiana kapitału własnego jest uwzględniana w pozycji „różnice kursowe z przeliczenia jednostek zagranicznych”. Jeżeli kurs waluty, którą posługuje się spółka zależna, umacnia się – pojawia się dodatnia różnica kursowa, jeśli spada – różnica jest ujemna i pomniejsza kapitały własne. Z punktu widzenia polskich inwestorów atrakcyjne jest oczywiście umocnienie się waluty obcej spółki zależnej, ponieważ nabywając akcje grupy kapitałowej, nabywamy de facto udział w aktywach w walucie obcej.

Ostatni punktem uwzględnionym w raporcie za I kwartał Grupy PBG jest podatek dochodowy odnoszący się do powyższych pozycji. Natomiast abstrahując już od konkretnego przykładu, możemy oprócz powyższych wielkości spotkać się w sprawozdaniu z całkowitych dochodów z kilkoma innymi elementami, do których należą niektóre operacje przeszacowania środków trwałych, zmiany wartości aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży, czy też pewne zyski lub straty związane ze świadczeniami na rzecz pracowników.

Do której z trzech przedstawionych wcześniej grup zdarzeń można zaklasyfikować operacje uwzględnione na liście innych całkowitych dochodów? W przeważającej mierze będą to zdarzenia z grupy trzeciej, a więc te nie wiążące się aktualnie z żadnym wpływem lub wypływem pieniądza. Znaczną część tych zdarzeń może łatwo ulec odwróceniu, ponieważ jest związana z niezrealizowanymi różnicami kursowymi. Inne prawie na pewno zostaną zniwelowane, jak choćby aktualny wynik na niezrealizowanych transakcjach zabezpieczających. Jednakże niektóre z tych operacji mogą sygnalizować trwałe zmiany w kapitałach własnych spółki (np. przeszacowanie wartości środków trwałych), inne zaś wskazują na możliwość wystąpienia w przyszłości realnych dodatków lub ujemnych przepływów pieniężnych (np. zmiana wartości aktywów dostępnych do sprzedaży). Dlatego też Czytelnicy nie powinni lekceważyć zestawienia pozostałych elementów całkowitego dochodu publikowanego od niedawna przez spółki – otrzymali bowiem tym samym dodatkowe narzędzie analizy fundamentalnej. **A**



BDO ZAPRASZA

**DO ZAPOZNANIA SIĘ I SKORZYSTANIA
ZE SZKOLEŃ Z ZAKRESU RACHUNKOWOŚCI,
PODATKÓW I FINANSÓW PRZEDSIĘBIORSTW.**

Szkolenia prowadzone są przez praktyków, posiadających duże doświadczenie zawodowe oraz doskonałe przygotowanie warsztatowe, autorów wielu publikacji i opracowań.

Zaletą organizowanych szkoleń jest ich praktyczny, interaktywny charakter, wynikający z przyjętej metodologii opierającej się na przykładach, ćwiczeniach i case study.

WIĘCEJ NA STRONIE WWW.BDO.PL

Czarne złoto - węgiel

Zapotrzebowanie na energię elektryczną na świecie rośnie i będzie rosnąć.

Czy to w branży energetycznej znajdziemy liderów kolejnej hossy?

■ Jan Szarzec



W ciągu ostatnich kilku lat wiele się mówiło na temat ochrony środowiska oraz szkodliwego wpływu ropy naftowej i węgla czy gazu ziemnego w sferze zanieczyszczania powietrza, wód oraz gleby.

Cudownym rozwiązaniem tego problemu wydawały się źródła odnawialne. Niestety, energia słoneczna nie rozwiązuje naszego energetycznego dylematu – chyba że w stu procentach wykorzystamy powierzchnię pustyń Sahary oraz Gobi do produkcji energii elektrycznej, co oczywiście nie jest ekonomicznie opłacalne. Podobną sytuację mamy w wypadku energii wiatrznej. Nie można „zmusić” wiatru lub słońca do wytwarzania większej ilości energii elektrycznej. Dodatkowo koszty dostarczania energii odnawialnych od producenta do odbiorcy są bardzo wysokie, szczególnie w przypadku energii wiatrznej. Ceny paneli energii słonecznej obniżyły się o 40%, lecz w dalszym ciągu trzeba czekać aż 16 lat, aby odzyskać zainwestowany kapitał. Innymi słowy, bez dotacji państwowych takie źródło energii elektrycznej ma nikłe perspektywy rozwoju w najbliższej przyszłości.

Odnawialne źródła energii elektrycznej mają charakter marginalny w porównaniu z obecnie dostępnymi technologiami. Obecnie energia odnawialna dostarcza mniej aniżeli 3% całego zapotrzebowania na energię elektryczną. Wątpliwe jest, aby w ciągu następnych dwóch dekad te źródła energii dostarczały więcej niż 10% całego zapotrzebowania ludzkości na energię elektryczną. Widać to na wykresach spółek specjalizujących się w produkcji i przesyłce energii odnawialnych na wszystkich giełdach światowych: straciły one około 70-90% w stosunku do swojej najwyższej ceny i na razie nie widać końca tego procesu.

Gaz ziemny emituje 50% mniej zanieczyszczeń powietrza w porównaniu do węgla, ale jego koszt jest znacznie większy. Koszt produkcji jednej kilowatogodziny wynosi około dwudziestu groszy, a w wypadku węgla tylko pięć groszy. Dlatego tak niewiele elektrowni na świecie korzysta z tego paliwa. Brytyjskie elektrownie niemal w połowie są napędzane

gazem z Morza Północnego, ale ten proces się kończy z uwagi na malejące wydobycie gazu z owych ropośnych złóż. Największy dostawca gazu ziemnego - Rosja - jest bardzo niestabilnym partnerem. Wielokrotnie ze względów politycznych dostawy gazu czy ropy naftowej zostały przerywane, powodując poważne straty, szczególnie w Europie Zachodniej.

Energia jądrowa ma dobre perspektywy, ale cały proces od złożenia projektu do zakończenia budowy elektrowni jądrowej trwa około 15-tu lat. Chiny budują średnio dwie elektrownie rocznie, lecz w Europie i w Stanach Zjednoczonych nikt nie chce mieć elektrowni jądrowej na swoim podwórku. Obraz Czarnobyla w dalszym ciągu tkwi w pamięci ludzkiej.

Ropa naftowa nie znajduje praktycznie żadnego zastosowania w wytwarzaniu energii elektrycznej. Dodatkowo jej rezerwy są ograniczone. W ciągu ostatnich 35-ciu lat jedyne poważne złoża ropy naftowej zostały odkryte na Alasce oraz Morzu Północnym. Oba źródła osiągnęły szczyt wydobycia pod koniec ubiegłego

stulecia i obecnie ich wydajność zmniejszyła się do 45% i stale spada. W niedługim czasie zarówno Alaska, jak i Morze Północne znacznie zmniejszą, a być może kompletnie zakończą wydobywanie ropy naftowej. Ostatnio odkryto bogate złoża ropy u wybrzeży Brazylii, lecz upłynie minimum 15 lat nim pierwsza jej baryłka pojawi się na rynku paliwowym. Brazylijska ropa nawet w połowie nie zastąpi dwóch poprzednio wymienionych źródeł energii.

Zapotrzebowanie na energię elektryczną w Chinach stale wzrasta i końca tego procesu nie widać z uwagi na gwałtowny wzrost ekonomiczny. Ekonomia chińska wzrasta średnio 8% rocznie, czyli podwaja swoją wydajność co 7-8 lat. Ocenia się, że takie tempo rozwoju ekonomicznego będzie trwało przez co najmniej następne dwie dekady. To oznacza, że zapotrzebowanie na energię elektryczną w tym czasie wzrośnie minimum pięciokrotnie w stosunku do obecnych potrzeb.

Podczas gdy w krajach wysoko rozwiniętych produkcja przemysłowa ma charakter wymierny (zepsuty piec czy lodówka są wymieniane na nowe, z reguły bardziej energooszczędne odpo-

3%
energii elektrycznej
pochodzi ze źródeł
odnawialnych

wiedniki), w Chinach jest nieco odmienna sytuacja. Około 70% wszystkich lodówek, pralek elektrycznych, telewizorów plazmowych itp. jest kupowane po raz pierwszy, nieustannie zwiększając zapotrzebowanie na energię elektryczną.

Dlatego w Chinach mamy często do czynienia z poważnymi, czasem trwającymi kilka godzin przerwami w dostawie prądu elektrycznego. Zapotrzebowanie na energię jest dwukrotnie wyższe od tempa rozwoju ekonomicznego – co znaczy, że zapotrzebowanie na energię elektryczną wzrasta średnio około 15% rocznie. Dodatkowo należy pamiętać, że w ciągu ostatnich 30 lat 40% ludności Chin po raz pierwszy uzyskała dostęp do energii elektrycznej. To niemal 550 milionów obywateli, którzy w miarę bogacenia się będą kupowali lodówki, pralki elektryczne oraz telewizory plazmowe, jeszcze bardziej obciążając już i tak ledwo nadążający za bieżącymi potrzebami system wytwarzania energii elektrycznej.

W Indiach zapotrzebowanie na energię będzie wzrastało jeszcze szybciej niż w Chinach. Niemal 30% ludności, czyli około 400 milionów obywateli tego kraju, nie ma dostępu do prądu elektrycznego. To więcej aniżeli liczba

mieszkańców całej Europy! Rząd Indii zamierza wydać wiele miliardów rupii na elektryfikację kraju w ciągu następnych pięciu lat – znacznie więcej w porównaniu do tego, co zostało wydane w ciągu ostatnich piętnastu lat.

Nie zapominajmy, że kraje Ameryki Południowej oraz Afryki nie zamierzają pozostać w tyle za innymi szybko rozwijającymi się gospodarkami Azji. A potrzeby społeczne oraz ekonomiczne, szczególnie w Afryce, są ogromne. Tutaj zapotrzebowanie na energię elektryczną również będzie szybko wzrastało przez następnych kilka dekad. Ocenia się, że w ciągu następnych dwóch dekad światowe inwestycje w infrastrukturę elektryczną przekroczą 10 bilionów dolarów. Procentowo w skali globalnej udział węgla w wytwarzaniu energii elektrycznej zwiększy się z obecnych 50% do 60% w ciągu następnych 20 lat.

Kraje rozwinięte

Przekręciłeś kluczyk w stacyjce, położyłeś stopę na hamulec, włączyłeś bieg, a następnie położyłeś stopę na pedał gazu. Te codzienne czynności są ci dobrze znane. Jest jednak zasadnicza różnica. Samochód ruszył z miejsca nie wyda-

jąc żadnego dźwięku. Elektryczny silnik, który go napędza, nie powoduje hałasu, jak również nie zanieczyszcza atmosfery. Jedyne co rejestrujesz, to delikatny szum posuwających się po nawierzchni drogi opon. Taki pojazd nie emituje żadnych spalin, ponieważ nie jest napędzany benzyną.

Nissan od 17-tu lat pracuje nad obecnym modelem samochodu elektrycznego o niezbyt oryginalnej nazwie „Leaf” (tłumaczenie: liść – aluzja do liści drzew, które wymieniają azot na tlen). Jeżeli wszystko pójdzie zgodnie z planem, firma samochodowa Nissan rozpocznie w połowie roku 2010 instalowanie punktów ładowania baterii samochodowych w domach klientów



Profesjonalny DRUK

offsetowy i cyfrowy

Semata sp. z o.o.
ul. Wrocławska 7
Bielany Wrocławskie
55-040 Kobierzyce

tel. +48 71 373 55 81
fax +48 71 373 55 79

marketing@semata.com.pl

- raporty roczne
- papiery firmowe
- wizytówki
- katalogi
- broszury

- książki w oprawie miękkiej i twardej
- foldery i ulotki
- plakaty
- teczki





zdecydowanych na zakup tego pojazdu. To będzie wymagało zezwolenia od urzędu miasta oraz pomocy elektryka. Koszt zainstalowania takiego systemu w domu nie przekroczy jednego tysiąca dolarów w Stanach Zjednoczonych, a w Europie będzie dużo mniejszy, z uwagi na system energetyczny o napięciu 220V (w USA dominuje 110V). W 110V układzie elektrycznym czas ładowania baterii będzie trwał 14 godzin. W systemie 220V czas ładowania drastycznie ulega skróceniu do zaledwie 4 godzin. Jeżeli podwyższymy napięcie do 480V, wówczas czas ładowania zmniejszy się do 30 minut. Punkty ładowania o wysokim napięciu będą ulokowane wzdłuż autostrad oraz w lokalach sieci takich jak McDonald, KFC czy Pizza Hut. System ten będzie najpierw wprowadzony w głównych miastach Stanów Zjednoczonych pod koniec roku 2010, zaś powszechnie dostępny w całym kraju będzie w roku 2012. W samym mieście

Seattle w stanie Washington zostanie zainstalowanych 2500 stacji szybkiego ładowania baterii samochodowych. System ten będzie ujednolicony tak, aby każdy samochód elektryczny, obojętne jakiej marki, mógł być naładowany.

Cena elektrycznego samochodu Nissan Leaf ma kształtować się w okolicy 25-tu tysięcy dolarów (bateria gratis), czyniąc ten samochód dostępnym dla przeciętnego kierowcy. Rok później firma Porsche wprowadzi na rynek samochód elektryczny zdolny do osiągnięcia szybkości 100 km na godzinę w ciągu 4 sekund! Cena: „tylko” 200 tysięcy dolarów! W pełni naładowany Nissan Leaf ma zasięg 160 km o maksymalnej szybkości 140 km na godzinę, co spełnia oczekiwania niemal wszystkich jego potencjalnych użytkowników. Samochód o napędzie elektrycznym nie jest niczym nowym. Niewielu ludzi wie, że pierw-

sze samochody, które były produkowane przeszło sto lat temu, miały wyłącznie silnik elektryczny. General Motors pierwszy skonstruował silnik spalinowy, który w tamtych czasach miał znacznie lepsze parametry techniczne i to spowodowało powolny zanik samochodów o napędzie elektrycznym. Pod koniec ubiegłego stulecia General Motors ponownie wkroczył na rynek z samochodem o napędzie elektrycznym, lecz z uwagi na taną benzynę (cztery litry paliwa za jednego dolara!) samochód ten nawet nie wszedł na taśmę produkcyjną. Jednorazowy koszt ładowania baterii napędowej samochodu elektrycznego będzie się wahał w okolicy jednego dolara. To oznacza, że typowy posiadacz tego pojazdu będzie wydawał średnio 25 dolarów miesięcznie więcej na energię elektryczną aniżeli dotychczas (koszty w Europie będą nieco wyższe). Jeżeli w ciągu następnej dekady 20% wyprodukowanych samochodów będzie miało napęd elektryczny, to w sposób zasadniczy zwiększy się zapotrzebowanie na energię elektryczną. Do tego trzeba dodać miliony rowerów oraz motocykli, które również będą napędzane za pomocą baterii elektrycznych.

Jedynym stabilnym i tanim źródłem energii elektrycznej jest w tej chwili tylko i wyłącznie węgiel. Chiny posiadają znaczne jego złoża, a rezerwy tego surowca w Stanach Zjednoczonych wystarczą na około dwieście lat. W Polsce, uwzględniając obecne zapotrzebowanie, pokłady węgla kamiennego wystarczą na następne kilkadziesiąt lat. Jedynym problemem węgla jest to, że jest brudny i w czasie spalania wydziela sporo związków chemicznych zanieczyszczających atmosferę. Dlatego w wielu placówkach naukowych na całym świecie poszukuje się bardziej efektywnych sposobów spalania węgla. Rząd Polski przyznał zespołowi kopalni węglowych „Bogdanka” pięć milionów akcji firmy KGHM wartości około 450 milionów złotych między innymi na poszukiwanie bardziej nowoczesnych metod spalania węgla. W Stanach Zjednoczonych kosztem jednego miliarda dolarów została wybudowana eksperymentalna elektrownia, która odprowadza 90% wszystkich szkodliwych związków chemicznych z powrotem pod ziemię. Gazyfikacja węgla jest również interesującą opcją na przy-

bów spalania węgla. Rząd Polski przyznał zespołowi kopalni węglowych „Bogdanka” pięć milionów akcji firmy KGHM wartości około 450 milionów złotych między innymi na poszukiwanie bardziej nowoczesnych metod spalania węgla. W Stanach Zjednoczonych kosztem jednego miliarda dolarów została wybudowana eksperymentalna elektrownia, która odprowadza 90% wszystkich szkodliwych związków chemicznych z powrotem pod ziemię. Gazyfikacja węgla jest również interesującą opcją na przy-

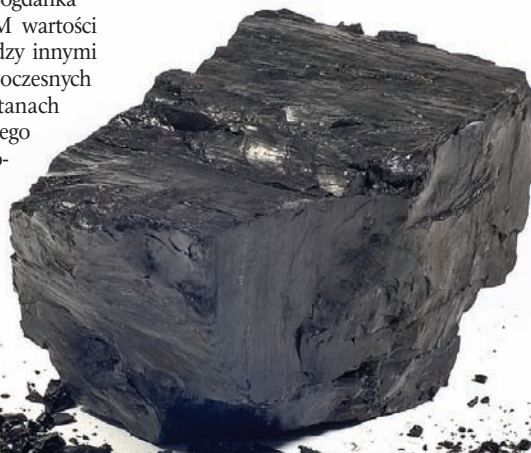
szłość. Ta metoda była stosowana 200 lat temu, gdy węgiel w formie gazu był powszechnie stosowany do oświetlania lamp ulicznych. Nie ulega wątpliwości, że w ciągu następnej dekady ludzkość znajdzie lepsze, znacznie bardziej efektywne sposoby na odzyskiwanie energii z węgla.

Polska

Na warszawskim parkiecie mamy dwie spółki węglowe – Bogdanka oraz New World Resources. Bogdanka, która zadebiutowała na Giełdzie końcem czerwca tego roku, wzrosła z 48 złotych do 73 złotych (więcej niż 50% w porównaniu do ceny pierwotnej) za jeden walor. Ewentualny następny punkt zakupu tej akcji to moment, gdy jej cena podskoczy do ceny 73,20 na znaczącym wolumenie. Natomiast New World Resources wzrosła z 10 złotych do 27 złotych (wzrost o 170%) za jeden walor w ciągu ostatniego pół roku. Idealny punkt zakupu tej akcji był w dniu 09.05.2004, gdy cena tego waloru podskoczyła powyżej 13 złotych. Na następny punkt zakupu trzeba będzie trochę poczekać, gdyż cena tej akcji więcej niż się podwoiła. Trzeba być cierpliwym i czekać na następną korektę, która na pewno nastąpi. Tutaj trzeba zaznaczyć, że podczas, gdy ceny spółek węglowych poszły w górę średnio 100% w ciągu ostatniego pół roku, ceny akcji producentów paliw płynnych zarejestrowały tylko 30% wzrostu.

Giełda zawsze prawdę ci powie.

Obecny kryzys ekonomiczny jest swego rodzaju błogosławieństwem, dając światowym gospodarkom niezbędny czas na przygotowanie się do następnego szybkiego wzrostu, który rozpocznie się za dwa-trzy lata. Polska ze swoimi bogatymi zasobami węgla oraz wieloletnim doświadczeniem w wydobywaniu oraz przeróbce tego surowca jest dobrze przygotowana na przyszłość. A





INWESTORZE! CHCIAŁBYŚ POSZERZYĆ SVOJE MOŻLIWOŚCI ORAZ POZBYĆ SIĘ OGRANICZEŃ ? KONTRAKTY CFD SĄ TYM CZEGO SZUKASZ:



CFD - RÓŻNICE, KTÓRE POKOCHASZ!

- ✓ **NAJSZERSZE PERSPEKTYWY INWESTYCYJNE: AKCJE, INDEKSY, ETFY, SUROWCE**
- ✓ **MOŻLIWOŚĆ ZARABIANIA NA WZROSTACH I SPADKACH**
- ✓ **ELASTYCZNA EKSPOZYCJA**
- ✓ **BRAK TERMINU ZAPADALNOŚCI**
- ✓ **PRZYJAZNA DŹWIGNIA FINANSOWA**
- ✓ **NISKIE SPREADY**

CENTRUM PROFESJONALNEGO INWESTORA – GLOBTREX.COM – UDOSTĘPNIĄ MOŻLIWOŚĆ HANDLU ON-LINE KONTRAKTAMI CFD (KONTRAKT RÓŻNIC KURSOWYCH) POPRZECZ NOWOCZESNĄ PLATFORMĘ TRANSAKCYJNĄ. GLOBTREX.COM TO TAKŻE PROFESJONALNE PROGNOZY, ANALIZY I NAJŚWIEŻSZE INFORMACJE ZE ŚWIATA FINANSÓW I EKONOMII. POSMAKUJ ZYSKÓW Z CFD NA WWW.GLOBTREX.COM !



DLA NASZYCH INWESTORÓW ZAJĘLIŚMY NAJLEPSZE MIEJSCA.

W prestiżowym rankingu Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych i magazynu Forbes oferta brokerska Biura Maklerskiego Alior Banku zwyciężyła w pięciu z ośmiu kategorii. Wyróżniono nas za:

- jakość internetowej platformy brokerskiej,
- atrakcyjny poziom opłat i prowizji,
- unikalny sposób integracji usług brokerskich i bankowych,
- rozległą sieć punktów obsługi Klienta,
- wysoką jakość usług dodatkowych (kredyty, lokaty).

Wysoko oceniono również nasze standardy obsługi Klienta.

Zapraszamy Państwa do sprawdzenia w praktyce, jaką ofertę ma najlepsze Biuro Maklerskie w Polsce i co oznacza „wyższa kultura bankowości”.

www.bm.aliorbank.pl

☎ 19 503

Biuro Maklerskie Alior Banku prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego nr DFL/4040/26/I/13/1/08/IC/26 z dnia 5 września 2008 roku.
Biuro Maklerskie Alior Bank Spółka Akcyjna Al. Jerozolimskie 94, 00-807 Warszawa



**ALIOR
BANK**

Biuro Maklerskie