

**WYWIADY:** Dariusz Żuk (Akademickie Inkubatory Przedsiębiorczości) str. 8  
Wojciech Dołkowski (Polska Sieć Aniołów Biznesu) str. 10

# TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

ISSN: 1899-4202

WWW.GAZETATREND.PL

NUMER 7 (14) PAŹDZIERNIK 2009  
PUBLIKACJA BEZPŁATNA

**RAPORT:**

## **POLSKI BIZNES Z BARIERAMI**

str. 12

**POLSKA:**

**CATALYST KATALIZATOREM  
POLSKIEJ GOSPODARKI?**

str. 15

**INWESTYCJE:**

**SPRZEDAĆ, NIE SPRZEDAĆ?  
RZECZ O LOCK UP'IE**

str. 24





## Pierwszy blog maklerski Poblogujemy o inwestowaniu...

Inwestujesz? Zainwestuj trochę czasu w blog o ... inwestowaniu. Znani na rynku komentatorzy piszą nieoficjalnie, ale w pełni profesjonalnie m.in. o systemach transakcyjnych, psychologii inwestowania, rynkach surowców, meandrach analizy technicznej.

Wejdź na [blogi.bossa.pl](http://blogi.bossa.pl).

[blogi.BOSSA.PL](http://blogi.BOSSA.PL)



**DOM MAKLESKI**  
BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.

Centrala:

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

Oddziały:

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

DM BOŚ S.A. działa na podstawie zezwolenia KNF

## POLAK POTRAFI!

A jednak kokosy! Przed wakacjami zastanawiałem się, czy letnie miesiące będą sezonem ogórkowym, czy czasem na zbijanie kokosów. Okazało się, że kto nie przespał tego okresu na plaży, nie tylko zaoszczędził na kosztach wczasów, ale również miał wiele okazji, aby pomnożyć swoje środki. Wielu inwestorów będzie mogło dzięki temu zorganizować sobie zimową wyprawę w opcji all inclusive zamiast last minute...

Jesteśmy świeżo po ogłoszeniu laureatów nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii. W numerze przedstawiamy krótko obydwójce laureatów. Podkreślam, że obydwójce, bo po raz pierwszy nagroda ta została przyznana kobiecie, Elinor Ostrom. Co prawda, dzieli ją w połowie z Oliverem E. Williamsonem, ale to i tak spory przełom. Drogie Panie, teraz pora na Nobla przyznanego w całości jednej kobiecie!

W tym miesiącu wiodącym tematem numeru jest przedsiębiorczość. Postanowiliśmy sprawdzić jakie przeszkody muszą pokonać biznesmeni na drodze do sukcesu. Zachęcam też do lektury wywiadów z ekspertami, którzy mają ogromne doświadczenie w dziedzinie prowadzenia przedsiębiorstwa. Zwłaszcza początkującego. Porozmawialiśmy bowiem z Dariuszem Żukiem, prezesem fundacji Akademickie Inkubatory Przedsiębiorczości (AIP) oraz z Wojciechem Dołkowskim, prezesem Polskiej Sieci Aniołów Biznesu (PolBAN). Warto zapamiętać nazwy AIP i PolBAN. To właśnie z ich pomocą młodzi ludzie przekształcają swoje pomysły i marzenia w dobrze prosperujący biznes.

Zachęcam wszystkich studentów do spróbowania swoich sił do podjęcia wyzwania i zmierzenia się z rynkiem. W końcu nie tylko w Ameryce da się stworzyć międzynarodową korporację, zaczynając od spotkań kilku kolegów w przydomowym garażu. Wszyscy wiemy, że Polak potrafi!

PIOTR NIEWIADOMSKI  
REDAKTOR NACZELNY  
[PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL](mailto:PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL)



Najnowsze wydanie Trendu przeczytasz  
również w 20 kawiarniach CoffeeHeaven na terenie Warszawy.  
Szczegóły na [www.gazetatrend.pl](http://www.gazetatrend.pl)

# TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

WYDAWCA:

**MEDIA 5 GROUP**

AKADEMICKIE INKUBATORY PRZEDSIĘBIORCZOŚCI  
PRZY SZKOLE GŁÓWNEJ HANDLOWEJ

AKADEMICKIE INKUBATORY PRZEDSIĘBIORCZOŚCI  
UL. PIĘKNA 68 II P. 00-672 WARSZAWA  
TEL. KOM. 691 954 727  
[BIURO@GAZETATREND.PL](mailto:BIURO@GAZETATREND.PL)

REDAKTOR NACZELNY

PIOTR NIEWIADOMSKI  
[PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL](mailto:PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL)

ZASTĘPCY RED. NACZELNEGO

ANNA GRODECKA  
[ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL](mailto:ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL)  
DOROTA SIERAKOWSKA  
[DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL](mailto:DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL)  
JAKUB DOMAGALSKI  
[JAKUB.DOMAGALSKI@GAZETATREND.PL](mailto:JAKUB.DOMAGALSKI@GAZETATREND.PL)

WYWIAD INWESTORA

DOROTA SIERAKOWSKA  
[DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL](mailto:DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL)

WYDARZENIA

JAKUB DOMAGALSKI  
[JAKUB.DOMAGALSKI@GAZETATREND.PL](mailto:JAKUB.DOMAGALSKI@GAZETATREND.PL)  
MIKOLAJ ATANASOW  
[MIKOLAJ.ATANASOW@GAZETATREND.PL](mailto:MIKOLAJ.ATANASOW@GAZETATREND.PL)

INWESTYCJE

DOMINIK KRZYZIA  
[DOMINIK.KRZYZIA@GAZETATREND.PL](mailto:DOMINIK.KRZYZIA@GAZETATREND.PL)  
DOROTA SIERAKOWSKA  
[DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL](mailto:DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL)

EDUKACJA

BARTOSZ BONIECKI  
[BARTOSZ.BONIECKI@GAZETATREND.PL](mailto:BARTOSZ.BONIECKI@GAZETATREND.PL)  
PAWEŁ CYMCYK  
[PAWEŁ.CYMCYK@GAZETATREND.PL](mailto:PAWEŁ.CYMCYK@GAZETATREND.PL)

WIELCY INWESTORZY

ANNA GRODECKA  
[ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL](mailto:ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL)

INWESTOR PO GODZINACH

PIOTR NIEWIADOMSKI  
[PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL](mailto:PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL)

KOREKTA

ANNA GRODECKA  
[ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL](mailto:ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL)

REKLAMA

JAKUB DOMAGALSKI  
[REKLAMA@GAZETATREND.PL](mailto:REKLAMA@GAZETATREND.PL)  
TEL. 691 954 727

SKŁAD I GRAFIKA

MICHAŁ FRANKOWSKI  
GRAFRA STUDIO - [WWW.GRAFRA.COM](http://WWW.GRAFRA.COM)

REDAKCJA MIESIĘCZNIKA TREND ZASTRZEGA SOBIE PRAWO DO PRZEREDAGOWANIA I SKRACANIA NIEZAMÓWIONYCH TEKSTÓW. NIEZAMÓWIONY TEKST MOŻE NIE ZOSTAĆ OPUBLIKOWANY NA ŁAMACH TRENDU. REDAKCJA NIE PONOSI ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA TREŚĆ ZAMIESZCZONYCH REKLAM I OGŁOSZEŃ.

NAKŁAD

2000 EGZEMPLARZY

KOMUNIKATY O SPÓŁKACH OPRACOWANE NA PODSTAWIE DANYCH Z ESPi

ZDJĘCIA NA OKŁADCE POCHODZI Z SERWISU ISTOCKPHOTO

CHCESZ TREND W SWOJEJ UCZELNI LUB BIURZE? PROSIMY O KONTAKT POD ADRESEM [REDAKCJA@GAZETATREND.PL](mailto:REDAKCJA@GAZETATREND.PL)

PARTNERZY STRATEGICZNI

**BOŚ** | **DOM MAKLESKI**

Studenckie Koło Inwestorów  
**KLUB INWESTORA**



# TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

## WYDARZENIA

- 5 **Targi Lifestyle Expo w Warszawie przyciągnęły 3000 odwiedzających**
- 6 **FLASH EMITENT - Przegląd najważniejszych informacji o spółkach**  
- Jakub Domagalski  
**Koniec sporu wokół PZU**  
- Kamil Gemra  
**Cytaty miesiąca** - Mikołaj Atanasow

- 7 **REKOMENDACJE**  
**Cytaty miesiąca** - Mikołaj Atanasow

- 16 **Amerkańscy ekonomiści otrzymali Nobla** - Katarzyna Gruszka

## WYWIAD

- 8 **Wywiad z Dariuszem Żukiem**  
- prezesem Akademickich Inkubatorów Przedsiębiorczości - Dorota Sierakowska
- 10 **Wywiad z Wojciechem Dołkowski**  
- prezesem Polskiej Sieci Aniołów Biznesu (PolBAN) - Dorota Sierakowska

## RAPORT

- 12 **Polski biznes z barierami**  
- Artur Szczepkowski

## POLSKA

- 14 **Późna, wczesna prywatyzacja Giełdy**  
- Katarzyna Gruszka
- 15 **Catalyst - katalizatorem polskiej gospodarki?** - Paulina Kupis

## INWESTYCJE

- 21 **Co zrobić z gotówką zarobioną w wakacje?** - Paweł Cymcyk
- 22 **Pallad - Rosyjska specjalność**  
- Dorota Sierakowska
- 24 **Sprzedać, nie sprzedać? Oto jest pytanie. Rzecz o Lock up'ie**  
- Monika Lurie
- 26 **Transgraniczna fuzja spółek jako element rynku M&A** - Szymon Okoń
- 28 **Własna firma już za 200 zł miesięcznie**  
- Jakub Domagalski

## KOMENTARZE

- 29 **Trwa szarża byków na Wall Street**  
- Piotr Kuczyński

## EDUKACJA

- 30 **DCF - metoda, dzięki której możesz zarobić 62 miliardy dolarów**  
- Bartosz Boniecki

## WIELCY INWESTORZY

- 32 **John Pierpont Morgan - twórca inwestycyjnego imperium** - Anna Grodecka

## RECENZJE

- 33 **„Oscylatory” - Gratka dla techników**  
- Dorota Sierakowska  
**Słownik Inwestora** - Maria Kuśka

## INWESTOR PO GODZINACH

- 34 **Biegnij Inwestorze!**  
- Piotr Niewiadomski



## POLSKI BIZNES Z BARIERAMI str. 12



## PALLAD – ROSYJSKA SPECJALNOŚĆ str. 22



## SPRZEDAĆ, NIE SPRZEDAĆ? OTO JEST PYTANIE RZECZ O LOCK UP'IE str. 24



## TARGI LIFESTYLE EXPO W WARSZAWIE PRZYCIĄGNĘŁY 3000 ODWIEDZAJĄCYCH

Blisko 3000 przedsiębiorców i osób prywatnych zapoznało się z szeroką ofertą produktów z Hongkongu oraz Prowincji Guangdong prezentowaną na targach Lifestyle Expo w Warszawie. Targi odbyły się w dniach 21 – 23 września w Warszawskim Centrum Expo XXI. Swoje produkty zaprezentowali dostawcy elektroniki, artykułów reklamowych i upominków oraz sprzętu gospodarstwa domowego i zabawek.

Wśród odwiedzających targi 91 % stanowili polscy przedsiębiorcy, nie zabrakło jednak również gości z innych krajów m.in.: Litwy, Czech, Węgier, Słowacji, Łotwy, Rosji, Rumunii, Estonii i Mołdawii. Serwis kojarzący partnerów biznesowych prowadzony przez organizatora targów, Radę Rozwoju Handlu Hongkongu (HKTDC) zaaranżował 657 spotkań pomiędzy wystawcami a odwiedzającymi. Dużym powodzeniem cieszyły się również seminaria biznesowe organizowane podczas targów. Zainteresowani goście mieli możliwość pogłębienia swojej wiedzy dotyczącej budowania relacji handlowych z Azją oraz importu towarów z Hongkongu i Chin kontynentalnych. Bankiet zorganizowany w Pałacu Prymasowskim w poniedziałkowy wieczór zgromadził ponad 350 wystawców i przedsiębiorców, którzy mieli okazję w mniej oficjalnej atmosferze nawiązać bezpośrednie kontakty biznesowe.

Targi stworzyły wiele nowych możliwości



dla polskich przedsiębiorców i zaowocowały nawiązaniem nowych relacji handlowych. Niektórzy z odwiedzających już na miejscu złożyli zamówienia na produkty. Adam Sa-

golewski przedstawiciel firmy COO i K&A Bros w Warszawie stwierdził, że znalazł dokładnie taką ofertę, która zainteresuje jego klientów: „Mogłem zobaczyć dobrej jakości produkty, które są zgodne z nowymi trendami. Biorąc pod uwagę niskie ceny będziemy w stanie zaprojektować produkty cieszące się powodzeniem, szczególnie na polskim rynku”.

Dla niektórych wystawców z Hongkongu i Chin targi Lifestyle Expo były pierwszą okazją do spotkania z przedsiębiorcami z Europy Środkowo-Wschodniej. Jackie Cheung, Export Manager z firmy iTec for Ward z Hongkongu wspominał, że targi przewyższyły jego oczekiwania. „Polska jest bardzo atrakcyjnym rynkiem i najlepszym miejscem do dystrybucji produktów na pozostałe kraje europejskie w tym regionie. Zawarliśmy korzystne kontakty i jesteśmy przekonani, że możemy nawiązać biznesową współpracę z polskimi firmami. Powiem, że był to dla nas owocny czas.” ■





## FLASH EMITENT

## Przegląd najważniejszych informacji o spółkach

## TECHMEX

Bank DNB Nord złożył wniosek o upadłość firmy TECHMEX w Sądzie Rejonowym w Bielsku-Białej. Jak podano w komunikacie, Zarząd Spółki jest w trakcie przygotowywania wniosku o upadłość z opcją układową. Zarząd Spółki poinformował również, że trwają negocjacje z kilkoma bankami, w tym również z przedstawicielami Banku DnB NOR. Intencją Zarządu Spółki jest porozumienie pozasądowe, co może skutkować wycofaniem wniosków o upadłość.

## PKOBP

6 października był dniem przyznawania praw poboru dla akcjonariuszy PKO BP SA. Ostateczna liczba oferowanych akcji serii D wynosi 250.000.000. 4 prawa poboru przypadają na jedną nową akcję spółki. Cena emisji nowej akcji to 20,50 zł. Od 7 do 15 października br. w wolnym obrocie giełdowym znajdują się prawa poboru banku. W okresie tym inwestorzy będą mogli złożyć zlecenie kupna/sprzedaży praw poboru. Zarząd spółki zakłada przy założeniu, że wszystkie akcje oferowane zostaną objęte, szacunkową wartość wpływów z emisji na poziomie 4,9 mld zł po uwzględnieniu kosztów IPO.

## PZU

Debiut PZU odbędzie się najwcześniej siedem miesięcy od momentu podjęcia uchwały przez NWZA. Planujemy zwołać walne zgromadzenie akcjonariuszy na początku grudnia - powiedział prezes Andrzej Klesyk. W imieniu spółki, prezes poinformował, że Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy podejmie decyzję w sprawie oferty publicznej IPO na początku grudnia 2009 r. Debiut na warszawskiej GPW odbędzie się prawdopodobnie w czerwcu 2010 r.

## AGORA

Zarząd poinformował 9 października, że BZ WBK AIB Asset Management S.A. zwiększył swoje zaangażowanie w ogólnej liczbie głosów na Walnym Zgromadzeniu spółki Agora SA do 25,01%.

## MISPOL

Do dymisji podał się prezes zarządu Mispol SA – Marek Piątkowski z dniem 8 października. Przyczyny rezygnacji dotychczasowego prezesa nie są oficjalnie znane. Jednocześnie rada nadzorcza spółki powołała na to stanowisko Mirosławę Achinger.



## KONIEC SPORU WOKÓŁ PZU

KAMIL GEMRA  
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Prowadzone przez kilka ostatnich lat negocjacje z Eureko na temat rozwiązania sporu, jaki powstał wokół prywatyzacji PZU, zakończyły się sukcesem. Warto jednak pamiętać, że porozumienie i ugoda nie byłaby prawdopodobnie możliwa, gdyby nie dotkliwie starty Eureko w związku ze światowym kryzysem finansowym.

Eureko, walcząc o utrzymanie swojej pozycji na europejskim rynku finansowym, musiało uwolnić płynne środki finansowe. W związku z tym sprawa obecności na rynku ubezpieczeniowym w Polsce zesłała na dalszy plan. Nie bez znaczenia była również determinacja rządu w znalezieniu kompromisu. Wreszcie dokładnie 2 października zawarto porozumienie. Celem strategicznym rządu było odzyskanie kontroli nad PZU, wyjście z akcjonariatu Eureko, zakończenie arbitrażu i, co chyba najważniejsze, uniknięcie odszkodowania w szacowanej wysokości 35 mld zł.

Koszty porozumienia szacuje się na 4,770 mld zł. Kwota ta składa się z dwóch części. Eu-

reko do końca roku otrzyma 3,55 mld zł. Jest to część dywidendy przynależnej Skarbowi Państwa, którą wypłaci PZU. Wypłata gigantycznej dywidendy z PZU w wysokości ponad 12 mld zł według zapewnień obu stron ma się odbyć w taki sposób, aby nie zachwiać notowaniami z tego. Pozostałe 1,22 mld zł będzie pochodzić ze sprzedaży 4,9 proc. akcji w ofercie publicznej. Akcje te zostały wniesione do Spółki Specjalnego Przeznaczenia, która została założona do przeprowadzenia całej operacji. Eureko do tej spółki wniosło 10% akcji, a kolejne 10% sprzeda w ofercie publicznej. W umowie jest zapis, iż IPO PZU musi nastąpić do 2011 roku.

Kwota 4,770 mld zł wydaje się być wysoką, jednak w porównaniu do żądanego odszkodowania w wysokości 35 mld nie jest już ona taka porażająca. Warto zwrócić uwagę, iż tak na prawdę Skarb Państwa kupił sobie to porozumienie pieniędzmi PZU, a więc nie będzie ono obciążało budżetu. Zakończenie międzynarodowego arbitrażu sprzyja również poprawie wizerunku naszego kraju, co jest nie do przecenienia. Sama oferta publiczna PZU może być przełomowym momentem dla naszego parkietu. Zdecydowanie wzmocni ona rodzimy rynek kapitałowy. ■

## OSTATNIE REKOMENDACJE

Wyceniana firma	Data sporządzenia wyceny	Firma rekomendująca	Rekomendacja	Cena docelowa	Cena 1 akcji w dniu 9 października
MIESZKO S.A.	01-10-2009	BM BGŻ S.A.	Kupuj	3,02 zł	2,59 zł
LOTOS S.A.	23-09-2009	J.P. Morgan	niedoważaj	24,80 zł	24,48 zł
PKN ORLEN S.A.	23-09-2009	J.P. Morgan	niedoważaj	15,80 zł	29,80 zł
TP S.A.	22-09-2009	Morgan Stanley	przeważaj	24 zł	16,15 zł
Asseco Poland S.A.	22-09-2009	Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG	trzymaj	64,70	62,20 zł
PKO BP S.A.	21-09-2009	Citigroup	kupuj	38,10	31,99 zł
PKN ORLEN S.A.	21-09-2009	Morgan Stanley	niedoważaj	23,00	29,80 zł
Kredyt Bank S.A.	21-09-2009	Citigroup	sprzedaj	9,60	11,52 zł
KGHM S.A.	21-09-2009	ING Wholesale Banking	kupuj	110,00	89,40 zł
BZWBK S.A.	21-09-2009	Citigroup	sprzedaj	135,60	153,80 zł
BRE S.A.	21-09-2009	Citigroup	sprzedaj	191,90	262,50 zł
PEKAO S.A.	21-09-2009	Citigroup	trzymaj	151,50	157,00 zł
Millenium S.A.	21-09-2009	Citigroup	sprzedaj	2,76	4,79 zł
ING Bank Śląski S.A.	21-09-2009	Citigroup	sprzedaj	505 zł	626,00 zł
Nowa Gala S.A.	18-09-2009	Millennium DM SA	neutralnie	3,50	3,64 zł
Agora S.A.	18-09-2009	Zentralbank Osterreich AG	redukuj	20,80	22,00 zł
Action S.A.	18-09-2009	DI BRE Banku	kupuj	14,59	12,95 zł
CCC S.A.	17-09-2009	Beskidzki Dom Maklerski	redukuj	41,60	45,55 zł
Elbudowa S.A.	17-09-2009	Millennium DM	redukuj	154,70	181,80 zł
Warimpex S.A.	17-09-2009	Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG	trzymaj	3,00	10,99 zł
Farmacol S.A.	16-09-2009	Erste Bank	akumuluj	45,00	42,90 zł
CEDC S.A.	15-09-2009	DM IDM SA	trzymaj	80,10	94,90 zł
Comarch S.A.	15-09-2009	Erste Bank	trzymaj	69,90	69,20 zł
Bank Handlowy S.A.	14-09-2009	UBS Investment Research	neutralnie	66,00	61,70 zł
BOMI S.A.	14-09-2009	DM IDM SA	kupuj	18,50	14,21 zł
Amrest S.A.	14-09-2009	Beskidzki Dom Maklerski	akumuluj	81,40	71,10 zł
Bioton	11-09-2009	KBC Securities	sprzedaj	0,15	0,26 zł

Źródło: miesięcznik TREND, Gazeta.pl, GPW

## CYTATY MIESIĄCA



WYBÓR CYTATÓW:  
MIKOŁAJ ATANASOW  
MIKOŁAJ.ATANASOW@GAZETATREND.PL

„Przylączenie się do strefy euro musi być celem strategicznym dla polskiej gospodarki. Prezes Europejskiego Banku Centralnego powiedział mi, że ta niezwykła odporność gospodarki polskiej w kryzysie zaskoczyła wielu naszych partnerów. To rozwiało wątpliwości związane ze spełnieniem kryteriów z Maastricht. Mamy zamiar spełnić te kryteria i będziemy to robić.”

- Jacek Rostowski, minister finansów

„Sama jestem pełna podziwu dla Polski, kiedy porównuję ją z innymi krajami regionu. W dodatku doszło do znaczącej poprawy wyników w kilku dziedzinach. Polska najlepiej z nowych krajów potrafiła wykorzystać swoje członkostwo w UE.”

- Jennifer Blanke, autorka raportu o konkurencyjności na świecie

„Ten kryzys nie tylko czyni nas wolnymi, pozwalając wyobrazić sobie inne modele, inną przyszłość, inny świat. On nas zobowiązuje, by to zrobić.”

- Nicolas Sarkozy, prezydent Francji

„Poziom debaty o finansach publicznych w Polsce nie jest niski, on jest dramatycznie żenująco niski.”

- Krzysztof Rybiński, były wiceprezes NBP, profesor SGH, partner w firmie doradczej Ernst & Young

„Polska jest znana z wielu rzeczy. Katolicyzm ma tu silną pozycję, macie znaną żywność i sporo znanych postaci, wydarzeń w swojej historii.”

- Philip Kotler, ekonomista, autor najpopularniejszej książki z dziedziny marketingu „Marketing Management”, o Polsce

„Ja miałem w ogóle pełne przygód życie, to też pewna przygoda, natomiast bardzo bezpieczna. Nie spodziewałem się, że tu będę, że wcisnę kiedyś ten dzwonek.”

- Lech Kaczyński po otwarciu sesji nowojorskiej giełdy







## MARZENIA + PRACA - ROZSĄDEK: OTO PRZEPIS NA SUKCES

Wywiad z Dariuszem Żukiem, prezesem Akademickich Inkubatorów Przedsiębiorczości.

DOROTA SIERAKOWSKA  
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

**Dorota Sierakowska: Jak narodził się pomysł powstania Akademickich Inkubatorów Przedsiębiorczości?**

**Dariusz Żuk:** AIP można określić jako naturalną kontynuację utworzonego przeze mnie i moich kolegów Studenckiego Forum BCC. Dążyliśmy do promocji przedsiębiorczości i takich zmian w prawie polskim, by ułatwić młodym ludziom tworzenie własnych firm. Jednakże przeforsowanie tych

zmian wśród decydentów okazało się trudniejsze niż przypuszczaliśmy. Stąd pojawił się pomysł stworzenia inkubatorów przedsiębiorczości, w których każdy mógłby rozpocząć praktycznie każdy biznes. Idea została wcielona w życie w 2004 r., kiedy to oficjalnie została powołana fundacja Akademickie Inkubatory Przedsiębiorczości.

**DS: Jak wiele innowacyjnych firm jest w strukturach AIP? Czy młodzi przedsiębiorcy stawiają w większym stopniu na konwencjonalne metody biznesu (np. handel), czy też w większości realizują**

**śmiałe i nowatorskie pomysły?**

**DŻ:** W chwili obecnej w AIP jest ponad 900 firm. Najciekawsze jest to, że młodzi przedsiębiorcy często bardzo umiejętnie łączą praktyczność z innowacyjnością, a tworzone przez nich firmy są przeróżne. Zaczynając od informatycznych, przez portale internetowe po sklep oferujący ubranka dla psów. Niemniej najbardziej popularną dziedziną jest IT i działalność usługowa. Ponadto powstaje wiele agencji marketingowych, artystycznych i eventowych.

**DS: Jaki odsetek firm decyduje się na wyjście z AIP i kontynuowanie działalności?**

**DŻ:** W ciągu 5 lat funkcjonowania AIP spod naszych skrzydeł wyszło ok. 2.000 firm, które cały czas utrzymują się na rynku. Przykładem niech będzie firma Pixnet, która podpisała umowę o współpracy z Agorą, czy Moka Design, odnosząca sukcesy w konkursach międzynarodowych. Z kolei firma beds.pl jest wiodącym sklepem internetowym, a Space Technologies uczestniczyło w międzynarodowym projekcie zbudowania i wysłania satelity w kosmos.

**DS: Jak wiele firm skupionych w AIP kończy działalność jeszcze przed wyjściem z inkubatora lub tuż po wyjściu? Jakie są najczęstsze przyczyny niepowodzeń młodych przedsiębiorców?**

**DŻ:** Raczej nie zdarza się, by działalność firmy została zakończona jeszcze w fazie embrionalnej. Są jednak sytuacje, gdy przedsiębiorstwo z dużym potencjałem upada na skutek braku odpowiedniego zaplecza wiedzy. Młodzi przedsiębiorcy, niejednokrotnie stając twarzą w twarz z koniecznością samodzielnego prowadzenia firmy, gubią się w prowadzeniu księgowości, spisaniu umów, czy wyszukiwaniu profesjonalnych szkoleń. Nie ma w tym nic dziwnego, bo do tej pory wszystkie te sprawy załatwiał za nich Inkubator. Mimo wszystko firmy działające w Inkubatorach decydują się wyjść na rynek, bo motywuje je do tego odniesiony sukces.

**DS: Jest Pan także członkiem Rady Programowej programu Polska Przedsiębiorcza. Czy przedsiębiorczość jest faktycznie cechą narodową Polaków?**

**DŻ:** Zdecydowanie tak! Polacy są narodem przedsiębiorczym, choć częściej cecha ta ujawnia się poza granicami Polski. Nowopowstałe firmy brytyjskie stworzone zostały w większości przez Polaków. Badania Eurobarometru potwierdzają, że blisko 50% Polaków poniżej 25 roku życia chce założyć własną firmę. Według Indeksu Przedsiębiorczości prawie 60 proc. studentów myśli o założeniu firmy. Niestety w dużej mierze pomysły te nie zostają zrealizowane. Polska biurokracja i obawa przed porażką działają odstraszająco.

**DS: Czy Polska jest krajem przyjaznym młodym przedsiębiorcom?**

**DŻ:** Nie, zdecydowanie nie. Polskie prawo jest spisane w taki sposób, że znacząco utrudnia otwarcie, a następnie kontynuowanie własnej działalności. Jednym z celów AIP jest lobbowanie na rzecz ułatwień w prowadzeniu biznesu oraz rozwijaniu własnych pasji. Między innymi dlatego stworzyliśmy strategię Droga do Polski Przedsiębiorczej, w której punkt po punkcie opisujemy co chcemy zmienić, a co ulepszyć.

**DS: Z jakimi znaczącymi przeszkodami musi się zmierzyć młoda osoba chcąca rozpocząć działalność gospodarczą?**

**DŻ:** Na pierwszym planie należy wymienić niekończącą się ilość formalności do wypełnienia, by móc zacząć w pełni działać. Do tego dochodzą jeszcze nieprecyzyjne i trudne w interpretacji zapisy prawne, wysokie koszty prowadzenia własnej działalności i utrzymania pracowników, czy ciągnące się w nieskończoność



procesy legislacyjne nowelizacji wadliwych przepisów.

**DS: Jak wynika z Pana doświadczenia: czy większym problemem na starcie jest zazwyczaj brak dobrego pomysłu, czy też brak dostatecznego finansowania?**

**DŻ:** Zdecydowanie stwierdzam, że brak funduszy jest najczęstszą przyczyną porzucenia dobrego pomysłu. Jak wykazują wspomniane przeze mnie badania, polska kreatywność jest bardzo wysoka, w przeciwieństwie do jej realizacji. Dlatego AIP stara się w maksymalnym stopniu odciążyć młodych przedsiębiorców. Za formalności związane z założeniem firmy, jej rejestracją, a także dalszego funkcjonowania pobierana jest kwota jedynie 200 zł miesięcznie. Dzięki temu przedsiębiorstwo ma zapewniony lokal wyposażony w niezbędne do pracy urządzenia, pracownicy – szkolenia, prowadzona jest księgowość. Do tego może korzystać z porad prawnych, a firma może liczyć na promocję.

**DS: W jakim stopniu młodzi przedsiębiorcy mogą korzystać z funduszy Unii Europejskiej?**

**DŻ:** W ramach Fundacji prowadzonych jest kilkanaście projektów unijnych, których głównym celem jest umożliwienie młodym ludziom założenie własnej firmy oraz zwiększenie świadomości z zakresu prowadzenia działalności gospodarczej. W ramach projektów realizowana jest Szkoła Milionerów, której celem jest wsparcie w tworzeniu firm na skalę Skype'a...

**DS: Jaki jest według Pana przepis na dobry biznes?**

Marzenia + praca - rozsądek. Oto przepis na sukces. ■

AIP to największa sieć akademickich inkubatorów przedsiębiorczości w Europie, świadczących usługi proinnowacyjne. AIP realizuje projekty społeczne i biznesowe na skalę ogólnopolską i regionalną, gromadzi najwybitniejszych ekspertów młodej przedsiębiorczości oraz rozwija Innowacyjną Gospodarkę w Polsce, by wprowadzać młodych Polaków na przedsiębiorcze tory. Misją AIP jest budowanie sprzyjającego klimatu dla rozwoju przedsiębiorczości wśród młodych ludzi. Jesteśmy przekonani, że każdy pomysł na biznes można zrealizować. Ponad 2500 młodych firm przetestowało swoje pomysły na biznes. Aktualnie w 32 AIP w całym kraju działa ponad 900 firm. AIP funkcjonują w oparciu o procedury systemu zarządzania jakością PN-EN ISO 9001:2001, są wpisane do Krajowego Systemu Usług oraz Krajowej Sieci Innowacji.





## NAJWAŻNIEJSZA JEST KONSEKWENCJA W DZIAŁANIU

Wywiad z Wojciechem Dołkowskim, prezesem  
Polskiej Sieci Aniołów Biznesu (PolBAN)

DOROTA SIERAKOWSKA  
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

**Dorota Sierakowska: Ilu jest w Polsce aniołów biznesu?**

**Wojciech Dołkowski:** Ciężko przytoczyć tu konkretne liczby, ponieważ rynek

który dopiero chce zainwestować, bo ma odpowiednie środki. Tych, którzy już zainwestowali, jest około 150 osób. Natomiast kolejne 300-400 osób aspiruje do tego typu inwestowania.

**DS: A czy są to głównie osoby zrzeszone w PolBANie?**

**WD:** Większość inwestorów działa indywidualnie. Są jednak także inwestorzy seryjni, którzy chcą budować sieć kontaktów i się zrzeszać. W ten sposób mogą podzielić się doświadczeniami z innymi inwestorami.

**DS: A czy aniołowie biznesu najczęściej wybierają przedsięwzięcia w branżach, na których się znają, czy też wolą nieznaną im rejon?**

**WD:** Nie ma tu reguły. Są natomiast dwa przeciwległe bieguny: albo inwestor wybiera branżę, na której się bardzo dobrze zna, ma w niej doświadczenia – albo wręcz przeciwnie: wybiera branżę, o której nie wie prawie nic, ale czuje, że „to jest to” (często są to przypadki związane z Internetem czy też branżą biotechnologiczną). Dużo więcej jest jednak tych, którzy są blisko jakiejś branży, nie licząc tylko na intuicję.

**DS: W jakim stopniu liczy się innowacyjność pomysłu? Przeglądając transakcje, do których już doszło w ramach PolBAN-u, łatwo zauważyć, że większość z nich dotyczy branży informatycznej.**

**WD:** Innowacyjność na tym rynku polega na możliwości przekształcenia z danego biznesu w coś większego. Na pewno nie nadają się do tego typowe biznesy usługowe (np. prowadzenie restauracji), bo nie mają one możliwości skalowania. Takie spółki mają ograniczone możliwości rozwoju. Większą szansę mają projekty, związane np. z usługami dla biznesu, sieciowe.

**DS: Jakie najciekawsze transakcje udało się przeprowadzić w ramach sieci aniołów biznesu?**

**WD:** Ciekawe są transakcje zawierane między osobami z różnych państw, ponieważ bardzo często między przedsiębiorcą a inwestorem występują bariery kulturowe, które potrafią wywołać napiętą sytuację. Ciekawa była także transakcja, w której anioł biznesu chciał zainwestować w firmę internetową, podczas gdy sam nie miał bladego pojęcia o tym, kim są potencjalni odbiorcy. Transakcja się jednak udała, a inwestor już po fakcie uczył się, o co w biznesie internetowym chodzi. Zdarzają się też inwestorzy, którzy poprzez bycie aniołem biznesu, szukają pracy dla swoich

ten nie jest zmierzony. Nie ma oficjalnych statystyk ani instytucji, które prowadziłyby jakieś badania na ten temat. Szacuje się, że w Polsce jest kilkuset aniołów biznesu. Dużo jednak zależy od definicji takiego inwestora: czy jest to człowiek, który miał już doświadczenia w tym zakresie, czy też taki,

dzieci – oprócz tego, że inwestują w daną firmę, chcą, aby firma ta wzięła ich dziecko na pracownika.

**DS: Czyba dość często zdarza się, że między aniołem biznesu a przedsiębiorcą wytwarza się duża więź, a inwestor pełni rolę doradcą?**

**WD:** Tak, i to znacząca. Rola doradcy jest bardzo często ważniejsza niż zainwestowane pieniądze. Czasem warto mieć takiego inwestora nawet z niską korzyścią finansową, bo to uwiarygodnia biznes.

**DS: Na co aniołowie biznesu zwracają szczególną uwagę, poszukując ciekawego przedsięwzięcia?**

**WD:** Najczęściej na swoją intuicję. Jeśli nie ma „chemii” między przedsiębiorcą a aniołem biznesu, to nie pomaga nawet pięknie sporządzony biznes plan i szczegółowe wyliczenia. To są rzeczy, które oczywiście muszą być sporządzone wiarygodnie i skrupulatnie, ale nie przesądzają o ostatecznym powodzeniu transakcji.

**DS: Jakie więc znaczenie dla powodzenia transakcji ma dobry pomysł i biznes plan, a jakie charakter i zorganizowanie przedsiębiorcy, który ten pomysł przedstawia?**

**WD:** To się zmienia wraz z dojrzałością firmy. Na początku działania danego przedsiębiorstwa udział ludzi ma znaczenie kluczowe, nawet ważniejsze niż sam pomysł. Lepiej bowiem zainwestować w dobrych ludzi ze złym pomysłem niż na odwrót. Natomiast później, gdy firma jest

**Liczy się ciekawy pomysł, dobry zespół,  
przygotowane dokumenty i propozycja inwestycyjna  
– przy czym pomysł ma tu najmniejsze znaczenie.**

dojrzała i mniej ryzyk się wiąże z jej prowadzeniem, to czynnik ludzki odchodzi na dalszy plan.

**DS: Czy są jakieś cechy, które z marszu dyskwalifikują przedsiębiorcę?**

**WD:** Tak. Jeśli ktoś np. prowadzi dwie czy trzy inne firmy jednocześnie, to prawdopodobnie nie będzie miał wystarczająco dużo czasu na dane przedsięwzięcie. Są też tacy, którzy wprawdzie jeszcze nie zaczęli prowadzić biznesu, ale jak z kapelusza wyciągają sześć pomysłów jednocześnie, licząc na to, że któryś z nich zostanie zrealizowany.

**DS: Jaka część pomysłów spośród zgłoszonych do PolBAN-u zostaje zreali-**

**zowana?**

**WD:** Zapewne nie więcej niż jeden procent. Oczywiście biorę tu pod uwagę wszelkie zgłoszenia, nawet te najgorszej jakości, np. e-maile z krótkim opisem potencjalnego przedsięwzięcia. Około 30% zgłoszeń jest warte zainteresowania, około 10% analizuje się dogłębnie, a zaledwie jeden procent przypadków kończy się spotkaniem anioła biznesu z przedsiębiorcą. Zresztą, warto zaznaczyć, że nie jest to sposób finansowania dla każdego. Anioł biznesu chce na końcu wyciągnąć z firmy kilka razy więcej pieniędzy niż w tę firmę włożył. Tego typu mnożnik pieniężny jest trudny do uzyskania.

**DS: Po ilu latach anioł biznesu wycofuje się z przedsięwzięcia?**

**WD:** Nie ma tutaj sztywnych reguł. Nie jest to krócej niż rok i nie jest to dłużej niż 7 lat. Najczęściej anioł biznesu wycofuje się po około 2-4 latach.

**DS: Na jakim etapie rozwoju jest polski rynek aniołów biznesu?**

**WD:** Jesteśmy dopiero na początku drogi. Czasem nawet trzeba tłumaczyć osobom związanym z tym rynkiem różnicę pomiędzy inwestycją udziałową a pożyczką. Pod względem edukacji jest w Polsce dużo do zrobienia.

**DS: Które kraje są najbardziej rozwinięte pod tym względem?**

**WD:** Nie ma tu niespodzianek – są to: Stany Zjednoczone, Wielka Brytania, Francja, Niemcy, Włochy, także Hiszpania.

Stany Zjednoczone zdecydowanie wiodą prym na tym rynku.

**DS: Jaki jest stopień umiędzynarodowienia tego rynku? Czy polskimi przedsięwzięciami są zainteresowani zagraniczni inwestorzy?**

**WD:** Coraz częściej się to zdarza, ale póki co rynek ten jest w niewielkim stopniu umiędzynarodowiony. Jednak wbrew pozorom, ciekawych pomysłów w Polsce nie jest aż tak dużo, a to, czego oczekują

inwestorzy, jest na dużo wyższym poziomie niż to, co oferują przedsiębiorcy.

**DS: A czy wielu przedsiębiorców zgłasza się do PolBAN-u?**

**WD:** Bardzo wielu – często jest to kilkadziesiąt zgłoszeń w ciągu tygodnia. Czasem ledwo nadążamy z ich przeglądaniem. Pomysł musi się wyróżniać, żeby miał szanse powodzenia.

**DS: Załóżmy, że dojdzie już do spotkania inwestora z przedsiębiorcą. Jakie są największe trudności przy negocjacjach? Czy zazwyczaj najtrudniejsza jest wycena, zadowalająca dla obu stron?**

**WD:** Wycena jest ogólnie bardzo trudna i stwarza duże pole do manewru. Zazwyczaj stosuje się tu w pewnym stopniu metodę porównawczą – wyszukuje się podobne projekty, które stają się bazą do sporządzenia wyceny. Na tym rynku nie jest ich wiele, ale zawsze można coś znaleźć. Oczywiście często pojawia się przepaść pomiędzy ceną, którą żąda przedsiębiorca, a ceną, którą jest w stanie zaoferować anioł biznesu. Często na tym polu nie dochodzi do kompromisu i strony ostatecznie nie zawierają transakcji. Czasem problem wynika z chęci utrzymania przez przedsiębiorcę kontroli nad firmą.

**DS: Czy aniołowie biznesu często dążą do przejęcia kontroli nad wspieraną przez nich firmą czy też wolą zadowolili się udziałem mniejszościowym?**

**WD:** To zależy od etapu rozwoju firmy i od samych przedsiębiorców. Jeśli firmą zarządza zespół, który zna się na rzeczy i przedsiębiorstwo ma dzięki temu jasne perspektywy wzrostu, to inwestor nie dąży do przejęcia kontroli, woli mieć mniejszościowy udział. Natomiast jeśli takiego zespołu nie ma, a przedsiębiorca nie jest w stanie sam prowadzić firmy, to inwestor chce mieć większy udział. Wiedza i kompetencje zespołu wpływają na podział udziałów w firmie.

**DS: Czyli bardziej ceni się zespół osób, nie zaś pojedynczego przedsiębiorcę?**

**WD:** Tak, zdecydowanie. Projekty przygotowywane przez pojedynczych przedsiębiorców rzadko są poważnie traktowane. Liczy się ciekawy pomysł, dobry zespół, przygotowane dokumenty i propozycja

**Zaledwie jeden procent zgłoszeń  
kończy się spotkaniem  
anioła biznesu z przedsiębiorcą.**



inwestycyjna – przy czym pomysł ma tu najmniejsze znaczenie.

**DS: A czy aniołowie biznesu najczęściej czuwają tylko nad jednym biznesem, czy angażują się w kilka?**

**WD:** Powinni angażować się w 4-5 biznesów. Jeśli ktoś chce być profesjonalnym aniołem biznesu, to powinien poświęcić na to dużo czasu. Jest to zajęcie na pełny etat – chociaż nie może być ono w żadnym wypadku jedynym źródłem utrzymania.

**DS: Czy można w jakiś sposób scharakteryzować przeciętnego polskiego anioła biznesu? Czy istnieje grupa społeczna, która się w szczególnym stopniu angażuje w taką działalność?**

**WD:** Najbardziej wartościowi są doświadczeni biznesmeni, którzy przeszli długą drogę w biznesie, mają wyobraźnię, patrzą na przedsięwzięcia strategicznie. Najczęściej są to osoby w wieku 45-55 lat, które mają określone zasoby finansowe.

**DS: Na koniec poproszę o jakieś rady dla młodych przedsiębiorców, którzy chcą pozyskać finansowanie w ten właśnie sposób.**

**WD:** Bardzo ważna jest konsekwencja w dążeniu do celu i sto procent zaangażowania w dany projekt. Trzeba poświęcić parę miesięcy na próbę realizacji danego projektu – jeśli się nie uda, to przynajmniej można mieć świadomość, że zrobiło się wszystko, aby przedsięwzięcie doszło do skutku. Taka konsekwencja w działaniu jest cechą, której często brakuje polskim przedsiębiorcom. Drugim problemem są wybujałe aspiracje: przedsiębiorcy wolą w ogóle nie wystartować z przedsięwzięciem niż zaakceptować gorszą wycenę. Tymczasem nie można liczyć na to, że oferując niewiele na starcie, wyciągnie się po roku z biznesu grube miliony. ■

**Anioł Biznesu** (ang. Business Angel, Angel Investor) to osoba prywatna, która inwestuje swój kapitał w przedsięwzięcia w początkowej fazie rozwoju, w zamian nabywając udziały w powstających firmach. Anioł Biznesu liczy na dynamiczny rozwój przedsiębiorstwa i - co za tym idzie - szybki wzrost wartości posiadanych udziałów.

**Polska Sieć Aniołów Biznesu PolBAN** jest niezależną instytucją zrzeszającą polskich Aniołów Biznesu, należącą do europejskiej sieci EBAN (European Business Angels Network). PolBAN zajmuje się także edukacją i promocją tej formy inwestowania.



## POLSKI BIZNES Z BARIERAMI

ARTUR SZCZEPKOWSKI  
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Polscy przedsiębiorcy praktycznie na każdym etapie rozwoju działalności gospodarczej napotykać na przeszkody. Są to w dużej mierze instytucjonalne ograniczenia będące następstwem niedoskonałego prawa bądź nieudolności państwowych urzędników. Ich wyeliminowanie z pewnością wpłynęłoby pozytywnie na gospodarkę, co jest szczególnie ważne w okresie spowolnienia gospodarczego.

Wysokie koszty związane z prowadzeniem działalności gospodarczej, niejasne przepisy gospodarcze i podatkowe oraz problemy na linii urzędnik - przedsiębiorca są jednymi z najbardziej uciążliwych barier rozwoju biznesu w Polsce. Mimo, że są one powszechnie poruszane w raportach dotyczących przedsiębiorczości, politycy niewiele robią, by poprawić niekorzystną sytuację. Jest to o tyle dziwne, że część z najpoważniejszych barier jest stosunkowo prosta do usunięcia.

Międzynarodowe instytucje często zwracają nam uwagę na utrudnione procedury rejestracji firm. Jest ona zbyt czasochłonna, wymaga wypełniania zbyt dużej liczby formularzy oraz najczęściej wiąże się z koniecznością odwiedzenia kilku urzędów. Stan ten miało poprawić wprowadzone w bieżącym roku tzw. „jedno okienko”. Dotychczas przedsiębiorca, który chciał założyć własną firmę, zgłaszał to w urzędzie gminy, miasta lub w Krajowym Rejestrze Sądowym. Drugim krokiem była wizyta w Głównym Urzędzie Statystycznym w celu uzyskania numeru REGON. Kolejnym etapem było określenie formy rozliczania się w Urzędzie Skarbowym. Ostatecznie przedsiębiorca udawał się do Zakładu Ubezpieczeń Społecznych i składał odpowiednie dokumenty zgłoszeniowe płatnika składek. Od kwietnia bieżącego roku wystarczy jedynie wizyta w urzędzie gminy lub miasta, gdzie należy złożyć formularz EDG-1. Resztę formalności załatwiają urzędnicy. Rozwiązanie to w teorii nie wygląda najgorzej, w praktyce zaś okazuje się, że nierzadko proces zakładania nowej firmy trwa dłużej niż to miało miejsce przed reformą.

Hamulcowymi w przypadku „jednego okienka” są nie tyle urzędnicy, co niedoskonałe przepisy. Okazuje się bowiem, że złożone przez przedsiębiorcę dokumenty są dalej rozsyłane pocztą tradycyjną, co znacząco wydłuża proces rejestracji i wydania niezbędnych dokumentów. Warto podkreślić, że sama jedna wizyta jest mitem. Często przedsiębiorca musi jeszcze udać się do Urzędu Skarbowego (zmiana formy opodatkowania) oraz Zakładu Ubezpieczeń Społecznych (konieczność złożenia kilku deklaracji). Całą procedurę z pewnością przyspieszyłby elektroniczny obieg dokumentów w urzędach. Na to jednak trzeba jeszcze trochę w Polsce poczekać.

Właściciele firm często narzekają na niejasne i skomplikowane przepisy podatkowe. Ogromna ilość danin płaconych państwu absorbuje zbyt dużo czasu, hamując tym samym rozwój przedsiębiorczości. Efektem jest status Polski jako kraju o jednym z najmniej przyjaznych systemów podatkowych na świecie, podobnie jak np. Kolumbia. Niestety, nie zanoszą się na to, by w najbliższym czasie politycy chcieli coś zmienić w tej kwestii. Wręcz przeciwnie, możliwe że już niedługo pracodawcy będą musieli rozliczać podatki za swoich pracowników. Nawet jeśli nie będzie to zbyt kosztowne, to jest to kolejne obciążenie administracyjne absorbujące czas. Ponadto przedsiębiorcy będą narażeni na kolejne kontrole podatkowe, sprawdzające poprawność rozliczania pracowników.

Barierą dla rozwoju przedsiębiorstw są także skomplikowane przepisy budowlane. Firmy muszą się liczyć z tym, że od pomysłu do jego realizacji, np. wybudowania nowego magazynu, minie bardzo dużo czasu. Same formalności mogą się ciągnąć miesiącami. Na odpowiednie decyzje nie mają bowiem wpływu jedynie twarde przepisy, ale i urzędnicy, którzy mają stosunkowo dużą dowolność w ich podejmowaniu. Tym samym nawet urzędnicy przyjaźnie nastawieni do przedsiębiorców będą wydłużać cały proces tylko dlatego, by nie być oskarżonym, np. o korupcję. Zaznaczyć także trzeba, że i koszty ubiegania się o pozwolenia budowlane są znacząco wyższe w Polsce niż w innych krajach.

Rozwój przedsiębiorstw byłby w Polsce znacznie szybszy, gdyby regulacje dotyczące zwalniania i zatrudniania pracowników były bardziej liberalne. Aktualnie prawo nie jest elastyczne. Przedsiębiorcy boją się zatrudniać nowych pracowników w obawie przed komplikacjami przy ich zwalnianiu. Tym samym trudno jest dostosować się do aktualnej sytuacji na rynku. Nawet jeśli



krajowa gospodarka jest w fazie spowolnienia gospodarczego, to firmy ciągle realizują zamówienia. Nierzadko pojawiają się jednorazowe kontrakty dzięki którym przedsiębiorstwa mogłyby tymczasowo zwiększyć zatrudnienie. Proces ten jest jednak w Polsce zbyt czasochłonny. Ponadto udręką dla dużych przedsiębiorstw są związki zawodowe. Ich znacząca pozycja ogranicza możliwości szybkiej reakcji na zmieniającą się sytuację rynkową. Może to prowadzić do strat, a nawet upadłości przedsiębiorstw. Silne związki nie są jedynie problemem polskiej gospodarki. W ostatnich miesiącach Toyota miała z nimi dosyć poważne problemy. Co ciekawe, jeszcze nie tak dawno temu firma ta przedstawiana była jako wzór dobrze funkcjonującego przedsiębiorstwa.

Kolejną rzeczą, na jaką warto zwrócić uwagę, jest długi okres egzekucji należności, co pogarsza płynność finansową polskich przedsiębiorstw. Trwa to w Polsce średnio dwa lata i jest to jeden z najgorszych wyników w Unii Europejskiej. Dlaczego jest to tak ważna kwestia dla przedsiębiorców? Eksperti często wskazują na kilka głównych powodów. Są to: wspomniana poprawa płynności finansowej, brak absorbowania czasu na rzeczy niezwiązane ściśle z prowadzoną działalnością oraz poprawa opinii Polski jako kraju chroniącego własność. Uwzględnienie tych czynników przyczyniłoby się do wzrostu inwestycji i wpłynęłoby pozytywnie na całą gospodarkę. Korzystna jest

informacja, że jeszcze 2-3 lata temu średni okres dochodzenia należności był o kilka miesięcy dłuższy.

Przedstawione bariery rozwoju przedsiębiorczości są poważne, ale nie jedyne. Polskie przedsiębiorstwa narzekają na znacznie więcej utrudnień, głównie urzędniczych. Warto zatem, aby politycy wysłuchali racji każdej ze stron i spróbowali znaleźć konsensus. O tym, że jest to problem poważny, można się dowiedzieć z rankingów przedsiębiorczości publikowanych przez międzynarodowe instytucje. Jednym z nich jest coroczny Doing Business opracowywany przez Bank Światowy. Aktualnie Polska zajmuje 72 miejsce na 183 kraje. Mimo, że w Unii Europejskiej gorsze pozycje zajęły Czechy, Włochy czy też Grecja, nie jest to powód do radości. W stosunku do badania z poprzedniego roku Polska nie zmieniła pozycji (w rankingu Doing Business 2009 zajęliśmy 76 miejsce, ale najprawdopodobniej zmieniła się metodologia badania). Warto jednak zaznaczyć, że Polska zyskała w kategoriach rozpoczynania działalności gospodarczej oraz dostępu do źródeł finansowania. Można to uznać za zachętę dla polityków do działania. Pracy jest bowiem dużo, jeszcze więcej zaś można zyskać. Od dawna bowiem wiadomo, że rozwój gospodarczy wpływa pozytywnie na sondażowe wyniki poparcia dla rządzących partii politycznych. ■



# PÓŻNA, WCZESNA PRYWATYZACJA GIEŁDY

Już niemal od raku ważą się losy warszawskiej giełdy, a jej prywatyzacja ma tyle samo zwolenników co przeciwników. Największe europejskie i amerykańskie giełdy i instytucje finansowe stanęły do walki o najlepszą w regionie Europy Środkowo-Wschodniej giełdę. Gorsza koniunktura jest dobrym momentem na zakup, tylko czy sprzedaż w tym czasie jest równie opłacalna?

KATARZYNA GRUSZKA  
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

## Plany do wykonania

Wakacje minęły, jesień nastąpiła, a Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. wciąż należy do spółek Skarbu Państwa. Plan prywatyzacji na lata 2008-2011 zakłada sprzedaż akcji wielu przedsiębiorstw państwowych, w tym co najmniej 51% akcji warszawskiego parkietu inwestorowi branżowemu i kolejne 23% członkom giełdy. Państwo chce jedynie zachować 25% plus jedną akcję w celu utrzymania kontroli nad spółką, jednak jedynie przez najbliższe 2-3 lata. Ten czteroletni plan prywatyzacji pewnie pozostałby jeszcze planem, gdyby nie rosnący deficyt budżetowy, który w przyszłym roku może przekroczyć 50 mld zł. Szanse, że dług publiczny przekroczy zapisany w Konstytucji próg 55% PKB są już bardzo wysokie. Dlatego też Ministerstwo Skarbu zamiast poczekać na poprawę koniunktury na giełdzie z zaplanowaną wcześniej sprzedażą akcji dąży do jak najszybszego urzeczywistnienia planu, a pozyskane środki przeznaczy na zmniejszenie deficytu.

Prywatyzacja giełdy była odkładana przez wiele lat. Już w momencie jej utworzenia brano pod uwagę możliwość jej sprzedaży. Jednak co do tego, czy obecny moment jest korzystny, zdania są podzielone. Wiele przemawia za tym, aby prywatyzacji nie odkładać w czasie - w końcu nasza giełda osiągnęła w tym roku pełnoletniość. Utworzenie we wrześniu przez Wiener Boerse CEE Stock Exchange Group, do której dołączyły giełdy z Pragi, Lublany i Budapesztu to także silny bodziec dla naszego parkietu, aby szybko znaleźć silnego inwestora strategicznego. Poza tym zarządzający, odpowiedzialni za rozwój i wyniki GPW musieli liczyć się do tej pory ze zdaniem Skarbu Państwa, który kontroluje 98,82% akcji. Warto zauważyć, że wpływy polityczne oddziaływały nie tylko na funkcjonowanie warszawskiego parkietu, ale także na inne podmioty zależne od niego. Przeciwnicy jednak twierdzą, że prywatyzacja najlepszej giełdy w Europie Środkowo-Wschodniej w momencie dekonunktury może przynieść straty. Jeszcze dwa lata temu wartość GPW była szacowana na ok 2 mld zł. Obecnie ta wartość może być nawet o połowę mniejsza.

## Dobre wyniki

Statystyki pokazują, że rozwój giełdy nabral tempa. Pod koniec 2000 roku notowanych było

225 spółek, podczas gdy obecnie jest ich 311 na rynku głównym GPW i 100 na NewConnect. Rok 2008 dla warszawskiej spółki można zaliczyć do udanych: 33 debiuty na głównym rynku i 61 na rynku alternatywnym. Liczba debiutów i wartość IPO w 2008 roku uplasowały naszą giełdę na 2 miejscu w Europie. Wyprzedziła ją jedynie londyńska giełda, na której debiutowało 99 spółek. GPW była więc odporna na kryzys finansowy i wykazała ok. 90 mln zł. zysku netto.

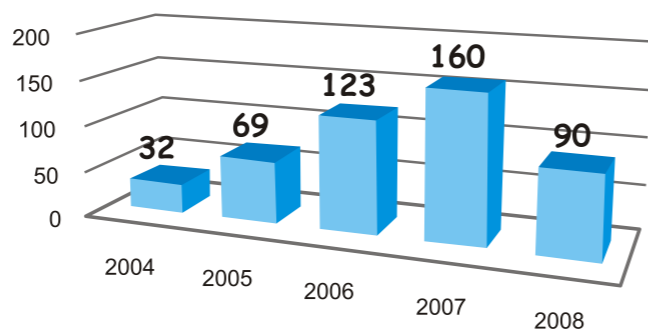
Z kolei pierwsza połowa 2009 roku wygląda już mniej kolorowo - jedynie 6 debiutów na rynku głównym. Zaznaczyć jednak należy, że każde z przeprowadzonych w tym roku IPO zakończyło się sukcesem, co może zachęcić kolejne spółki do wejścia na parkiet, tym bardziej, że ze względu na małą liczbę chętnych istnieją większe szanse pozyskania kapitału. Fundusze inwestycyjne i emerytalne, a także inwestorzy indywidualni będą mogli z większą uwagą przyjrzeć się prospektom, które nie napływają tak lawinowo jak w ostatnich dwóch latach.

## Silna strona popytowa

Ze względu na tak dobre perspektywy rozwoju, chętnych do zakupu 51% akcji warszawskiego parkietu nie brakuje. Wyłonionych zostało czterech kandydatów: Deutsche Boerse, London Stock Exchange (LSE), NASDAQ OMX oraz New York Stock Exchange Euronext (NYSE Euronext). Są to największe europejskie i amerykańskie giełdy, które przedłożą swoje oferty Ministrowi Skarbu Państwa. Duży, doświadczony inwestor branżowy będzie pozytywnie postrzegany nie tylko przez krajowe, ale także zagraniczne spółki, zamierzające pozyskać kapitał z giełdy. Z drugiej strony, zawierania na rynkach finansowych rodzą pewne obawy przed zagranicznym podmiotem, który będzie decydował o dalszych losach giełdy.

O pozostałe 23% akcji wystawionych na sprzedaż zawalczą także duże zagraniczne podmioty: Goldman Sachs, Merrill Lynch, Banco Espirito Santo de Investimento, czeski Wood&Company oraz węgierski Concorde Securities. Rodzynkiem jest jedyny polski podmiot, bank Pekao. Główną przyczyną tak słabego zainteresowania polskich spółek zakupem GPW może być zbyt mały pakiet akcji,

## Zysk netto GPW



Zysk netto GPW w mln zł

który nie daje kontroli nad giełdą. Innym powodem są coraz słabsze wyniki domów i biur maklerskich, a także banków. W pierwszym półroczu najlepszym wynikiem przekraczającym 1 mld zł zysku mógł się pochwalić jedynie Pekao, domy maklerskie nie przekroczyły progu 40 mln zł, a 6 innych krajowych banków odnotowało straty.

Przyszłych właścicieli giełdy poznamy do końca tego roku. Minister Skarbu Aleksander Grad, warunkuje jednak sprzedaż GPW "korzystną ofertą i gwarancją rozwoju giełdy w regionie". Obecnie liczy się nie tylko wielkość oferty i możliwość rozwoju giełdy. Nowy partner powinien także zapewnić GPW utrzymanie pozycji lidera w regionie, zachwianą przez połączenie giełdy wiedeńskiej z innymi giełdami Europy Środkowo-Wschodniej. Nasz parkiet nie powinien więc dłużej pozostawać osamotniony, w momencie, gdy konkurenci łączą siły. ■

## Z kalendarium GPW

Data	Wydarzenie
16.04.1991	Pierwsza sesja giełdowa, na której debiutowało 5 spółek. Sesje odbywają się raz w tygodniu.
3.10.1994	Zwiększono liczbę sesji w tygodniu do 5.
16.01.1998	Uruchomiono rynek instrumentów pochodnych.
14.10.2003	Debiut pierwszej zagranicznej spółki na GPW, Bank Austria Creditanstalt AG.
6.07.2007	Indeks WIG osiągnął rekordową wartość 67 568,51 pkt.
30.08.2007	Pierwsza sesja na alternatywnym rynku akcji NewConnect, debiutowały 3 spółki.

# CATALYST – KATALIZATOREM POLSKIEJ GOSPODARKI?

30 września ruszył Catalyst – nowy system autoryzacji i obrotu dłużnymi instrumentami finansowymi. Platforma prowadzona jest przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. oraz BondSpot S.A. (dawniej MTS – CeTO S.A.) Jest to pierwszy zorganizowany rynek w Polsce i w Europie Środkowo-Wschodniej, na którym dokonuje się wtórnego obrotu obligacjami korporacyjnymi i samorządowymi.

PAULINA KUPIS  
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Już po pierwszych godzinach handlu obrót na rynku Catalyst wyniósł 60 tys. zł. Do obrotu giełdowego wprowadzono dłużne instrumenty finansowe: Miasta Stołecznego Warszawy, Electus S.A. oraz Miasta Radlin. Natomiast notowane już wcześniej na rynku publicznym obligacje: Europejskiego Banku Inwestycyjnego, BRE Banku Hipotecznego S.A., Europejskiego Funduszu Hipotecznego S.A., Pekao Banku Hipotecznego, a także Gminy Miasta Ostrów Wielkopolski, Miasta Poznań i Rybnik, zostały objęte regulacjami i standardami nowego rynku. Kolejne podmioty planują zaś w najbliższym czasie emisję.

## W jaki sposób funkcjonuje rynek?

Wprowadzenie Catalyst zostało podzielone na dwa etapy. Już pierwszego dnia zaczął funkcjonować regulowany rynek detaliczny i hurtowy. Natomiast w pierwszym kwartale 2010 roku zostanie uruchomiony Alternatywny System Obrotu zbliżony charakterem do NewConnect. Zasady obrotu na rynkach regulowanych i alternatywnych tworzących Catalyst są właściwie identyczne.

Bezpośredni obrót instrumentami dłużnymi na rynku mogą prowadzić tylko podmioty mające status Uczestnika Catalyst. Uzyskać go mogą:

- 1) firma inwestycyjna,
- 2) zagraniczna firma inwestycyjna,
- 3) instytucja kredytowa,

4) inny podmiot spełniający warunki określone w przepisach i dający rękojmię prawidłowego wykonywania obowiązków związanych z działaniem Catalyst.

Uczestnik może dokonywać obrotu wszystkimi dłużnymi instrumentami finansowymi dopuszczonymi na tym rynku. W tym zakresie działa na rachunek własny lub na rachunek klienta. A zatem Catalyst jest dostępny także dla inwestorów indywidualnych, stając się przez to rynkiem detaliczno-hurtowym.

Catalyst ma obecnie 46 uczestników, w tym m.in. Alior Bank S.A., Goldman Sachs International, NOBLE Securities S.A., czy X-Trade Brokers Dom Maklerski S.A.

Emitenci mogą wybrać jeden z dwóch sposobów udziału w Catalyst. Mogą ograniczyć się do autoryzacji obligacji, czyli zarejestrować je w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych i uzyskać kod ISIN. Mogą także obracać papierami, po uprzedniej ich dematerializacji.

Jeśli chodzi zaś o przedmiot obrotu, to są nim dłużne instrumenty finansowe emitowane na podstawie przepisów prawa polskiego i obcego, z wyłączeniem obligacji Skarbu Państwa i NBP. W przeważającej mierze przedmiotem obrotu na Catalyst są obligacje korporacyjne i komunalne.

## Co decyduje o potencjale rynku?

W pierwszej kolejności należałoby wskazać właśnie na charakter obligacji. Kapitał dłużny, którego są źródłem, nie niesie ze

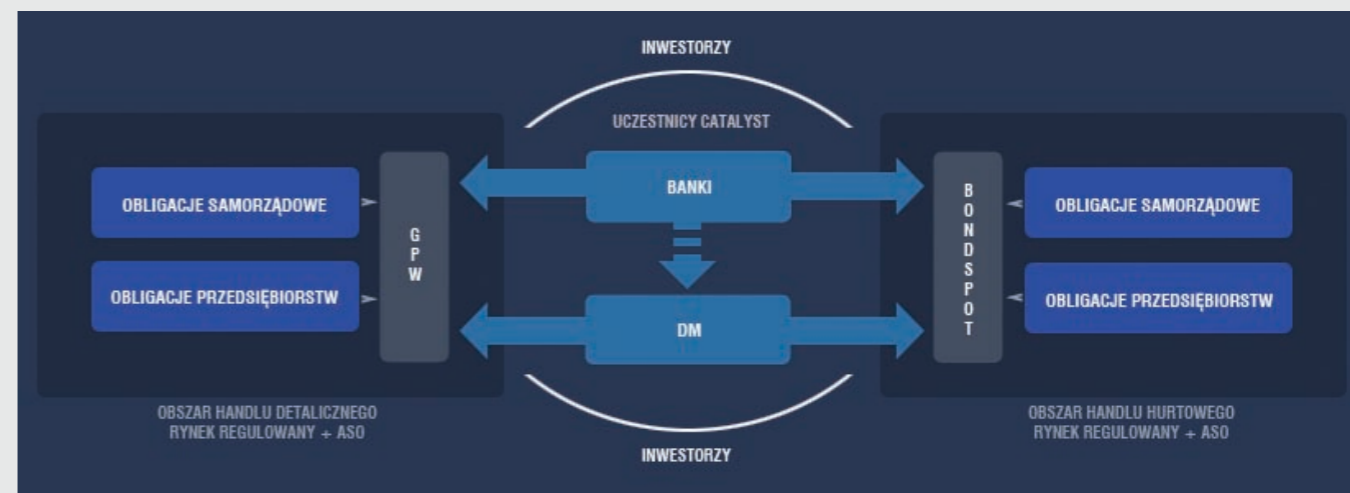
sobą ryzyka utraty kontroli nad spółką. Ponadto pozwala on wykorzystać efekt dźwigni finansowej. Obligacje są też elastycznym źródłem finansowania, znacznie bardziej elastycznym niż kredyt bankowy, a z reguły także tańszym.

Obecna sytuacja ekonomiczna wydaje się sprzyjać rynkowi obligacji korporacyjnych i samorządowych. Inwestorzy instytucjonalni potrzebują kapitału, a w obliczu ograniczonej akcji kredytowej będą poszukiwać innych form finansowania. Inwestorzy indywidualni natomiast sparzywszy się na inwestycjach w akcje, wykazują większą awersję do ryzyka i z pewnością rozważą inwestycje w obligacje.

Warto podkreślić również, że zorganizowany, przejrzysty rynek z pewnością przyciągnie inwestorów. Wtórny rynek obligacji zmniejsza ryzyko, gdyż dzięki płynności można wyjść z inwestycji w dowolnym momencie. Emitent zaś, decydując się na upublicznienie emisji, zwiększa swoją wiarygodność i zapewnia sobie promocję, co przekłada się na łatwiejsze pozyskanie kapitału w przyszłości.

Według planów władz GPW Catalyst ma wkrótce stać się największym rynkiem obligacji korporacyjnych i komunalnych w Europie Środkowej.

Mechanizm ten bowiem pozwala „zagoszparować” dotąd niewykorzystany segment rynku kapitałowego. Ma on zatem szansę stać się katalizatorem warszawskiej giełdy, a nawet w pewnym sensie polskiej gospodarki. Na drodze do osiągnięcia tego celu mogą stanąć jednak pewne przeszkody. ◀







Najważniejszym czynnikiem ryzyka jest z pewnością niedostateczna płynność na GPW. W obliczu dużego udziału w Catalyst inwestorów instytucjonalnych, którzy wykazują tendencję do długookresowego zaangażowania się w dany instrument, problem ten może się jeszcze pogłębiać. Inną bolączką jest awersja do ryzyka, która znacząco wzrosła w obliczu kryzysu finansowego. Inwestorów trzeba więc zachęcić wysoką premią, która jednak nie przerośnie możliwości emitentów. Nie jest też wykluczone, że tańszym rozwiązaniem może okazać się kredyt bankowy. Jako największa bolączka jawi się jednak tzw. „efekt wypychania”. Ołbrzymia podaż bezpiecznych obligacji skarbowych może wydrenować kieszenie potencjalnych pożyczkodawców, którzy nie będą skłonni do zakupu obciążonych większym ryzykiem i niewiele bardziej rentownych obligacji komercyjnych.

Utworzenie nowej platformy handlu papierami dłużnymi zapowiadał pod koniec ubiegłego roku prezes GPW, Ludwik Sobolewski. Było to jedno z najważniejszych zadań warszawskiej giełdy na 2009 rok.

„Do najważniejszych, najambitniejszych i najtrudniejszych będzie uruchomienie rynku obligacji korporacyjnych i samorządowych. Chcemy to zrobić w przyszłym roku. Będzie to rynek zorganizowany, bez statusu rynku regulowanego, czyli o takim statusie formalnym jak NewConnect” – powiedział w grudniu 2008 prezes GPW. Zadanie powiodło się. Mijamy zatem nadzieję, że nowe rozwiązanie sprawdzi się i Catalyst spełni swoją rolę. ■

## AMERYKAŃSCY EKONOMIŚCI OTRZYMALI NOBLA

KATARZYNA GRUSZKA  
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Ogłoszone 12 października nazwiska laureatów Nagrody Banku Szwecji im. Alfreda Nobla w dziedzinie ekonomii mogły być niemalym zaskoczeniem, tym bardziej, że po raz pierwszy w historii nagrodę tę otrzymała kobieta. W tym roku docenione zostało szczególnie zarządzanie ekonomiczne, gdyż nigdy wcześniej laureaci nie zostali wyróżnieni za osiągnięcia w tej właśnie dziedzinie.

Pierwszą laureatką została 76-letnia Elinor Ostrom, która wykłada na uniwersytecie Indiana. Wyróżnienie zostało jej przyznane za koncepcję wspólnej puli zasobów, która dowodzi, że ludzie są odpowiedzialni za załamywanie się ekosystemu. Nagrodzono także 77-letniego Oliviera E. Williamsona, jako autora teorii rozwiązywania konfliktów korporacyjnych i analiz gospodarczych w ramach firmy. Williamson jest wykładowcą uniwersytetu w Berkeley w Kalifornii.

Wśród potencjalnych kandydatów do nagrody pojawiały się nazwiska kojarzone przez większą liczbę osób, jak William Nordhaus, autor podręcznika znanego wszystkim studentom ekonomii, czy też John Taylor, który

zasłynął jako autor reguły Taylora. Wymieniają także ekonomistów: Ernsta Fehra, Eugena Famy, Roberta Barro, a także Martina Weitzmana.

Nagroda im. Alfreda Nobla z dziedziny ekonomii przyznawana jest od 1969 roku przez Komitet Noblowski, natomiast fundatorem nagród jest Szwedzki Bank Narodowy. Liczba przyznanych nagród zwiększyła się do 41, natomiast łącznie uhonorowano 64 osoby w dziedzinie nauk ekonomicznych.

Tegoroczni laureaci pochodzą ze Stanów Zjednoczonych, podobnie jak większość osób, którym przyznano nagrody Nobla z dziedziny ekonomii. Gospodarka USA przeznacza aż 2,7% swojego produktu krajowego brutto na badania i rozwój, podczas gdy Unia Europejska zwiększyła nakłady do jedynie 1,9%. Polska ogranicza się do 0,56% PKB. Wyniki tych inwestycji są widoczne w wielu rankingach: najlepsze ośrodki akademickie, największa liczba patentów, największa liczba laureatów nagrody Nobla... we wszystkich dominują Amerykanie. Mimo tak małych nakładów polskiej gospodarki w tak ważny dla jej rozwoju obszar, nadal liczymy i czekamy na swojego noblistę z dziedziny ekonomii – studenci do dzieła! ■

Rok	Nazwisko laureata	Kraj	Dziedzina
2008	Paul Krugman	USA	
2007	Leonid Hurwicz Eric S. Maskin Roger B. Myerson	USAUSAUSA	Mikroekonomia
2006	Edmund S. Phelps	USA	Makroekonomia
2005	Robert J. Aumann Thomas C. Schelling	Izrael/USAUSA	Teoria gier
2004	F. E. Kydland E. C. Prescott	NorwegiaUSA	Makroekonomia
2003	R. F. Engle C. W. J. Granger	USA Wielka Brytania	Ekonometria
2002	Daniel Kahneman S. L. Vernon	USA/IzraelUSA	Psychologia ekonomiczna i ekonomia eksperymentalna
2001	George A. Akerlof A. Michael Spence Joseph Stiglitz	USAUSAUSA	Ekonomia informacji
2000	James J. Heckman Daniel L. McFadden	USAUSA	Ekonometria
1999	R. Mundell	Kanada	Makroekonomia międzynarodowa
1998	A. Sen	Indie	Ekonomia dobrobytu
1997	R. Merton M. Scholes	USAUSA	Ekonomia finansowa
1996	W. Vickrey J. Mirrlees	Kanada Wielka Brytania	Ekonomia informacji
1995	R. Lucas	USA	Makroekonomia
1994	J. C. Harsanyi J. F. Nash R. Selten	USAUSA Wielka Brytania	Teoria gier
1993	R. W. Fogel D. C. North	USAUSA	Historia gospodarcza
1992	G. S. Becker	USA	Mikroekonomia i socjologia ekonomiczna
1991	R. H. Coase	USA	Teoria instytucji
1990	H. M. Markowitz M. H. Miller W. F. Sharpe	USAUSAUSA	Ekonomia finansowa



akademickie  
inkubatory  
przedsiębiorczości

Kompleksowe wsparcie dla młodych **przedsiębiorców**



Prowadzenie firmy już od 200 zł miesięcznie

[www.aipsgh.pl](http://www.aipsgh.pl)



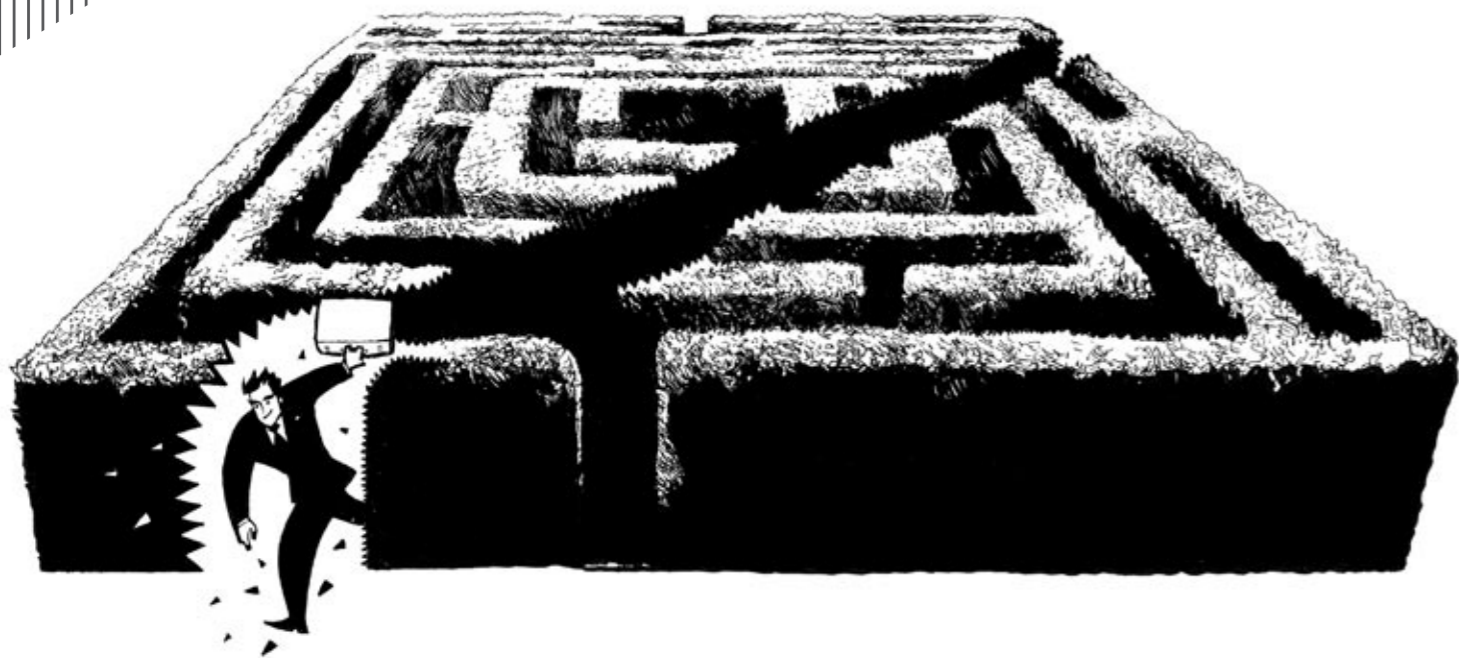
VI edycja konkursu

## EY Financial Challenger

Bądź liderem. Wytycz własną drogę i zacznij poziom wyżej.

Nagroda główna dla zespołu:  
24.000 PLN, płatne praktyki w dziale Doradztwa Transakcyjnego  
oraz szkolenie „Komunikacja w Zarządzaniu”.

Zbierz 3- lub 4-osobowy zespół  
i zarejestruj go do 14 listopada 2009 r.  
na [www.ey.com.pl/EYe\\_on\\_Tax](http://www.ey.com.pl/EYe_on_Tax)



 **ERNST & YOUNG**  
Quality In Everything We Do

V edycja konkursu

## EYe on Tax

Jeżeli od podatku głowa Cię nie boli,  
zacznij poziom wyżej i poznaj tajniki  
pracy Doradcy Podatkowego.

Nagroda główna dla zespołu:  
20.000 PLN, płatne praktyki w Dziale Doradztwa  
Podatkowego Ernst & Young, szkolenie „Komunikacja  
w Zarządzaniu” oraz System Informacji Prawnej  
Legalis od Wydawnictwa C.H. Beck.

Zbierz 3- lub 4-osobowy zespół  
i zarejestruj go do 14 listopada 2009 r.  
na [www.ey.com.pl/EYe\\_on\\_Tax](http://www.ey.com.pl/EYe_on_Tax)



 **ERNST & YOUNG**  
Quality In Everything We Do



DOŁĄCZ DO REDAKCJI TRENDU I POZNAJ SMAK DZIENNIKARSTWA EKONOMICZNEGO!

## NOWY ROK AKADEMICKI NOWE MOŻLIWOŚCI

### Poszukujemy do współpracy studentów:

- pełnych pozytywnej energii i ciekawych pomysłów
- interesujących się ekonomią
- chcących pracować w studenckim zespole a przede wszystkim...
- zainteresowanych tworzeniem miesięcznika Trend!

### Dlaczego warto?

W redakcji Trendu możesz:

- zdobyć ciekawe doświadczenia, które zaprocentują w Twojej przyszłej karierze
- zrealizować swoje pomysły i rozwinąć swoje umiejętności
- poznać ciekawych ludzi
- nawiązać interesujące znajomości współpracując z instytucjami finansowymi i medialnymi

Nie musisz studiować w Warszawie - poszukujemy też chętnych z innych miast akademickich

Czekamy głównie na studentów I - III roku kierunków ekonomicznych, ale jeśli studiujesz inny kierunek, to nic straconego - napisz do nas dlaczego to właśnie Ciebie potrzebujemy w naszym zespole!

**DOŁĄCZ DO NAS!!**

Zgłoszenia przyjmują:  
Piotr Niewiadomski - piotr.niewiadomski@gazetatrend.pl  
Dorota Sierakowska - dorota.sierakowska@gazetatrend.pl

Wyślij swoje zgłoszenie do 12 listopada!

Napisz w mailu dlaczego chcesz z nami współpracować i krótko się przedstawić (uczelnia, kierunek, rok studiów, ewentualnie doświadczenie).

## CO ZROBIĆ Z GOTÓWKĄ ZAROBIONĄ W WAKACJE?

PAWEŁ CYMCIK  
MAKLER/ANALITYK  
A-Z FINanse

Zarabiając pierwsze pieniądze większe niż minimalne stypendium naukowe np. dzięki wakacyjnemu wyjazdowi do Wielkiej Brytanii czy USA po powrocie należy jak najszybciej pomyśleć o tym, gdzie ulokować ciężko zarobione środki. Chodzi o to, aby chociaż część ze zgromadzonych środków przeznaczyć nie na bieżącą konsumpcję, ale na inwestycje, które przyniosą wymierne zyski w czasie. Możliwości odłożenia gotówki na przyszłość są nieograniczone i zależą tylko od naszej wyobraźni. Zdając sobie sprawę, że perspektywa emerytalna rzadko kiedy jest dostatecznym argumentem za rezygnacją z obrazowego „dzisiejszego piwa”, sądzę, że studenci powinni wybrać bardziej płynne formy lokowania nadwyżek finansowych.

Świetnie w tym celu sprawdzą się konta oszczędnościowe. Środki na takim koncie są oprocentowane na 4-5 proc. i pozwalają na szybką wypłatę. Oczywiście ważne jest, aby za takie konto płacić jak najmniej (a najlepiej wcale), a po drugie aby było ono dostępne przez Internet. Znalezienie takich ofert wcale nie jest trudne bo dysponują nimi banki już długo obecne na rynku (np. mBank), jak i dopiero ten rynek podbijające (np. Alior Bank).

Innym, a moim zdaniem, znacznie bardziej perspektywnym sposobem na bezpieczne ulokowanie zdobytych oszczędności, jest ich przechowanie w postaci waluty. Jeżeli zarabialiśmy w euro, dolarach czy funtach, to natychmiastowe przewalutowanie na złotówki wcale nie jest dobrym pomysłem. Wynika to z faktu, że za rok ponownie możemy potrzebować waluty na kolejne pracowite wakacje, a także z dodatkowego ryzyka, które trzeba uwzględnić, a którym jest kolejna faza kryzysu, kiedy złoty ponownie się osłabi. Wtedy waluty będą kilkanaście procent droższe niż teraz, więc najwyczejniej wstrzymując się z wymianą dziś możemy przy słabej sytuacji gospodarczej zarobić „jutro”. Ponieważ są szanse na zysk, to jest też ryzyko straty, ale scenariusz, w którym w ciągu najbliższych 12 miesięcy złoty powraca do rekordów siły z 2008 roku, są ekonomicznym science fiction.

Z analogicznego powodu zakładanie teraz długoterminowej (na ponad sześć miesięcy) lokaty jest całkowicie nieopłacalne. Biorąc pod uwagę obecną inflację 3,7 proc.

TABELA 1:  
Jaki zyski przyniosłyby powakacyjne inwestycje w 2008 roku do kolejnych wakacji (okres 10.2008-06.2009)

Rodzaj inwestycji	Stopa zwrotu
Lokata	4,5 %
Konto oszczędnościowe	5,5 %
Całość gotówki utrzymana w EUR	+ 30 %
Całość gotówki utrzymana USD	+ 27 %
Całość gotówki utrzymana w GBP	+ 18 %
Inwestycja w akcje (WIG)	- 19 %
Inwestycja w akcje małych i średnich spółek (średnia z mWIG40 i sWIG80)	- 12 %

TABELA 2:  
Możliwe zyski z inwestycji w wybrane aktywa w okresie 10.2009-06.2010

Rodzaj inwestycji	Stopa zwrotu
Lokata	3 %
Konto oszczędnościowe	4 %
Całość gotówki utrzymana w EUR	+ 5 %
Całość gotówki utrzymana USD	+ 5 %
Całość gotówki utrzymana w GBP	+ 5 %
Inwestycja w akcje (WIG)	+ 10 %
Inwestycja w akcje małych i średnich spółek (średnia z mWIG40 i sWIG80)	+ 15 %

oraz oprocentowanie najlepszych lokat na poziomie 4-5 proc., nasz zysk w najlepszym przypadku okaże się tak niewielki, że wręcz śmieszny, zważywszy, że blokujemy sobie dostęp do pieniędzy na dłuższy czas.

Wszystkie powyższe sposoby lokowania nadwyżki są sposobami pasywnymi, nie wymagającymi od inwestora bieżącej uwagi. Z tego też powodu dają ograniczone efekty w postaci zaledwie 1-2 procent zysku rocznie. Jest jednak inwestycja, która może przynieść znacznie wyższą stopę zwrotu. Co najmniej 15 procent zarobionych środków poświęćmy na własną edukację i szkolenia. Czasy kryzysu są idealne do budowania „twardych” kompetencji merytorycznych i zdobywa-

nia dodatkowych uprawnień bądź licencji. Tak niewielki, w stosunku do całych środków, wkład może się okazać najcenniejszy i najbardziej zyskowy, gdy powrócą czasy prosperity. Wtedy zdobyta fachowość i profesjonalizm zwrócą się z nawiązką. Pamiętajmy, że nie jest ważne, czy jest czas hossy czy bessy. Zawsze prawdziwe jest stwierdzenie – „umiesz liczyć, licz na siebie”. ■







## PALLAD – ROSYJSKA SPECJALNOŚĆ

**Charakteryzując właściwości palladu, można umieścić go w jednym szeregu razem ze srebrem i platyną. Wszystkie te trzy metale szlachetne, oprócz statusu międzynarodowej waluty i alternatywnej inwestycji, łączy możliwość szerokiego wykorzystania ich w przemyśle. Pallad – mimo iż jest wśród nich najmniej popularny – znajduje zastosowanie w wielu gałęziach gospodarki, a także coraz częściej zdobywa zaufanie jako inwestycja alternatywna.**

DOROTA SIERAKOWSKA  
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

Pallad jest jednym z ośmiu metali szlachetnych. Należy do grupy platynowców (obok rodu, rutenu, irydu, osmu i oczywiście platyny). Wyglądem metal ten bardzo przypomina platynę, jednak jest w porównaniu z nią dużo lżejszy, twardszy, tańszy i... bielszy. Pallad jest mało popularną inwestycją – dużo częściej traktuje się go jako metal przemysłowy.

### Zastosowania przemysłowe

Popyt na pallad jest generowany w dużej mierze przez przemysł motoryzacyjny, ponieważ ponad połowa światowej produkcji tego metalu jest zużywana w produkcji katalizatorów samochodowych, gdzie pallad może zastępować dużo droższą platynę. Oznacza to, że zapotrzebowanie na ten metal ze strony branży motoryzacyjnej jest w dużej mierze zależne od koniunktury na rynku, a to potrafi przełożyć się na znaczne wahania cen palladu.

Metal ten jest wykorzystywany także w elektronice (kondensatory, hybrydowe ukła-

dy scalone), gdzie czasem z powodzeniem zastępuje droższe złoto. Palladu używa się również w stomatologii (korony, mostki, narzędzia chirurgiczne), fotografii oraz medycynie (izotop pallad-103 jest wykorzystywany w leczeniu raka ze względu na swoje radioaktywne właściwości).

### Ile złota jest w białym złocie

Pallad jest wykorzystywany także w jubilerstwie. Dość popularne ostatnio „białe złoto” to nic innego jak stop złota i innego białego metalu – zazwyczaj niklu lub właśnie palladu. Domieszka niklu zapewnia stopowi twardość i trwałość, natomiast stop złota z palladem jest bardziej plastyczny i stąd świetny do otaczania drogocennych kamieni oraz kształtowania misternych szczegółów. Rolnącą popularność białego złota sprawiła, że popyt na pallad ze strony branży jubilerskiej w ciągu ostatniej dekady wzrósł ponad trzykrotnie (z 255 tys. uncji w 2000 r. do 855 tys. uncji w 2008 r.).

Głównym odbiorcą biżuterii zawierającej pallad są Chiny, dlatego wahania popytu w tym kraju mogą znacząco wpływać na poziom

światowej konsumpcji w tym zakresie. Należy jednak zaznaczyć, że zaledwie kilka procent światowej produkcji tego metalu jest używane w branży jubilerskiej. Co więcej, wzrost popytu na pallad ze strony tego sektora jest coraz mniej dynamiczny ze względu na fakt, że coraz większą ilość palladu pochodzącego ze starych wyrobów jubilerskich poddaje się recyklingowi i używa w produkcji nowych przedmiotów.

### Półowa rynku w rosyjskich rękach

Pallad wydobywa się w zaledwie kilku miejscach na Ziemi. Ponad 80 procent światowej produkcji tego metalu przypada na dwa państwa: Rosję (która sama odpowiada za ponad połowę globalnej podaży) oraz Republikę Południowej Afryki. Nieco mniejszymi źródłami podaży palladu są Stany Zjednoczone oraz Kanada. Regionem o strategicznym znaczeniu jest położony w północno-zachodniej Rosji region norylski, zaś spółka Norilsk Nickel jest jedynym w Rosji i jednocześnie największym na świecie producentem tego metalu.

Rosja odgrywa szczególną rolę na rynku

palladu również z tego względu, iż jest to jedyny kraj, który utrzymuje rezerwy tego kruszcu. Zapasy te okazywały się czasem bardzo przydatne, gdyż wydobycie palladu nie zawsze zaspokajało zapotrzebowanie na ten metal ze strony przemysłu. Wielkość posiadanych przez Rosję rezerw palladu jest jednak utrzymywana w tajemnicy.

### Wzloty i upadki

Skoncentrowanie wydobycia palladu w praktycznie dwóch miejscach na świecie wiąże się z oczywistą niedogodnością: podaż tego metalu jest niezwykle wrażliwa na sytuację gospodarczą i polityczną Rosji oraz Republiki Południowej Afryki.

Dobrym przykładem jest sytuacja na rynku palladu w latach 2000-2001, kiedy to niepewność związana z wielkością kwot eksportowych ze strony Rosji wywindowała ceny tego kruszcu niemal do poziomu 1100 USD za uncję. Oznaczało to, że cena palladu była przez jakiś czas wyższa niż cena platyny!

Podobny, choć już nie tak spektakularny, awrost cen palladu można było zaobserwować w pierwszej połowie 2004 r., kiedy to rynki obieżyła informacja o opracowaniu przez belgijską firmę Umicore technologii, pozwalającej na częściowe zastępowanie palladem dużo droższej platyny w katalizatorach samochodów z silnikiem diesla. Wtedy cena metalu podskoczyła do niecałych 350 dolarów za uncję.

### Pallad jako inwestycja

Spośród czterech metali szlachetnych posiadających status waluty pallad jest najmniej znany i doceniany jako inwestycja. Wynika to poniekąd z faktu, iż firmy wydobywcze sprzedają większość wyprodukowanego kruszcu bezpośrednio podmiotom używającym metalu w produkcji. Tymczasem inwestorzy mogą uczestniczyć w tym rynku na kilka sposobów.

Tak jak w przypadku złota, srebra i platyny, można zaoferować się w metal w formie fizycznej – w postaci monet i sztabek. Jest to wygodne rozwiązanie w przypadku, gdy inwestor dysponuje niewielkim kapitałem. W przypadku większych ilości palladu w formie fizycznej trzeba się liczyć dodatkowo z kosztami transportu, przechowywania i ubezpieczenia metalu.

Na rynku dostępne są zarówno wykonane z palladu sztabki, jak i monety (noszące większą lub mniejszą wartość numizmatyczną). O ile te pierwsze znajdują się w obiegu od dłuższego czasu, to monety wykonane z palladu są zjawiskiem stosunkowo nowym. Pierwsze z nich (o wzorze Maple Leaf) zostały wybite dopiero w 2005 r. przez Royal Canadian Mint.

Ciekawą alternatywą dla kupna sztabek lub monet są fundusze typu ETF (Exchange Traded Funds), których jednostki uczestnic-



two czynią z inwestora posiadacza określonej ilości kruszcu. Jest to rozwiązanie o tyle wygodne, że inwestor nie ponosi kosztów przechowywania i ubezpieczenia palladu (w zamian za to fundusz wyprzedaje co jakiś czas określoną ilość kruszcu, co sprawia, że jednostki uczestnictwa z czasem opiewają na coraz mniej uncji palladu). Dotychczas jedynym ETF-em powiązonym z palladem jest ETFS Physical Palladium (PHPD), notowany na London Stock Exchange.

Instrumentem finansowym niewątpliwie powiązonym z ceną palladu są akcje spółek wydobywających ten metal. Dwie najbardziej znane spółki giełdowe to Stillwater Mining Company (NYSE: SWC, jedyny producent palladu w USA) i North American Palladium (AMEX: PAL, spółka kanadyjska, prowadząca operacje głównie na terenie kopalni Lac des Iles). Nie należy jednak zapominać o tym, że firmy te wydobywają oprócz palladu także inne metale (platynę, złoto, miedź, nikiel), a kurs ich akcji zależy nie tylko od cen surowców, lecz także od wielu czynników fundamentalnych (kompetencje zarządzających,

perspektywy rozwoju firmy, itp.). Bardziej ryzykowni inwestorzy mogą pokusić się o kupno opcji na akcje w/w spółek.

### Czy warto?

Zdania co do zasadności inwestowania w pallad są podzielone. W 2007 r. metal ten został okrzyknięty „najlepszą inwestycją spośród metali szlachetnych” przez czasopismo „The International Herald Tribune”. Jednak niewielka płynność na rynku palladu i dość duża zmienność cen tego metalu, a także ich wrażliwość na sytuację gospodarczą i polityczną w Rosji sprawiają, że ceny kruszcu poruszają się w sposób mniej przewidywalny niż ceny pozostałych metali szlachetnych.

Prawdą jest, że obecny światowy kryzys gospodarczy osłabił popyt na pallad, co jest naturalną konsekwencją kłopotów w sektorze motoryzacyjnym. Jednak kłopoty te – tak jak cały kryzys – nie będą trwałe wiecznie. Z pomocą jak zwykle mogą przyjść dynamicznie rozwijające się kraje azjatyckie (z Chinami na czele), w których przemysł motoryzacyjny ma jeszcze duży potencjał rozwoju. ■

### CIEKAWOSTKI

- Pallad – podobnie jak złoto, srebro i platyna – posiada status międzynarodowej waluty i oznaczony jest kodem XPD.
- Nazwa „pallad” pochodzi od imienia greckiej bogini Ateny (nazywanej także Pallas – co po grecku oznaczało pannę). Odkrywcą palladu bezpośrednio zainspirował się jednak odkrytą dwa lata wcześniej asteroidą 2 Pallas.
- Chlorek palladu był niegdyś przepisywany jako lekarstwo przeciw gruźlicy, jednak metodę tę porzucono ze względu na dużą liczbę efektów ubocznych.
- Absorbujące właściwości palladu zostały wykorzystane w próbach przeprowadzenia tzw. „zimnej fuzji”, czyli hipotetycznej fuzji jąder atomowych przeprowadzanej w znacznie niższej temperaturze niż dla znanych obecnie reakcji termojądrowych

<sup>1</sup>. Definicja: [http://pl.wikipedia.org/wiki/Zimna\\_fuzja](http://pl.wikipedia.org/wiki/Zimna_fuzja), 30.09.2009 r.





## SPRZEDAĆ, NIE SPRZEDAĆ? OTO JEST PYTANIE. RZECZ O LOCK UP'IE

**Można bardzo, ale to bardzo chceć sprzedać posiadane akcje, ale nie móc tego dokonać. Nie chodzi mi tutaj o brak płynności na niektórych walorach. Ale o coś zupełnie innego. O brak możliwości sprzedaży akcji na okaziciela ze względu na zawarcie pewnych umów. Są to umowy między domem maklerskim a emitentem, domem maklerskim i dotychczasowymi akcjonariuszami albo domem maklerskim i jednocześnie emitentem i akcjonariuszami. Umowy takie mogą dotyczyć lock up'u.**

MONIKA LURIE  
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

### Lock up – co to takiego?

Lock up oznacza uniemożliwienie zbywania przez pewien okres czasu posiadanych akcji. Jak już wyżej napisałam, lock up może być wynikiem umów zawartych między domem maklerskim oferującym akcje w IPO a emitentem lub dotychczasowymi akcjonariuszami. Lock up można też „stworzyć” bez podpisywania umowy z domem maklerskim, może to być oświadczenie spółki lub dotychczasowych akcjonariuszy, że przez pewien okres czasu nie będą zbywać akcji. Takie oświadczenie jest dołączane do prospektu emisyjnego, który jest dokumentem mającym moc prawną. Istnieją też inne sposoby tworzenia lock up'u, ale te które opisuję są najpopularniejsze. Tak więc, jak widać, żadne akty prawne ogólnie nie regulują tego pojęcia w Polsce. Okres obowiązywania lock

up'u wynosi zazwyczaj od 12 do 24 miesięcy i jest stosowany praktycznie tylko przy pierwszej ofercie publicznej. Dotyczy on akcji posiadanych przez część lub wszystkich dotychczasowych akcjonariuszy.

### Zachęta dla dotychczasowych akcjonariuszy

Może zdarzyć się, że nie wszyscy akcjonariusze będą chcieli podpisać oświadczenie o lock up'ie albo umowę z domem maklerskim i niestety takich akcjonariuszy nie da się do tego zmusić. Może nastąpić taka sytuacja, że nie każdemu dotychczasowemu akcjonariuszowi, który np. nie czuje się mocno związany ze spółką, zależy na tym, aby nowa emisja akcji dobrze się sprzedała. A jedną z zachęt dla inwestorów, aby kupowali akcje spółki jest właśnie informacja o lock up'ie, która ma gwarantować pewną konkretną podaż akcji na rynek w danym momencie. Ale co zrobić, żeby jednak dotychczasowi akcjonariusze zgodzili się na lock up?

### Dotychczasowi akcjonariusze w obliczu lock up'u

Stosuje się zazwyczaj pewien zapis w prospektach emisyjnych, aby zachęcić dotychczasowych akcjonariuszy do zgodzenia się na lock up na ich akcjach. Zapis ten dotyczy możliwości zbycia akcji przed tym terminem dotychczasowym akcjonariuszom, których obowiązuje lock up. Z zapisu tego wynika, że muszą otrzymać pisemną zgodę domu maklerskiego, który oferował akcje, na zbycie akcji. Przy wyrażaniu zgody na przedterminowe zbycie akcji biuro maklerskie kieruje się dobrem akcjonariuszy, którzy nabyli akcje w ofercie publicznej lub w obrocie regulowanym. Zapis zazwyczaj mówi, że zgoda zostanie wyrażona, jeżeli będzie można dostrzec na rynku odpowiednio duży, długoterminowy popyt pochodzący od wiarygodnego inwestora lub inwestorów. Niestety w takich zapisach istnieją pewne niejasności. Po pierwsze, jak określić czy popyt jest

dostatecznie duży? Jakie kryterium przyjąć, aby stwierdzić czy inwestor zainteresowany akcjami jest wiarygodny? No i kto da gwarancję, że ten popyt pochodzący od pewnego inwestora/ów faktycznie będzie długoterminowy?

Prawda jest taka, że odpowiedzią na postawione powyżej pytania jest po prostu subiektywna ocena domu maklerskiego, jego wycucie rynku, doświadczenie. A faktem jest, że zgoda taka w rzeczywistości zostaje wyrażona niezmiernie rzadko. Jest jednak pewną furtką prawną w wyjątkowych sytuacjach, jak również zachętą dla dotychczasowych akcjonariuszy, aby zgodzili się na lock up. Oczywiście, jeśli zostanie wyrażona zgoda na przedterminowe zbycie akcji, dom maklerski powinien podać tę informację w formie komunikatu, aby inwestorzy dowiedzieli się o zaistniałej sytuacji.

### W trosce o nowych inwestorów

Pamiętajmy, że celem lock up'u jest troska o inwestorów, będących nowymi akcjonariuszami spółki. Jeśli nie byłoby lock up'u, rynek mógłby zostać „zalany” przez akcje posiadane przez dotychczasowych akcjonariuszy, w celu realizacji zysku. Osoby takie mogłyby kierować się rozumowaniem, że skoro dostały akcje za darmo lub po dużo niższej cenie niż obecna cena rynkowa, to warto jest sprzedać część lub całość posiadanych akcji i zrealizować zysk, skoro jest taka możliwość. W takiej sytuacji, jeśli nie byłoby zakazu sprzedaży akcji, przy znacznej podaży tych walorów ceny akcji spółki mogłyby być dużo niższe, a inwestorzy, którzy nabyli akcje w IPO, byłiby wyjątkowo niezadowoleni. Ale może zdarzyć się, że dotychczasowi akcjonariusze mogą stwierdzić też, że „opłaca” im się zламаć lock up i sprzedać akcje, bo np. podejrzewają, że kurs za rok lub dwa lata będzie niższy. Innymi słowami uważają, że konsekwencje złamania lock up'u teraz będą mniej dotkliwe finansowo niż czekanie ze sprzedażą akcji aż do wygaśnięcia lock up'u.

### Kontrola podaży teoretycznie możliwa

Zobaczmy teraz czy faktycznie umowy o obowiązywaniu lock up'u zabezpieczają przed nadmierną podażą i gwałtownym spadkiem cen akcji spółki na rynku papierów wartościowych. Czy rzeczwiście są skuteczne. Aby lock up był przestrzegany, dom maklerski oferujący akcje w IPO wymaga, aby dotychczasowi akcjonariusze, mający zakaz sprzedaży akcji przez pewien okres czasu, założyli rachunek papierów wartościowych i utrzymywali na tym rachunku posiadane akcje od chwili rejestracji papierów w KDPW przez cały okres obowiązywania lock up'u. Ma to na celu umożliwienie w znacznym stopniu kontrolowania, czy akcje nie zostają zbyt przed terminem. Ale czy aby na pewno da się przypilnować, czy ktoś, kto ma lock up

na swoich akcjach w rzeczywistości ich nie zbywa? W celu uniemożliwienia zbycia akcji dotychczasowi akcjonariusze mogą zostać poproszeni o zablokowanie tych akcji na rachunku papierów maklerskich. Ale czy to jest w stanie uniemożliwić zbycie akcji przed terminem wygaśnięcia lock up'u? Niestety nie.

### Skuteczność lock up'u, czyli sprawa wątpliwa

Każdy klient mający rachunek papierów wartościowych w biurze maklerskim może poprosić o odblokowanie akcji na swoim rachunku i biuro maklerskie musi tego dokonać, bo to jest jego rachunek i jego akcje, i takie ma prawo. Tak więc jedynym skutecznym sposobem uniemożliwiającym zbycie akcji byłaby zamiana akcji na okaziciela na akcje imienne, które nie są dopuszczone do obrotu na rynku i zostałyby skutecznie zablokowane na rachunku papierów wartościowych. Najprostszym, ale nie jedynym, sposobem zamiany akcji na okaziciela na akcje imienne jest zwołanie WZA i głosowanie na temat zmian w statucie dotyczących właśnie zamiany akcji na okaziciela na akcje imienne. Pytanie brzmi, czy taka zamiana jest celem dotychczasowych akcjonariuszy i czy się na to zgodzą? Ale jest to na pewno sposób skuteczny, gdyż zamiana na akcje imienne nie następuje na pewien okres czasu, ale bezterminowo. To znaczy, że żeby przywrócić akcje na okaziciela potrzebna jest np. ponowna zmiana statutu.

### Czuje oko inwestorów

Warto też zaznaczyć, że zazwyczaj czujne oko inwestorów oraz ich bystry umysł kontrolują przestrzeganie zapisu dotyczącego lock up'u. Tak naprawdę to im najbardziej zależy, aby ceny akcji gwałtownie nie spadły i to oni muszą najbardziej pilnować, czy przypadkiem bez zgody domu maklerskiego zapis o lock up'ie nie został złamany. Jeśli ten zapis został złamany, a inwestor w porę się o tym nie dowie, szanse na wyrównanie strat i odszkodowanie ze względu na złamanie zakazu sprzedaży akcji maleją do zera. Tylko w jaki sposób inwestor ma się dowiedzieć o złamaniu zakazu sprzedaży akcji i co się dzieje, jeśli jednak lock up zostanie złamany, a inwestorzy poczują się poszkodowani, twierdząc, że ceny akcji spółki znacznie spadły ze względu na nadmierną podaż akcji na rynku? Czego w takiej sytuacji mogą oczekiwać inwestorzy? Czy zadośćuczynienia i wyrównania strat powinni wymagać od domu maklerskiego, od emitenta, czy od konkretnej osoby? W jakiej wysokości powinna to być rekompensata? Jakie konsekwencje poniesie osoba, która złamała lock up?

### Odszkodowanie jednak możliwe

Zazwyczaj akcjonariusze, którzy złamali warunki zawartej umowy lock up, są zobowiązani do zapłaty na rzecz inwestorów,

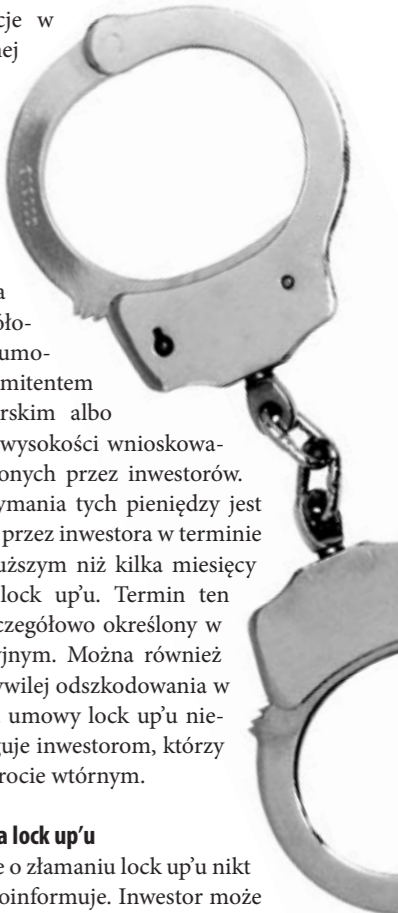
który nabyli akcje w ramach publicznej oferty i nie zbyli tych akcji lub części tych akcji w czasie obowiązywania lock up'u, pewnej kwoty pieniężnej. Jest ona zazwyczaj szczegółowo określona w umowach między emitentem a biurem maklerskim albo po prostu jest w wysokości wnioskowanych strat obliczonych przez inwestorów. Warunkiem otrzymania tych pieniędzy jest złożenie wniosku przez inwestora w terminie zazwyczaj nie dłuższym niż kilka miesięcy po wygaśnięciu lock up'u. Termin ten zazwyczaj jest szczegółowo określony w prospekcie emisyjnym. Można również zauważyć, że przywilej odszkodowania w sytuacji złamania umowy lock up'u niestety nie przysługuje inwestorom, którzy nabyli akcje w obrocie wtórnym.

### Na tropie złamania lock up'u

Pamiętajmy, że o złamaniu lock up'u nikt inwestorów nie poinformuje. Inwestor może domniemywać, że zakaz sprzedaży akcji został złamany. Po pierwsze może zauważyć, że został opublikowany komunikat, że jakiś akcjonariusz posiada obecnie np. mniej niż 10% ogólnej liczby głosów na WZA, a ze wcześniejszych komunikatów wiemy, że wcześniej miał więcej głosów na WZA. Drugim sposobem jest zauważanie, że na rynku pojawiła się bardzo duża podaż akcji, która nigdy wcześniej się nie zdarzała, nastąpiło gwałtowne zwiększenie obrotów. W takiej sytuacji inwestor może, po prostu, przypuszczać, że lock up został złamany. I co w takiej sytuacji powinien uczynić? Powinien napisać podanie do KNF-u o podejrzeniu złamania lock up'u ze względu na fakt, że KNF odpowiada za kontrolę przebiegu oferty publicznej.

### Zgodnie z prawem

Warto na koniec wspomnieć, że często opisana jest w dokumentach, takich jak prospekt emisyjny, jedna sytuacja, kiedy w trakcie obowiązywania lock up'u można zbyć akcje bez zgody domu maklerskiego. Następuje to wtedy, gdy jest ogłoszone publiczne wezwanie do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji zgodnie z obowiązującymi przepisami prawa. A przepisy prawa mówią, że każdy, kto chce w ciągu 90 dni nabyć akcje spółki będącej w publicznym obrocie w celu posiadania akcji dających co najmniej 10% głosów na WZA, musi przeprowadzić skup akcji lub zamianę akcji. ■







## TRANSGRANICZNA FUZJA SPÓŁEK JAKO ELEMENT RYNKU M&A

Pojęcie optymalnego portfela nierozdzielnie wiąże się z nowoczesną teorią portfelową Harry'ego Markowitz'a, laureata Nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii. Teoria ta zakłada, między innymi, że każdy inwestor jest racjonalny, dlatego będzie on próbował zminimalizować własne ryzyko przy równoczesnym dążeniu do osiągnięcia jak najwyższej stopy zwrotu. W przypadku jednego instrumentu finansowego w portfelu te dwa cele są sprzeczne. Aczkolwiek to założenie pozwala wyodrębnić dwie główne niewiadome, niezbędne do wykonania analiz portfelowych.

SZYMON OKOŃ  
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

W ostatnich latach rynek fuzji i przejęć rozwija się szczególnie dynamicznie. Coraz częściej mają również miejsce transgraniczne połączenia. Wiele prężnie działających i rozwijających się spółek pragnie poszerzyć swój obszar aktywności poprzez wejście w ten swoisty alians. Fuzja transgraniczna umożliwia osiągnięcie efektów synergicznych nie tylko na poziomie krajowym, ale również na obszarze międzynarodowym. Możliwość połączenia się dwóch spółek z różnych państw Unii Europejskiej jest wyrazem realizacji swobody przedsiębiorczości w rozumieniu Traktatu Wspólnoty Europejskiej.

Przystąpienie Polski do Unii Europejskiej spowodowało wiele zmian w obszarze

regulacji prawnych. Szczególna integracja następuje w zakresie prawa spółek. Przejawia się to między innymi w wydawanych rozporządzeniach mających na celu unifikację regulacji oraz dyrektywach, w których dąży się do harmonizacji określonych obszarów prawnych. Implementacja Dziesiątej Dyrektywy 2005/56/WE Parlamentu Europejskiego i Rady Unii Europejskiej w sprawie łączenia spółek kapitałowych, pozwoliła na międzynarodowe łączenie się polskich spółek w ramach rynku wspólnotowego. Przedmiotem regulacji powyższej dyrektywy jest łączenie się spółek kapitałowych utworzonych na mocy prawa państwa członkowskiego i mających siedzibę statutową, główny zarząd lub główny zakład na terenie Unii Europejskiej. Jednym z warunków jest również to, aby przynajmniej dwie z łączących się spółek podlega-

ły prawu różnych państw członkowskich. Dziesiąta Dyrektywa zawiera pewien minimalny standard wspólnych rozwiązań, które należy przenieść do krajowych porządków prawnych wprost z jej postanowień. Reguluje ona między innymi podstawowe zasady tego rodzaju fuzji, wskazuje na ochronę i bezpieczeństwo wspólników mniejszościowych wierzycieli czy pracowników. Zakłada również pewien szczególny model postępowania kontrolnego.

Przepisy regulujące transgraniczne łączenie się spółek zostały zamieszczone w Kodeksie Spółek Handlowych obok regulacji dotyczących krajowych połączeń, podziałów i przekształceń spółek. W pierwszej kolejności należy wskazać na zakres podmiotowy, tak więc na to, jakie spółki mogą uczestniczyć w połączeniu, o którym wyżej mowa. Zgodnie z regulacja-

mi mogą to być spółki kapitałowe prawa handlowego, a więc spółka z ograniczoną odpowiedzialnością oraz spółka akcyjna, jak również jedna ze spółek osobowych, jaką jest spółka komandytowo-akcyjna. W połączeniu transgranicznym nie może uczestniczyć natomiast zagraniczna spółdzielnia oraz szczególnego rodzaju spółka, której celem jest zbiorowe inwestowanie kapitału pozyskanego w drodze emisji publicznej. Dokonując analizy transgranicznej fuzji należy wspomnieć o sposobach połączeń. Po pierwsze dopuszczalne jest połączenie przez przejęcie (per incorporationem) oraz połączenie przez zawiązanie nowej spółki (per unionem). Jeżeli chodzi o transgraniczną fuzję spółek istnieje pewne ograniczenie w zakresie sposobów połączenia. Spółka komandytowo-akcyjna nie może być spółką przejmującą albo spółką nowo zawiązaną.

W procesie łączenia spółek niezwykle istotne znaczenie ma plan połączenia, szczegółowy wykaz elementów, jakie powinien on zawierać, można odnaleźć w Kodeksie Spółek Handlowych. Krótko natomiast można wspomnieć, że należy w nim zamieścić informacje m.in. takie jak: dane łączących się spółek, parytet wymiany, warunki przyznania udziałów czy akcji, informacje dotyczące wyceny aktywów czy wpływu połączenia na stan zatrudnienia. Dokument ten zawiera znacznie więcej elementów niż w przypadku łączenia spółek podlegających prawu krajowemu. Plan połączenia badany jest przez wyznaczonego przez sąd biegłego.

Przed dokonaniem połączenia wymagane jest sporządzenie przez zarząd spółki szczegółowego pisemnego sprawozdania uzasadniającego połączenie. Określa ono podstawy prawne oraz uzasadnienie ekonomiczne połączenia, skutki połączenia dla wspólników, wierzycieli i pracowników, parytet wymiany oraz szczególne trudności związane z wyceną udziałów lub akcji łączących się spółek.

Warto również wskazać na to, iż w przypadku tego typu połączenia wspólnicy łączących się spółek oraz przedstawiciele pracowników przed dokonaniem połączenia mają prawo przeglądać plan połączenia, sprawozdania finansowe oraz sprawozdania z zarządów z działalności łączących się spółek, a także sprawozdanie zarządu uzasadniające połączenie oraz opinię biegłego dotyczącą planu połączenia, o których była mowa wyżej. Jest to pewien element kontroli, poprzez który mogą zostać wyeliminowane pewne nadużycia wiążące się z połączeniem.

Jednym ze szczególnych elementów, jaki nie występuje w przypadku łączenia się spółek prawa krajowego, jest obowiązek złożenia przez zarząd wniosku do sądu

rejstrowego o wydanie zaświadczenia o zgodności z prawem polskim połączenia transgranicznego w zakresie procedury podlegającej temu prawu. Do takiego wniosku należy dołączyć szereg załączników, m.in.: plan połączenia, sprawozdanie zarządu uzasadniające połączenie czy opinię biegłego o połączeniu. Po złożeniu takiego dokumentu sąd wydaje stosowne zaświadczenie o zgodności połączenia z prawem polskim.

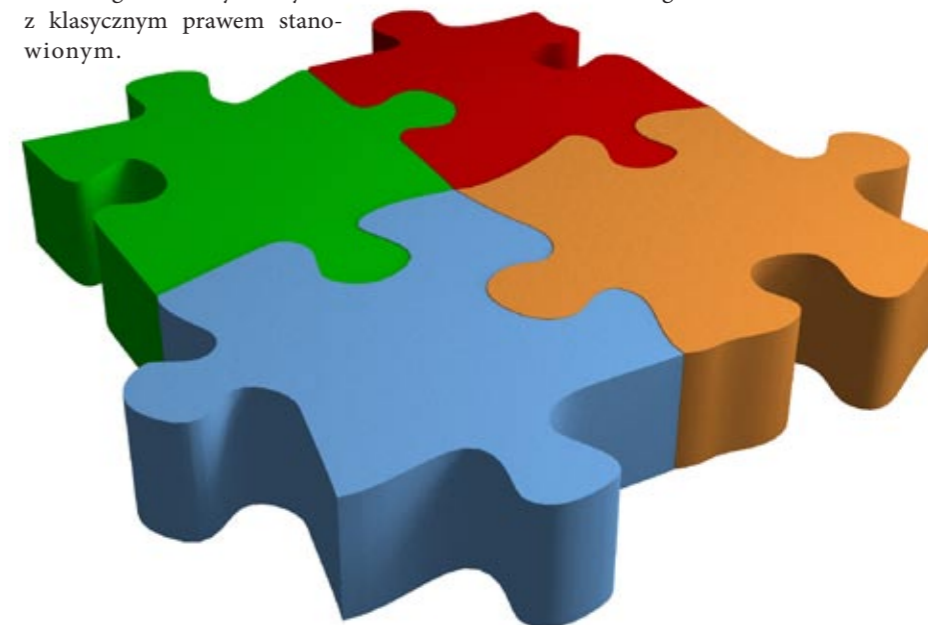
Kolejnym krokiem jest złożenie wniosku o wpisanie połączenia do rejestru. Jest to niezbędny element każdej fuzji. Dokonuje tego zarząd lub organy administrujące spółki przejmującej lub nowo zawiązanej. Sąd bada m.in., czy spółki zatwierdziły plan połączenia na tych samych warunkach, a następnie zawiadamia organy spółki o wpisie. Z momentem wpisu następuje chwila połączenia się spółek.

Fuzja transgraniczna może być dokonana między spółkami działającymi praktycznie w każdym obszarze biznesowym. Proces prowadzący do ostatecznego połączenia się dwóch różnych twórców prawnych zazwyczaj jest bardziej skomplikowany niż w przypadku fuzji krajowych. Bardzo często wymaga on zaangażowania wielu specjalistów - zarówno prawników, finansistów, doradców podatkowych, jak i osób mających doświadczenie w zakresie doradztwa strategicznego. W tego typu połączeniach pojawiają się również różnego rodzaju problemy natury organizacyjnej czy kulturowej; mniejsze znaczenie mają one w przypadku połączeń pomiędzy spółkami działającymi w tym samym kraju. Należy mieć również na względzie wiele różnic natury prawnej, w tym w szczególności różnic podatkowych. Przykładowo można wskazać na połączenia pomiędzy spółką z Wielkiej Brytanii, gdzie obowiązuje system prawa common law oraz spółką z Polski, gdzie mamy do czynienia z klasycznym prawem stanowionym.

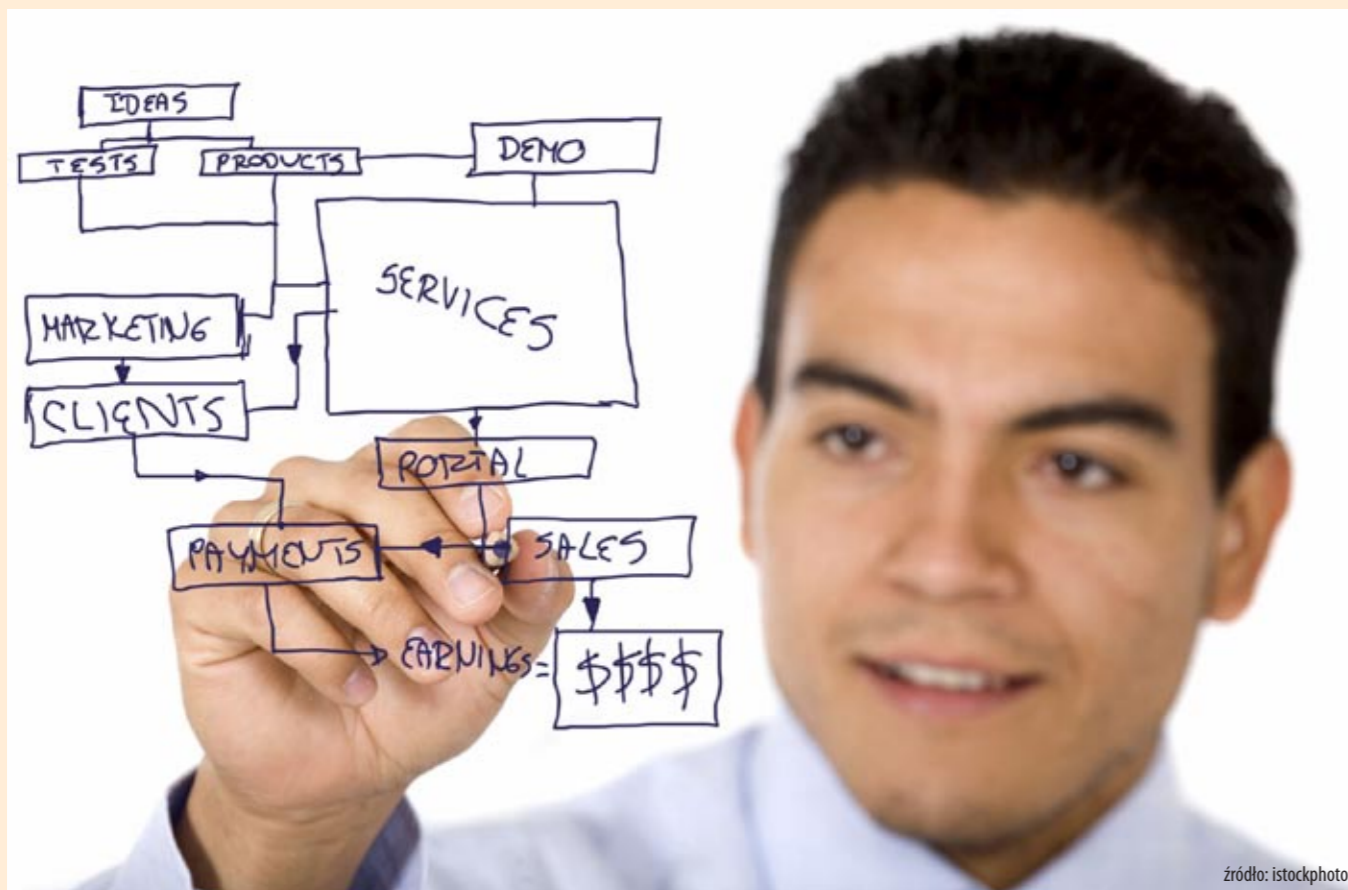
Podobna różnica zachodzi również, jeżeli chodzi o kwestie podatkowe. W pierwszym przypadku mamy do czynienia z większym znaczeniem zasad narzucanych przez swobodny rodzaj instytucji podatkowej, w drugim natomiast przepisy podatkowe są uregulowane w przeważającej mierze w ustawach. Te i wiele innych aspektów wymagają szczególnej analizy przy procesie transgranicznego łączenia się spółek. Należy na nie zwrócić szczególną uwagę, rozważając możliwość fuzji.

Jak już wcześniej wspomniano, wprowadzenie przepisów dotyczących transgranicznych połączeń w ramach rynku wspólnotowego jest wyrazem realizacji swobody przedsiębiorczości oraz swobody przepływu kapitału. Dzięki wprowadzeniu przepisów regulujących tego typu fuzję pojawiły się dodatkowe narzędzia prawne dla realizacji międzynarodowych transakcji kapitałowych oraz procesów restrukturyzacyjnych. Można również wskazać na fakt, iż wprowadzenie przepisów, zgodnie z którymi ostatecznie połączona spółka będzie podlegała wyłącznie jednemu z wybranych praw krajowych zwiększa konkurencyjność krajowych systemów prawa spółek. Przedsiębiorcy będą wybierali te systemy prawa spółek, które będą dla nich najdogodniejsze pod względem formy prowadzenia spółki czy opodatkowania.

Możliwość transgranicznych połączeń w ramach Unii Europejskiej z pewnością ułatwia i przyspiesza rozwój gospodarczy Wspólnoty. W dzisiejszych czasach dla wielu przedsiębiorców operowanie wyłącznie na rynku krajowym jest niewystarczające, chcą oni prowadzić ekspansję na inne rynki, szukają partnerów gospodarczych w innych krajach, dlatego możliwość tego typu połączenia jest dla nich znakomitą szansą. Dla polskich spółek fuzje transgraniczne mogą być drogą do dynamicznego wzrostu. ■







źródło: istockphoto

## WŁASNA FIRMA JUŻ ZA 200 ZŁ MIESIĘCZNIE

W dzisiejszych czasach koszty prowadzenia działalności gospodarczej są bardzo istotne w ogólnej kalkulacji kosztów działalności przedsiębiorstwa. Koszty założenia i prowadzenia firmy są bardziej odczuwalne dla młodych przedsiębiorców, stawiających pierwsze kroki w świecie prawdziwego biznesu, niż dla większych grup finansowych czy inwestorów posiadających znaczne zasoby wolnej gotówki. Dodatkowo utrudnienia powstają przy założeniu własnej działalności w wyniku częstych zmian w prawie – rynek oczekuje stabilnego systemu administracyjnego i uproszczenia wszelkich procedur. Są jednak miejsca, gdzie prowadzenie biznesu jest łatwe i przyjemne, a nad firmą działa sztab specjalistów.

JAKUB DOMAGALSKI  
JAKUB.DOMAGALSKI@GAZETATREND.PL

Od 2004 r. istnieje bardzo dobra alternatywa dla klasycznej działalności gospodarczej, która posiada konkurencyjne rozwiązanie prawne, umożliwiające założenie firmy przez niemal każdego człowieka. Powstanie Fundacji Akademickich Inkubatorów Przedsiębiorczości (AIP) dało wielu młodym ludziom szansę założenia własnej

firmy. Fundacja nie pobiera procentu od zysków, a także nie rości sobie praw do projektów stworzonych w inkubatorach. Założenie własnej firmy jest bardzo proste, ponieważ trwa tylko jeden dzień i kosztuje jedynie 200 zł miesięcznie. Wystarczy tylko jedno spotkanie bez zbędnych formalności, wszystkie dokumenty wypełnić można na miejscu w siedzibie Akademickiego Inkubatora Przedsiębiorczości przy Szkole Głównej Handlowej w Warszawie.

Oczywiście na spotkaniu z przedstawicielem AIP wypada mieć ze sobą biznesplan. Młody przedsiębiorca do dyspozycji dostaje powierzchnie biurową, fax, komputer, Internet, a także niezbędną pomoc prawną i w pełni profesjonalne wsparcie ze strony pracowników Inkubatora. To jednak nie wszystko. Największymi zaletami prowadzenia własnej firmy w ramach AIP jest brak konieczności płacenia składek do Zakładu Ubezpieczeń Społecznych (ZUS),

Klasyczna działalność gospodarcza	Firma w AIP
Założenie firmy: 3-4 tyg. Koszt rejestr. firmy: ok. 200 zł ZUS: 280 zł Wynajęcie pomieszczenia biurowego: od 400 zł Prowadzenie księgowości (do 10 dok/m-c): 150 zł Szkolenia: ok. 1000 zł Porada prawna (1h): 100 zł Promocja firmy: od 500 zł Fax, internet itp.: 250 zł	Założenie firmy: <b>1 dzień</b> Koszt rejestracji firmy: 0 zł ZUS: 0 zł Wynajęcie pomieszczenia biurowego: 0 zł Prowadzenie księgowości (do 30 dok/m-c) Szkolenia Porada prawna Promocja firmy Fax, internet itp.
Suma = ok. 2680 PLN	Suma = <b>200 PLN / miesiąc</b>

jak również bezpłatne indywidualne konto bankowe i profesjonalny program do fakturowania. W ramach funkcjonowania w strukturach AIP, młody przedsiębiorca może już od pierwszego dnia wystawiać faktury VAT za swoje usługi, a wszelkimi dokumentami księgowymi zajmie się dział księgowości. Ponadto można używać adresu inkubatora AIP przy SGH, zarówno korespondencyjnie, jak i oficjalnie. Dużo potrzebnych informacji znajduje się na stronie internetowej Akademickich Inkubatorów Przedsiębiorczości przy SGH pod adresem [www.aipsggh.pl](http://www.aipsggh.pl).

Jeżeli masz nie więcej niż 30 lat i dobry pomysł na biznes, to takiej okazji nie można przegapić.

Sztab ekspertów działających w AIP wspiera działania młodych przedsiębiorców, którzy mogą brać dodatkowo udział w licznych szkoleniach, by lepiej zarządzać swoją firmą. Można otrzymać również wsparcie w zakresie reklamy i promocji firmy.

Po 5 latach funkcjonowania Fundacji Akademickich Inkubatorów Przedsiębiorczości, z ich usług skorzystało już ponad 900 firm, a do grona przedsięwzięć z sukcesem można zaliczyć HighClass.pl, przedsiębiorstwo, które swoje pierwsze kroki stawiało właśnie w AIP. Dziś HighClass.pl to profesjonalny sklep internetowy oferujący produkty z górnej półki (galanteria, zegarki, art. piśmienne, profesjonalny bagaż czy upominki). Firma ta po kilkunastu miesiącach funkcjonowania w strukturze AIP, osiągnęła przychody przewyższające 300 tys. PLN. Inne dobrze radzące sobie projekty w ramach AIP to: Sunshine Profits - portal wsparcia dla Inwestorów w me-tale szlachetne, Mrock.pl, czyli sprzedaż specyficznych gadżetów, czy Akademia Wszechstronnego Rozwoju, która organizuje Akademię Kobiet Sukcesu. ■

ARTYKUŁ SPONSOROWANY

Akademiczne Inkubatory Przedsiębiorczości zrzeszają ludzi młodych, ambitnych i bardzo dobrze wykształconych. Są to osoby, które właśnie ukończyły studia lub jeszcze studiują. AIP umożliwia im połączenie teoretycznej wiedzy zdobytej podczas studiów z wiedzą praktyczną, którą mogą nabyć tylko i wyłącznie samodzielnie prowadząc swoją działalność. Dzięki opiece jaką nad nimi sprawują Akademickie Inkubatory Przedsiębiorczości ci młodzi ludzie stają się prawdziwymi profesjonalistami w swoich dziedzinach. Więcej informacji: [www.aipsggh.pl](http://www.aipsggh.pl).

## CO SŁYCHAĆ NA WALL STREET? TRWA SZARŻA BYKÓW NA WALL STREET

PIOTR KUCZYŃSKI  
XELION. DORADCY FINANSOWI

Od marca niewiele z tego, co działo się na Wall Street, zaskakiwało. Oczekiwałem tej hossa, 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. Owszem, na przełomie sierpnia i września było trochę niepokoju wynikającego ze złej sławy września (statystycznie najgorszy miesiąc dla akcji w roku). Poza tym sierpień był już szóstym, kolejnym miesiącem wzrostu w bardzo chwiejnej i 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. Po nim 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.

Wcześniej, latem, w trakcie sezonu raportów kwartalnych prowadzona była stara gra Wall Street: niskie prognozy – lepsze wyniki. Pozostaje postawić pytanie: ile w tych wynikach jest sztuczek księgowych i wpływu lutowej decyzji FASB (można aktywa wycenić nie według cen rynkowych, a według wycieńczeń teoretycznych). Rynek jednak udawał, że tego nie widzi, mimo tego, że w telewizjach biznesowych takie wątpliwości się pojawiały. Bez względu jednak na wątpliwości trzeba wyraźnie powiedzieć, że banki są stanowczo zbyt drogie. Akcje w tym sektorze zdrożały już w tym roku 150 – 200 procent...

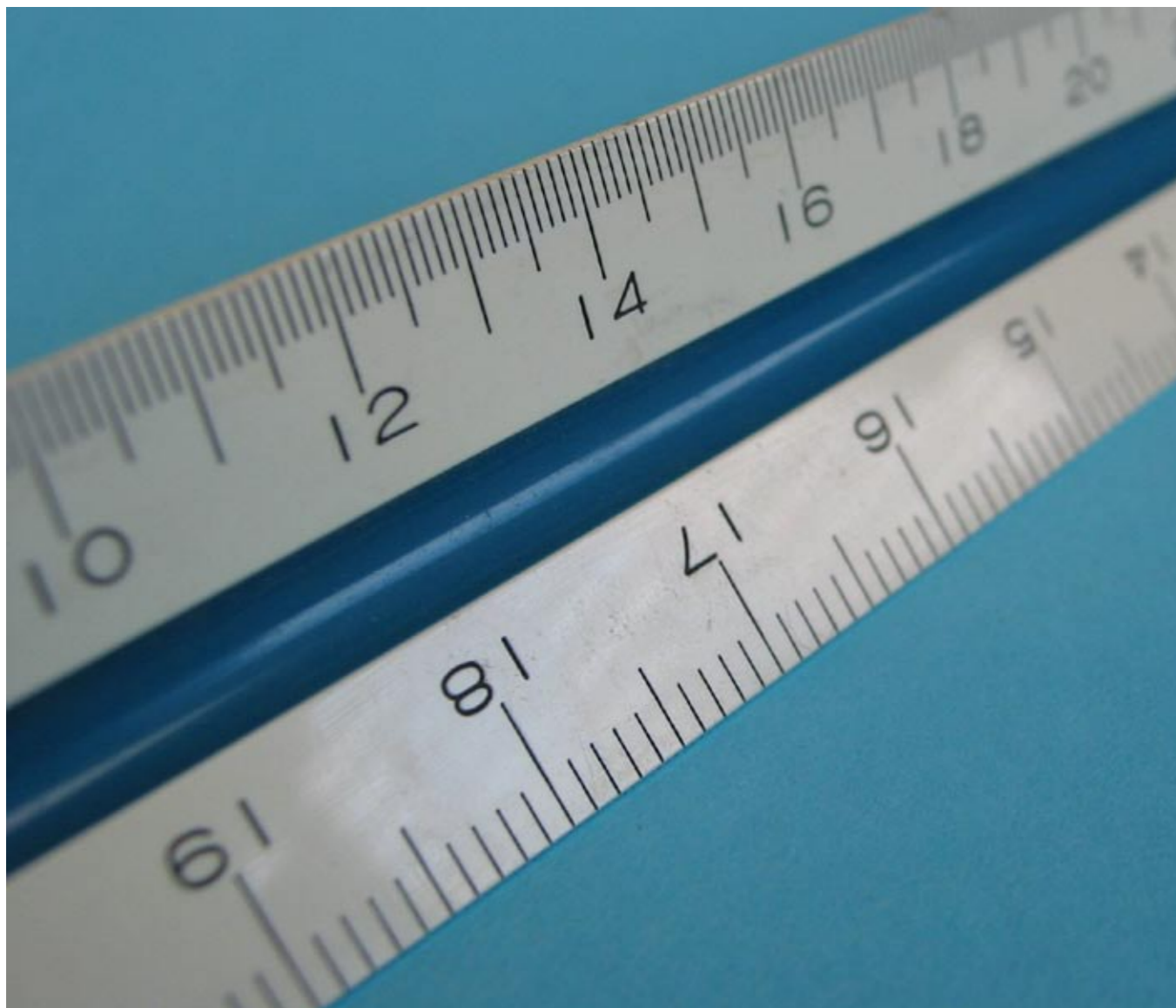
Bardzo interesujące było to, co działo się na rynku walutowym. Kurs EUR/USD rósł i wydawało się na pozór, że nie byłoby w tym nic nadzwyczajnego, gdyby nie duża skala wzrostu. Skąd da się jednak łatwo wyjaśnić. Niezłe nastroje na giełdach podnosiły kurs, a reszty dokonała technika. Najpierw padł opór z końca sierpnia, co musiało zwiększyć podaż dolarów. Nie tylko wzrost apetytu na ryzyko szkodził dolarowi. W opublikowanym w poniedziałek 7 września raporcie Konferencja Narodów Zjednoczonych ds. Handlu i Rozwoju (UNCTAD) zaproponowała reformę systemu walutowego (niewykluczone, że pomógł on w przecenieniu dolara). O taką reformę dopominają się już od pewnego

czasu bardzo energicznie kraje BRIC. One jednak chcą tylko zwiększenia roli Specjalnych Praw Ciągnięcia (SDR), emitowanych przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy. Miałaby to być namiastka waluty światowej. UNCTA postuluje utworzenie światowego banku, który emitowałby nową walutę oraz kontrolowałby, czy poszczególne kraje utrzymują względem niej sztywny realny kurs swoich walut. Jak wiadać na świecie zaczyna dominować przekonanie o konieczności zmiany systemu.

Dane makro były w USA jak zwykle mieszane, ale pokazywały ciągle to, o czym już wiemy – ożywienia gospodarki jeszcze nie ma, ale czai się tuż za rogiem. To oczywiście pomagało „bykom” na rynku akcji. Pozytywnym było też to, że kolejni eksperci zapowiedzieli koniec recesji – sondaż powaźanego Blue Chip Economic Indicators pokazał, że 90 procent respondentów wierzy w zakończenie recesji w obecnie trwającym kwartale. W komunikatach po posiedzeniu FOMC też widać było optymizm, ale końca recesji jeszcze nie ogłoszono. Znalazła się tam jednak informacja o powolnym ograniczeniu programu skupu obligacji, który definitywnie zakończy się w październiku. Fed zapewnił też jednak, że mimo poprawy sytuacji gospodarczej stopy pozostaną na „wyjątkowo niskim poziomie przez czas dłuższy”. Widać, że Fed nie chce popsuć nastrojów.

Na razie wszystko było stosunkowo proste do przewidzenia: rynki zimą 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 listopada. 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. Nie byłby to powrót do bessy, a jedynie korekta, ale korekta bolesna. Można więc tak podsumować: krótkoterminowe ryzyko inwestycyjne na początku jesieni gwałtownie rosło. Był to już wtedy rynek dla najbardziej aktywnych inwestorów. Bardziej spokojni powinni czekać na to, co zobaczymy na przełomie października i listopada. ■





## DCF - METODA, DZIĘKI KTÓREJ MOŻESZ ZAROBIĆ 62 MILIARDY DOLARÓW

Filozofię metod dochodowych, do których należy DCF, można porównać do piłki nożnej, czy innego sportu: każdy wie, o co chodzi, ale poważne pieniądze zarabiają na grze nieliczni. Co do wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych jest dokładnie tak samo: zrozumiesz, Szanowny Czytelniku, jej logikę oraz kierujące nią reguły w połowie pierwszej strony tego artykułu. Przez dalszą jego część będę próbował możliwie najdelikatniej powiedzieć, że jednak jest inaczej!

BARTOSZ BONIECKI  
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

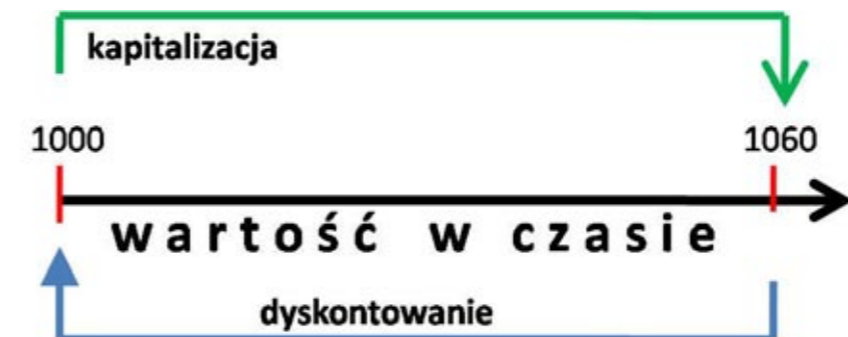
W ostatnim artykule przedstawiony został (w dużym skrócie) problem wyceny metodą porównawczą. Wskazałem w nim podstawowy minus tejże techniki, jakim jest jej orientacyjny charakter. Niewiele odbiegnie od prawdy stwierdzenie, że coś, co można zrobić w 10 minut (zakładając dostęp do danych branżowych), nie ma zbyt dużej wartości. Bardziej trafna może być właśnie metoda

zdyskontowanych przepływów pieniężnych - Discounted Cash Flows (DCF), aczkolwiek to, iż wymaga ona poświęcenia znacznie większej ilości czasu, nie oznacza automatycznie lepszych rezultatów.

Co do idei, metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych jest bardzo prosta - wycenia dany składnik aktywów jako sumę strumieni pieniędzy, które (z pewnym prawdopodobieństwem) wygeneruje. Możemy też definicję „składnika aktywów” rozszerzyć na „sumę wszystkich aktywów” - czyli całą fir-

mę. Ponieważ zazwyczaj interesuje nas cena **na chwilę obecną** (choć niekiedy chcemy znać ją dla innego momentu w przyszłości, lub w przeszłości), wartości tych strumieni muszą być wyrażone dla jednego momentu w czasie; muszą zostać **zdyskontowane**. Pokażę to na prostym przykładzie.

Pan S. Kąpy chce założyć roczną lokatę w banku i wie, że po tym czasie na koncie będzie mieć 1060 złotych, a oprocentowanie oferowane przez bank, na jakie się zgadza, wynosi 6%. Wykonując proste działanie dzielenia



kwoty 1060 zł przez  $1+6\%$  (1,06), okazuje się, że musi dzisiaj wpłacić 1000 złotych, aby za rok mieć 60 złotych zysku. Znając więc wartość przyszłą lokaty (aktywów) - 1060 zł, jak i stopę dyskontową <sup>1</sup> równą 6%, zdyskontował strumień przyszłej gotówki. Tyle można powiedzieć o filozofii metod dochodowych (a więc metod w których dyskontuje się przyszłe dochody). Ilustruje to powyższy schemat

„Czas to strata pieniędzy”  
Oscar Wilde

Gdy analityk wycenia spółkę, nie patrzy na piękne słowa prezesa o ambitnych planach, nie za bardzo przykłada wagę do deklaracji, które wydają się bez pokrycia, nie liczy też liczby opublikowanych w mediach artykułów z tematem „Jest kryzys”, czy „Druga fala kryzysu nadchodzi”. Aby poznać prawdziwą wartość akcji, musi on na pewno uwzględnić **wielkość wpływów**, jakie spółka osiągnie w każdym okresie. Jest to fundamentalna sprawa. Są oczywiście jeszcze inne determinanty ceny akcji. Jeżeli, przykładowo, pewien pracownik zarabia w firmie 3000 złotych miesięcznie, to czy wolałby otrzymać zarobki z trzech miesięcy teraz, czy rok później? Najprawdopodobniej, nawet jeśli byłby na tyle zamożny, by się spokojnie przez ten rok utrzymać, optowałby za wypłatą już teraz. Tak więc drugim czynnikiem kształującym wartość spółki jest czas, czyli **struktura czasowa wszystkich cash flow**. Im później one następują, tym mniejszą mają wartość. Kolejnym elementem jest **stopa dyskontowa**, która odpowiada na pytanie: ile warte są „jutrzejsze” przepływy dzisiaj? Zazwyczaj jej wielkość zależy od poziomu ryzyka. Im bardziej chwiejne są notowania spółki (łatwiej jest stracić dużo pieniędzy, ale i zyskać), tym ta stopa powinna być wyższa. Natomiast licząc wartość metodą FCFE, gdzie uwzględnia się jedynie przepływy do akcjonariuszy, można zastosować stopę dyskonta, równą oczekiwanej przez inwestora rentowności inwestycji w akcje. Jeżeli wymaga on (lub ona...) 20% zwrotu, ustala taką właśnie stopę ke. Ostatnia

1. Stopa procentowa służy kapitalizacji - naliczaniu odsetek zgodnie ze stopą procentową, uzyskując w wyniku wartość przyszłą. Procesem odwrotnym, przejściem od wartości przyszłej do bieżącej jest dyskontowanie z właściwą mu stopą - dyskontową

determinanta to **tempo wzrostu przepływów pieniężnych** z roku na rok - g. W sposób jednoznaczny wpływa to na ich **wielkość** (patrz wyżej), stąd wpływu tej zmiennej nie będę dalej dyskutował.

Uogólniając przykład z lokatą na wszystkie typy aktywów (akcje, obligacje, certyfikaty depozytowe, etc.) można zapisać:

Wartość składnika aktywów:

$$\sum_{t=1}^{t=n} \frac{PP_t}{(1+r)^t}$$

Gdzie r to stopa dyskontowa,  $PP_t$  - **przepływ pieniężny okresu t** (w skrócie: CF<sup>2</sup>) (np. 100 000zł, jakie zarobisz na giełdzie, stosując metodę DCF!)

Wracając do naszej lokaty - zgodnie ze wzorem:  $PP_1=1060$ ,  $r=6\%$ ,  $n=1$  (jest to roczna alokacja)

Generalnie rzecz ujmując, można wyróżnić 4 etapy wyceny - kończącej się wyliczeniem wartości jednej akcji:

1. Wyznaczasz okresu szybkiego rozwoju firmy<sup>3</sup>.
2. Obliczasz wartość oczekiwanych CF.
3. Prognozujesz wartość końcową firmy.
4. Dzielisz wartość firmy przez liczbę jej akcji.

Wszystkie te punkty zostaną teraz szczegółowo omówione.

### Cykl życia firmy

Z firmami jest jak z dziećmi: im młodsze, tym wyższy mają potencjał wzrostu. Dziecko rozwija się (fizycznie) stopniowo coraz wolniej, aż w końcu staje się dorosłe i tempo wzrostu spada do zera, później - na „jesień życia”, cechuje się „ujemną dynamiką wzrostu”, jak to mówią doradcy finansowi podczas rozmowy z niezadowolonym klientem. Stosując to podejście do spółek, upraszczamy je, dzieląc czas (cykl) życia firmy na dwa etapy: szybkie-

2. Pojęć: przepływ pieniężny i CF będą używał zamiennie
3. W okresie stabilnego wzrostu

go i wolnego (stabilnego) rozwoju. Długość okresu szybkiego wynika z kilku czynników:

- **Wielkość.** Małe firmy mają często więcej przestrzeni do wzrostu i relatywnie duży rynek do zajęcia - skok z 1% udziału w rynku do 10% jest poprawą o 900%, a kolejne 9 punktów procentowych z 10 do 19% to zmiana już „tylko” o 90%. Na tym polega wspomniana wyżej przestrzeń. Nierzadko przejście od jednoprocentowego do dziesięcioprocentowego pokrycia rynku jest prostsze niż dalsza poprawa pozycji.
- **Przewaga konkurencyjna.** Im wyższy jej poziom oraz trwałość, tym dłużej trwać będzie ponadprzeciętny wzrost wartości spółki.
- **Stopa zwrotu.** Jeżeli przedsiębiorstwo osiąga ponadprzeciętną stopę zwrotu, a warunki gospodarcze pozostają niezmiennione, bardziej prawdopodobnym jest, że ta dobra passa będzie kontynuowana.

Chcąc kupować akcje z wielkim potencjałem, musimy pamiętać, że „nabywamy” zarazem wielkie ryzyko - pragnąc w końcu zarobić więcej niż inni (np. niż posiadacze akcji dużych firm z indeksu WIG20), należy się liczyć z tym, że przy korekcie, czy recesji rynek osiąga -symetrycznie - większe straty. Ostatnie zawirowania finansowe pokazały, iż małe spółki w okresie bessy mogą tracić nawet 90% swojej wartości. Gorzej od nich wypadają (-ały) już chyba tylko duże banki inwestycyjne... Za punkt odniesienia szybkiego tempa rozwoju przyjmujemy średnio przedział 5-10 lat.

W drugiej części artykułu, która ukaże się za miesiąc, pokażę, jak obliczać wartość przepływów pieniężnych, powiem, kto pragnie grubych banknotów i zmienię postrzeganie wpływu pięcioprocentowego wzrostu, jaki pewnie niejednemu wydałby się mały. To gruby błąd! ■





# JOHN PIERPONT MORGAN

## TWÓRCA INWESTYCYJNEGO IMPERIUM

John Pierpont Morgan, znany w skrócie jako J. P. Morgan, to nikt inny, jak twórca imperium bankowego, człowiek, którego nazwisko sygnuje takie instytucje jak J.P.Morgan Chase, czy Morgan Stanley. Żył mniej więcej w tym samym czasie co opisany w ostatnim numerze John Davison Rockefeller, ale od naftowego potentata różniło go to, że chociaż obracał ogromnymi sumami pieniędzmi, sam nie dorobił się aż tak wielkiego majątku. Krąży anegdota, że gdy po śmierci Morgana Rockefeller (jego majątek warty był wówczas niespełna miliard dolarów, dzisiaj odpowiada to 190 mld USD) dowiedział się, że majątek zmarłego oszacowano na 80 milionów dolarów (dzisiaj ok. 1,2 mld USD), powiedział: „I pomyśleć, że nie był nawet bogaty”. Warto jednak zdawać sobie sprawę z tego, że Morgan swojego czasu należał do najbogatszych ludzi na świecie, a przynajmniej był za takiego uważany, dzięki licznym inwestycjom i wpływowi. Rolę, jaką J. P. Morgan pełnił w bankowości Ameryki, można porównać do dzisiejszego stanowiska Prezesa Fed.

ANNA GRODECKA  
ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL

### W czepku urodzony

Historia J.P. Morgana nie należy do opowieści o amerykańskim śnie, w którym pucybut został milionerem. Obie strony jego rodziny były dobrze sytuowane. Ojciec, Junius Spencer Morgan, był dobrze prosperującym handlowcem. W latach 50-tych XIX wieku został zatrudniony przez George'a Peabody'ego, czołowego bankiera ówczesnych czasów, stając się jego partnerem w spółce George Peabody&Co. Tak rozpoczęła się przygoda ojca J. P. Morgana z bankowością. Specjalizował się on zwłaszcza w transakcjach transatlantyckich, transferując kapitał z Wielkiej Brytanii do Ameryki, która była wówczas głodna pieniędzy. Matka przyszłego inwestora, Juliet Pierpont, była córką lekarza i prawnika. Wuj od strony matki, James Lord Pierpont, był kompozytorem słynnego świątecznego utworu „Jingle Bells”.

John Pierpont Morgan urodził się 17 kwietnia 1837 roku w Hartford, Connecticut. Jego ojciec chciał przekazać spuściznę synowi, dlatego od początku zrezygnował z jego kariery. Szkoła średnia, jaką wybrał synowi – English High School of Boston – specjalizowała się w matematyce, przygotowując młodych ludzi do pracy w handlu. Po ukończeniu edukacji na szczeblu średnim, młody Morgan został wysłany do Europy, gdzie najpierw skończył język francuski w szwajcarskiej szkole Bellerive, po czym studiował na Uniwersytecie w Göttingen, aby nauczyć się płynnie niemieckiego.

Podobno opiekuńczość i zdecydowanie ojca rzadko kiedy trafiały na opór Johna, który zazwyczaj szanował jego decyzje. Jedną ze spraw, w której sprzeciwił się opiekunowi, była kwestia jego pierwszego małżeństwa, które nie zyskało przychylności ojca. J. P. Morgan zbuntował się i w wieku 24 lat ożenił się z chorą na gruźlicę Amelią Sturges, która niebawem umarła, podczas europejskiej podróży poślubnej.

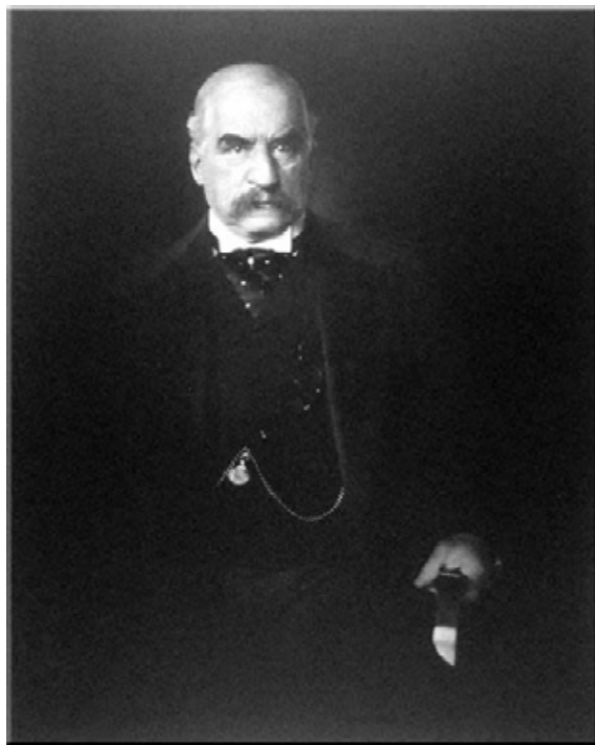
### Budowa reputacji w świecie finansów

Po ukończeniu studiów J.P. Morgan rozpoczął pracę w londyńskiej filii firmy jego

ojca, aby po roku przenieść się do Nowego Jorku. Na początku pracował jako księgowy w spółce Duncan, Herman & Co, od 1860 roku w firmie ojca, Drexel, Morgan & Co. Podczas wojny secesyjnej, w której młody Morgan nie brał udziału dzięki wpłaceniu pieniędzy kontrybucji, rodzinny biznes kwitł. Kiedy w 1893 roku Antony Drexel zmarł, dwa lata później spółka przyjęła nazwę J.P.Morgan & Company. Jednak John Pierpont Morgan już wcześniej zdobył uznaną pozycję na rynku finansów.

Oprócz współpracy z ojcem, rozwijał samodzielne biznesy, które do jego śmierci objęły bardzo dużo branż. Zaczął od inwestycji w linie kolejowe i ich zaopatrzenie. Skupował potrzebujące restrukturyzacji koleje i firmy przewoźowe, po czym dokonywał ich reorganizacji. Proces ten doczekał się nawet swojej nazwy: „morganization”. W związku z zaangażowaniem w przemysł kolejowy J. P. Morgan miał znaczne zapotrzebowanie na stal. I właśnie przemysł stalowy stał się kolejnym polem ekspansywnej działalności bankiera. W 1901 roku założył trust stalowy U.S. Steel Corporation, później rozpoczęła się również jego przygoda z żegluga. Do kontrolowanych przez niego linii przewoźowych i operatorów należał m.in. statek Titanic.

Nie można zapomnieć o roli, jaką odegrał John Pierpont Morgan na szczeblu centralnym. Mówi się, że przynajmniej dwukrotnie uratował Stany Zjednoczone przed bankructwem. Po raz pierwszy w 1895 roku, kiedy Skarb Państwa nieomal wyczerpał swoje zasoby złota i był bliski niewypłacalności. Wówczas J. P. Morgan zorganizował na Wall Street pożyczkę złota, umożliwiając rządowi emisję obligacji i sfinansowanie wydatków. Były to kwitujące czasy dla Nowego Jorku, który był wówczas stolicą amerykańskich korporacji – prawie



połowa milionerów USA mieszkała w metropolii.

Drugie wydarzenie, podczas którego J. P. Morgan wykazał zimną krew, miało miejsce w 1907 roku. Na rynku zapanowała wówczas panika i klienci chcieli masowo wycofywać pieniądze z banków. Podobno finansista zebrał wtedy 50 bankierów w domu i zamknął ich na klucz w swojej bibliotece, dopóki nie podpisali zobowiązania do pomocy finansowej.

Dopiero po śmierci J. P. Morgana (31 marca 1913, Rzym) w Stanach Zjednoczonych wprowadzono system Rezerwy Federalnej, ale można śmiało powiedzieć, że przed jego powstaniem to właśnie bank wielkiego inwestora pełnił taką rolę w USA. Spuściznę ojca przejął John Pierpont Morgan Junior (jedyne dziecko czworga dzieci J. P. Morgana, ze związku z drugą żoną, Frances Louisa Tracy). W 1914 roku przy Wall Street 23 zbudowano House of Morgan, który na wiele kolejnych dziesięcioleci był jednym z ważniejszych adresów dla bankowości inwestycyjnej. Po akcie Glassa Steagalla z 1933 roku banki amerykańskie

zostały zmuszone do jednoznacznego określenia rodzaju swojej działalności. W związku z tym House of Morgan podzielił się w ciągu kolejnych lat na trzy główne instytucje: J.P. Morgan&Co. – bank komercyjny, Morgan Stanley – bank inwestycyjny oraz Morgan Grenfell w Londynie. Dzisiaj na szczycie żadnej z instytucji sygnowanych nazwiskiem J. P. Morgana nie stoi potomek wielkiego inwestora. Jednak jego prawnuk jest bankierem inwestycyjnym i ma własną firmę w Nowym Jorku.

### Kolekcjoner sztuki i sponsor

Być może pod koniec życia J. P. Morgana jego majątek byłby nieco większy, gdyby nie zamiłowanie jego właściciela do luksusu. Inwestor rozpoczął swoją przygodę z kulturą podczas młodości podróży po Europie, kiedy zaczął kupować pierwsze dzieła sztuki. Pasja ta przerodziła się potem nieomal w manię. J. P. Morgan był posiadaczem wielu białych kruków, m.in. Biblii Gutenberga, kompletu autografów mężów stanu, którzy podpisali Deklarację Niepodległości, wielu znanych obrazów, rzadkich okazów chińskiej porcelany, największego oszlifowanego szafiru na świecie. Wiele jego zbiorów zostało po śmierci przejętych przez Metropolitan Museum of Art, którego był prezesem. Te najcenniejsze podarował jeszcze za życia odpowiednim muzeom i instytucjom.

Był również darczyńcą i sponsorem, chociaż wiele jego projektów i czynów nie było nagłaśnianych. W latach 70-tych i 80-tych XIX wieku sponsorował m.in. badania Thomasa Edisona, położył finansowe podwaliny pod Edison Electric Company (potem Edison General Electric), które po wspieranej przez J. P. Morgana fuzji z Thomson-Houston Electric Company stworzyło firmę General Electric. Dom inwestora przy Madison Avenue w Nowym Jorku był pierwszą prywatną rezydencją w Stanach Zjednoczonych, która miała elektryczne oświetlenie.

Prywatnie J. P. Morgan cenił sobie luksus. Codziennie palił tuziny cygar, posiadał wiele jachtów, nie stronił również od towarzystwa kobiet, chociaż nie wyglądał najkorzystniej; nos zeszcpeony trądzikiem różowatym sprawił, że nie lubił pokazywać się publicznie. Przez całe życie unikał zdjęć, a wszystkie jego portrety musiały być retuszowane.

Chociaż, jak zauważył Rockefeller, J. P. Morgan miał o wiele mniejszy majątek, niż wszyscy podejrzewali, był centralną postacią Ameryki w swoich czasach. Kontrolował ogromne ilości pieniędzy, a jego działania stabilizowały gospodarkę krajową. Dzisiaj jego imperium jest podzielone i prowadzone przez zewnętrznych prezesów, ale nazwisko Morgan nadal budzi respekt w świecie finansów. ■

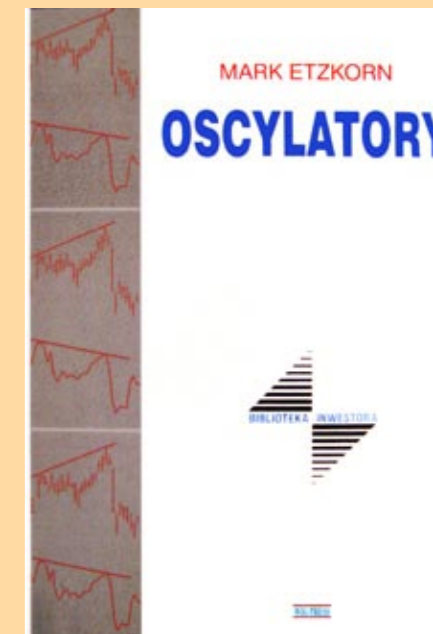
## MARK ETZKORN „OSCYLATORY” GRATKA DLA TECHNIKÓW

DOROTA SIERAKOWSKA  
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

Książka Marka Etkorna jest jedyną dostępną w Polsce książką z zakresu analizy technicznej, w której nacisk położony jest jedynie na oscylatory. Etkorn w usystematyzowany i zwięzły sposób opisuje poszczególne wskaźniki, przedstawiając zasady ich konstruowania oraz charakterystyczne cechy. Jednak co ważniejsze, książka opisuje w głównej mierze nie teorię, lecz wykorzystanie przeróżnych oscylatorów w praktyce.

Czytelnik może więc prześledzić historyczną skuteczność danego wskaźnika i na jej podstawie ocenić zasadność stosowania go w konkretnej sytuacji. Autor stara się zwrócić uwagę na to, w jaki sposób powinny być odczytywane sygnały generowane przez poszczególne oscylatory i kiedy owe sygnały mogą być nieprawdziwe lub wymagać potwierdzenia przez inne wskaźniki.

Etkorn przekazuje wiedzę dotyczącą zarówno bardzo popularnych wskaźników (MACD, RSI), ich modyfikacji, jak i całkowicie nowych oscylatorów, których w analizie technicznej używa się dużo rzadziej.



Wszystko to czyni z jego książki zwięzłe kompendium wiedzy na temat oscylatorów, przydatne każdemu, kto chciałby spojrzeć na analizę techniczną z szerszej perspektywy. ■

Książka do nabycia w księgarni internetowej Maklerska.pl

## SŁOWNIK INWESTORA

MARIA KUŚKA  
MARIA.KUSKA@GAZETATREND.PL

**Akcja uprzywilejowana** (preferred stock) – akcja dająca właścicielowi dodatkowe przywileje w stosunku do posiadacza akcji zwykłej. Uprzywilejowanie może przybierać różne formy: może uprawniać do wyższej dywidendy, do większej liczby głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, czy dawać pierwszeństwo przy podziale majątku w przypadku likwidacji spółki. Może dotyczyć także prawa pierwszeństwa do zakupu akcji nowych emisji, czy też elementów sprawowania kontroli w spółce. Akcje uprzywilejowane są zawsze akcjami imiennymi, dlatego też nie podlegają obrotowi publicznemu na Giełdzie Papierów Wartościowych. W przypadku zbycia wbrew tym zasadom lub wbrew statutowi spółki, akcja uprzywilejowana staje się automatycznie akcją zwykłą

**Obligacje śmieciowe** (junk bonds) – obligacje emitowane przez firmy o ratingu spekulacyjnym (BB-D w przypadku Fitch Rating), charakteryzujące się podwyższonym ryzykiem niewypłacalności. Ze względu na wyższe ryzyko transakcji, obligacje śmieciowe są wyżej oprocentowane niż obligacje spółek o ratingu inwestycyjnym. Często posiadają odroczone terminy płatności, aby nie zagrażały płynności finansowej emitenta. Są emitowane zwykle przez spółki młode, w trudnej sytuacji finansowej lub będące np. w trakcie przejęcia. Rynek obligacji śmieciowych powstał w USA w latach 70. ■





## BIEGNIJ INWESTORZE!

W tym miesiącu znów rekomendujemy zmęczonym pracą inwestorom aktywny wypoczynek – prawdopodobnie jeden z najstarszych sportów. Jeden z najmniej skomplikowanych. Ale też jeden z najprzyjemniejszych.

PIOTR NIEWIADOMSKI  
PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL

### Liczy nie kłamią

Bieganie cieszy się w ostatnio w naszym kraju coraz większą popularnością. W dużych miastach odbywa się coraz więcej biegów ulicznych, które przyciągają po kilka tysięcy uczestników. Można też zauważyć, że wydłuża się dystans najpopularniejszych zawodów, co świadczy o coraz większej kulturze biegania w naszym kraju. Jeszcze kilka lat temu bieg Run Warsaw, w którym do pokonania było 5 km, przyciągnął ok. 5 tysięcy uczestników. W tegorocznych zawodach Biegnij Warszawa dwukrotnie dłuższy dystans pokonało niemal 7 tysięcy uczestników. Z kolei Maraton Warszawski, którego pokonanie wydaje się nieosiągalnym wyzwaniem dla przeciętnego człowieka, przebiegło ponad 3,5 tysiąca zawodników!

### Podążaj za trendem

Posługując się żargonem finansowym, można powiedzieć, że zarysowuje się wyraźny trend, a każdy inwestor wie przecie, że opłaca się za trendem podążać. Odsuwając jednak żarty na bok, warto zastanowić się, co sprawia, że tak wielu ludzi codziennie biega. Przede wszystkim, trudno o prostszy sposób na utrzymanie swojego organizmu w dobrej kondycji fizycznej. Biegać można gdziekolwiek – nie trzeba do tego specjalnych miejsca. Jeżeli nie zależy nam na tym, żeby mieć strój z najnowszej (i oczywiście najdroższej) kolekcji, to sport ten nie wiąże się też ze zbyt dużymi kosz-

tami. Pozwala natomiast każdego dnia pokonywać kolejne wyzwania i przełamywać swoje kolejne bariery.

Jednym motywuje robienie ciągłych postępów i analizowanie osiągniętych czasów, które po każdym treningu stają się o ułamki sekund lepsze. Inni wręcz przeciwnie – uwielbiają się wyciszyć, nie mieć zegarka, ani telefonu, być całkowicie wolnym od codziennych zajęć. I słyszeć tylko własne myśli przemijające przez głowę. I tylko biec przed siebie, nie wiedząc gdzie skończy się kolejny trening.

Niezależnie od tego, czy bliżej nam do pierwszego, czy drugiego wariantu, warto spróbować regularnego biegania. Na początku brak sił albo bóle pojawiające się dzień po treningu odbiorą trochę przyjemności i nie pozwolą do końca cieszyć się biegiem. Ważne jest to, by nie przestać po kilku pierwszych treningach, a wtedy przyjemność z uprawiania sportu będzie coraz większa.

### The pride you gain is worth the pain

Najprzyjemniejszym elementem biegania i świętem dla każdego sportowca są jednak starty w zawodach – np. w biegach ulicznych. Atmosfera jest tam wspaniała. Ludzie na trasie wiwatują, na mecie odbywa się wielkie święto. W takich chwilach czuje się, że warto zaciskać zęby i biec dalej, nawet wtedy, gdy wydaje się, że to już niemożliwe.

### Bieg zamiast pochodu

Uliczne biegi stają się też popularnym sposobem na uczczenie świąt państwo-



wych. I nie ma to nic wspólnego ze smutnymi, obowiązkowymi pochodami, które pamiętają niektórzy Czytelnicy. W lipcu biegacze brali udział w uroczystościach państwowych, biegnąc w XIX Biegu Powstania Warszawskiego, gdzie atmosfera była wspaniała i radosna. 11 listopada można uczcić rocznicę odzyskania niepodległości, biegnąc ulicami Warszawy. Rzeka zawodników popłynie przez centrum miasta. Uczestnicy biegu, ubrani w białe i czerwone koszulki utworzą flagę, która obejmie całe miasto. Pobiegnijmy tam razem! ■

# inwestycje.pl

Codzienna dawka informacji



GIEŁDY  
AKCJE  
WALUTY  
FUNDUSZE  
BIZNES  
NIERUCHOMOŚCI  
SUROWCE  
KREDYTY  
PRZETARGI  
GOSPODARKA  
TECHNOLOGIE

Cenisz swój czas i pieniądze?

Dołącz do grona 600.000 czytelników portalu **Inwestycje.pl**

Inwestycje.pl to jeden z największych portali finansowych w Polsce. Zajmujemy 5. miejsce w ogólnopolskim rankingu popularności portali wg badania Megapanel PBI/Gemius - węzeł "Biznes/Finanse/Prawo". Więcej informacji na: [www.inwestycje.pl/reklama](http://www.inwestycje.pl/reklama) lub [reklama@inwestycje.pl](mailto:reklama@inwestycje.pl)





# Potężny pracodawca to potężne perspektywy

Reklama, rozrywka, FMCG, bankowość, ubezpieczenia, finanse, transport, turystyka, motoryzacja, nieruchomości, telekomunikacja... Zastanawiasz się, którą branżę wybrać, żeby dobrze pokierować swoją karierą? **Wybierz KPMG i pracuj dla nich wszystkich!**

KPMG to międzynarodowa sieć firm świadczących usługi z zakresu **audytu, doradztwa podatkowego i doradztwa gospodarczego**. Naszymi klientami są polskie przedsiębiorstwa, międzynarodowe koncerny, banki i instytucje finansowe. **Obsługujemy ponad 2 500 firm ze wszystkich sektorów gospodarki**, wielu naszych klientów jest notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

W KPMG tworzymy przyjazne miejsce pracy i środowisko, w którym pracownicy mogą w pełni rozwijać swój potencjał. Potwierdzają to wyniki naszego badania opinii pracowników: **86% osób zatrudnionych w KPMG uważa, że na obecnym stanowisku ma możliwość rozwoju osobistego i podnoszenia swoich kwalifikacji, zaś 70% uważa KPMG za dobre miejsce na rozwój kariery zawodowej.**\* Przekonaj się, co mamy do zaoferowania Tobie.

[www.kariera.kpmg.pl](http://www.kariera.kpmg.pl)

\* Źródło: KPMG Global People Survey, Poland, September – October 2008 (Badanie opinii pracowników KPMG w Polsce, wrzesień – październik 2008 r.)