

ISSN: 1899-4202

TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

WWW.GAZETATREND.PL

NUMER 8 (24) LISTOPAD 2010

BULL'S EYE

Fed o dwóch twarzach

EDUKACJA

Kilka słów o inflacji

INWESTOR PO GODZINACH

Miasto na krańcu Europy



TEMAT NUMERU

CYRK NA KÓŁKACH

JAK KRYZYS ZMIENIŁ PRZEMYSŁ MOTORYZACYJNY?



Prawdziwe są lepsze!

Inwestuj i wygrywaj prawdziwe pieniądze!

Do wygrania 100 000 USD!

KONKURS FOREX

BOSSAFX.PL Zielone strony inwestycji

Organizator Konkursu Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A. informuje, iż transakcje na rynku forex wiążą się z dużym ryzykiem inwestycyjnym, w tym z możliwością utraty części lub całości zainwestowanych środków oraz, że nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne klientów podjęte na podstawie niniejszego materiału reklamowego. Więcej na www.bossafx.pl

Dom Maklerski BOŚ S.A. działa na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego oraz podlega jej nadzorowi.

Od redakcji

Porządkowanie rzeczywistości

Jednym z największych wyzwań współczesnych finansów i ekonomii jest próba liczbowego ujęcia tego, co de facto jest nieuchwytnie. Dobrze ilustruje to przykład inflacji, którą mierzy się na wiele sposobów, a każdemu z nich zarzuca się nieobiektywność. Zmorą ekonomistów staje się bazowanie na wartościach przeciętnych, które siłą rzeczy przedstawiają świat w nieco krzywym zwierciadle (wystarczy sobie przypomnieć popularny przykład o tym, że gdy człowiek idzie na spacer z psem, to każdy z nich ma przeciętnie trzy nogi).

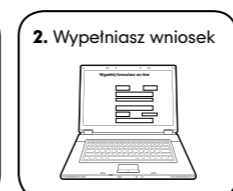
Przed dylematem niemierzalności stają także firmy inwestycyjne. Dotyczy to zwłaszcza funduszy typu venture capital, których zadaniem jest oszacowanie wartości przedsiębiorstwa na wczesnym etapie rozwoju. Jak jednak można wycenić nowatorski pomysł? Ile warta jest wiedza i charyzma przedsiębiorcy? Odpowiedzi na te pytania nie są proste – inwestor jest więc skazany na porównanie biznesu do podobnych projektów (nierzadko funkcjonujących w innych uwarunkowaniach gospodarczych) oraz bazowanie na swojej intuicji. Zresztą, także w przypadku dużych spółek, wyceny często bazują na subiektywnych założeniach.

Istotą problemu jest więc to, że przy szacowaniu wartości czegokolwiek obiektywizm po prostu nie istnieje. Dane dobro jest wszak warte dla nas tyle, ile jesteśmy za nie w stanie zapłacić, a stwierdzenie, czy coś jest tanie czy drogie, często sprowadza się do naszych indywidualnych preferencji. Ujmowanie wszystkiego za pomocą liczb nie jest jednak pozbawione sensu, gdyż pomaga nam uporządkować rzeczywistość. Wszelkie szacunki i analizy wskaźników ekonomicznych mają też wymiar psychologiczny – wywołują w nas wrażenie, że procesy gospodarcze są przejrzyste, a my jesteśmy w stanie je prognozować. Oczywiście jest to tylko złudzenie kontroli – ale jakie przyjemne...

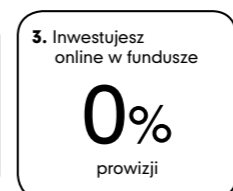
DOROTA SIERAKOWSKA
REDAKTOR NACZELNY



1. Klikasz na www.unifundusze.pl



2. Wypełniasz wniosek



3. Inwestujesz online w fundusze

0%
provizji

Instrukcja obsługi. Unifundusze.pl – klikasz, inwestujesz.



TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

WYDAWCA:

Akademickie Inkubatory Przedsiębiorczości przy Szkole Głównej Handlowej
ul. Piękna 68 II p. 00-672 Warszawa
Tel. kom. 691 954 727
biuro@gazetatrend.pl

ADRES KORESPONDENCYJNY REDAKCJI

Akademickie Inkubatory Przedsiębiorczości Przy Szkole Głównej Handlowej w Warszawie
Al. Niepodległości 147/25
02-554 Warszawa
Tel. +48 691 954 727
[email: biuro@gazetatrend.pl](mailto:biuro@gazetatrend.pl)

REDAKTOR NACZELNY

Dorota Sierakowska
dorota.sierakowska@gazetatrend.pl

ZASTĘPCY RED. NACZELNEGO

Anna Grodecka
anna.grodecka@gazetatrend.pl
Jakub Domagalski
jakub.domagalski@gazetatrend.pl

KOORDYNATOR DZIAŁU PR

Katarzyna Gruszka
katarzyna.gruszka@gazetatrend.pl

AUTORZY ARTYKUŁÓW

Mikołaj Atanasow
Bartosz Boniecki
Paweł Cymcyk
Anna Grodecka
Katarzyna Gruszka
Maciej Grzesiewski
Marek Ignaszak
Piotr Kuczyński
Marcin Osiecki
Anna Patek
Paulina Pawlik
Dorota Sierakowska
Artur Szczepkowski

KOREKTA

Anna Grodecka
anna.grodecka@gazetatrend.pl

REKLAMA

Jakub Domagalski
reklama@gazetatrend.pl
TEL. 691 954 727

SKŁAD I GRAFIKA

Maciej Antoniewski
www.grafik-komputerowy.com.pl

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.

Wszystkie materiały chronione są prawem autorskim.
Przedruk lub rozpowszechnianie w jakiegokolwiek formie i jakimkolwiek języku bez pisemnej zgody wydawcy jest zabronione

Dystrybucja i prenumerata kontakt pod adresem redakcja@gazetatrend.pl

PARTNERZY STRATEGICZNI

BOŚ | DOM MAKLESKI

Studenckie Koło Naukowe
KLUB INWESTORA

PROJEKTY PATRONACKIE

- 5 **Sprawdź co możesz wygrać w „Grasz... tym razem nie o staż”**
Żak Inwestuje
 Liczby miesiąca
 - Mikołaj Atanasow

WYDARZENIA

- 6 **Dług publiczny w 2010 przekroczy 55% PKB** - Katarzyna Gruszka
Plus Minus - Anna Patek
 Cytaty miesiąca - Mikołaj Atanasow
- 7 **Próby przejęcia Bogdanki**
 - Katarzyna Gruszka

RING EKONOMICZNY

- 8 **Ring ekonomiczny**

WYWIAD

- 10 **Aby nadrobić dystans do państw rozwiniętych, musimy mieć więcej ciekawych pomysłów** - Wywiad z Rafałem Batorem
 - Dorota Sierakowska

BULL'S EYE

- 13 **Fed o dwóch twarzach**

- Bartosz Boniecki

KOMENTARZE

- 15 **Zamieszanie na obligacjach**
 - Michał Bieńkowski
- 19 **Co słychać na Wall Street?**
 - Piotr Kuczyński

TEMAT NUMERU

- 20 **Cyrk na kółkach**

- Maciej Grzesiewski

FINANSE OSOBISTE

- 22 **Proste i skuteczne strategie inwestycyjne** - Paweł Cymcyk



INWESTYCJE

Inwestycje w fundusze rynków wschodzących cz.1 - Anna Patek 24

„Poproszę trochę WIGu20...” 26

- Małgorzata Kosiecka

KARIERA

Firmy potrzebują ludzi renesansu - po szczeblach finansowej kariery 28
 - Anna Grodecka

PROJEKTY PATRONACKIE

Ruszą edycje konkursów Ernst & Young dla studentów. Zaczynaj poziom wyżej! 30

3 NAJ...

3 największych aferzystów globalnego kryzysu finansowego 32
 - Małgorzata Kosiecka

TREND SELECT

Nowe oblicze Orbisu - Aleksandra Panek, Agnieszka Żmigrodzka 33

EDUKACJA

Recepta na sukces - branża szkoleniowa - Paulina Pawlik 35

Kilka słów o inflacji 37

- Marek Ignaszak

WIELCY INWESTORZY

Przyznano Nagrodę Nobla w dziedzinie ekonomii 39
 - Anna Grodecka

INWESTOR PO GODZINACH

Miasto na krańcu Europy 41
 - Tomasz Kosno

Narciarstwo bez tajemnic 43
 - Anna Patek

RECENZJE

Ekonomia w pigułce „Zrozumieć kryzys finansowy” 45
 - Marek Ignaszak

Partyzantka - nie zawsze zła “Marketing partyzancki”
 - Dorota Sierakowska

Produkty szyte na miarę „Produkty strukturyzowane. Inwestycje nowych czasów.”
 - Katarzyna Gruszka

Sprawdź co możesz wygrać w „Grasz... tym razem nie o staż”

Co roku na wiosnę studenci i absolwenci z całej Polski mają okazję spróbować swoich sił w grze o płatne, merytoryczne praktyki oraz atrakcyjne nagrody dodatkowe - w konkursie „Grasz o staż”

W tym roku organizatorzy przygotowali jesienną niespodziankę - „Grasz... tym razem nie o staż”, czyli konkurs, w którym do wygrania są cenne nagrody, takie jak m.in.: szkolenia specjalistyczne organizowane przez fir-

mę Microsoft oraz StrictWise, zestawy książek wydawnictwa Wolters Kluwer, profesjonalne pióra wieczne ufundowane przez firmę Ne-wellRubbermaid. Na najlepszych czeka zaś wycieczka zagraniczna organizowana przez biuro podróży TUI Polska.

W projekcie wziąć mogą udział studenci wszystkich lat i kierunków studiów oraz absolwenci uczelni wyższych, którzy nie ukończyli 30. roku życia. Aby zagrać o nagrody, wystar-

czy zarejestrować się na stronie www.grasz.pl i w okresie od 23 do 29 listopada 2010r. odpowiedzieć na 10 krótkich pytań - 9 testowych i jedno pytanie otwarte... 10 grudnia pozostaje nam już tylko sprawdzić, czy nasze nazwisko znalazło się na liście zwycięzców. ■



Żak Inwestuje

Do końca listopada można jeszcze dokonać rejestracji do konkursu „Żak Inwestuje 2010”, który jest organizowany przez BDM SA. Celem konkursu jest popularyzacja inwestowania w instrumenty finansowe notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych wśród pełnoletnich uczniów szkół oraz studentów uczelni wyższych wszystkich typów, którzy nie ukończyli 26 roku życia.

Aby przystąpić do konkursu, należy otworzyć w BDM SA rachunek inwestycyjny Żak i wpłacić na niego minimum 1 000 zł. Na jego podstawie BDM S.A. prowadzić będzie rachunek papierów wartościowych i rachunek pieniężny. Przy otwarciu rachunku należy podać następujące dane: serię dowodu osobistego, NIP, adres Urzędu Skarbowego oraz numer ważnej legitymacji studenckiej (ewentualnie zaświadczenie z uczelni o kontynuowaniu nauki) lub legitymacji szkolnej. Rejestrować się można poprzez stronę www.bdm.com.pl/konkurs.

Na zwycięzcę czeka 3 000 złotych, które zostaną przekazane na jego rachunek konkursowy. Młodzi inwestorzy, którzy zajmą drugie i trzecie miejsce otrzymają aparat fotograficzny i nagrody książkowe.

Rywalizacja rozpocznie się 18 października i zakończy 31 grudnia 2010. ■



LICZBY MIESIĄCA

MIKOŁAJ ATANASOW

- 2 po raz drugi z rzędu polska spółka Netmedia wygrała konkurs Deloitte Technology Fast 50 na najszybciej rozwijającą się firmę w Europie Środkowej
- 3,7 wysokość (w %) prognozowanego przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy wzrostu gospodarczego w Polsce w roku 2011
- 4 księgowość, porada podatkowa, rachunek oraz finansowanie to główne założenia usług Idea Banku Leszka Czarneckiego, który ma być bankiem obsługującym głównie mikroprzedsiębiorców
- 23 taką sumę (w mln EUR) należącą do banku IOR (Bank Watykanu) włoski sąd prewencyjnie zajął w związku z odkryciem kilku podejrzanych operacji przeprowadzonych na kontach banku IOR we włoskich bankach.
- 164,98 o tyle procent wzrósł kurs akcji DGA SA w trakcie jednego październikowego tygodnia
- 73 800 wartość (w USD) darowizny Aleksandra Sorosa, syna słynnego inwestora - Georga, dla Partii Demokratycznej (największa darowizna spośród amerykańskich studentów)



NA PLUS

Nowi gracze na GPW?

Coraz więcej przedsiębiorstw zamierza wesprzeć szeregi spółek giełdowych na GPW w Warszawie. Taki zamiar ma chociażby Open Finance, kontrolowana przez Leszka Czarneckiego. IPO Open Finance, lidera usług finansowych, jest planowane na pierwszą połowę 2010 roku. Jeśli chodzi o firmę Home Broker, Czarnecki ogłosił, że na razie nie wiąże on z nią planów upublicznienia i tym samym uciął wszelkie spekulacje na ten temat. Na parkiecie może najwcześniej w maju 2011 roku pojawić się Żabka. Fundusz inwestycyjny Penta Investments planuje wyjście z inwestycji, jednak na razie nie zdecydował, w jaki sposób tego dokona. Obok giełdowych wyjadać PKO BP czy BZ WBK pojawi się na GPW Bank Pocztowy. To już pewna decyzja, KNF wyraził zgodę i obecnie firma poszukuje doradcy inwestycyjnego.

Polimex w górę?

Chociaż w ciągu ostatnich tygodni inwestorzy niezbyt dobrze wyceniali akcje Polimexu, analitycy są optymistyczni. Ostatnia rekomendacja dla Polimexu to „akumuluj”. Erste Securities wycenił akcje firmy na 5 zł (wobec ceny zamknięcia z 21.10 4,28 zł.). Zapewne na decyzję między innymi wpłynęły ostatnie wydarzenia: kontrakt o wartości 128,4 mln zł na budowę Europejskiego Centrum Solidarności w Gdańsku czy kontrakty o wartości 228 i 88 mln zł na modernizację odcinków linii kolejowej Warszawa-Gdynia (podpisane przez Torpol-spółkę zależną).

UOKiK na tak

UOKiK wyraził zgodę na koncentrację kapitału dwóch potężnych przedsiębiorstw. Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo oraz Elektrownia Stalowa Wola z Grupy Tauron zdecydowały się wspólnymi siłami wybudować nowy blok gazowo-parowy za 2 mld zł. Najprawdopodobniej środki na inwestycję mają pochodzić z emisji obligacji. Powstała spółka będzie także zarządzać wybudowanym blokiem, który będzie wytwarzał energię elektryczną z dostarczonego przez PGNiG surowca (ok.550 mln m³ gazu). Zakończenie przedsięwzięcia planowane jest na 2014 rok.

Dług publiczny w 2010 przekroczy 55% PKB



KATARZYNA GRUSZKA

GUS przedstawił prognozy Ministerstwa Finansów, według których dług publiczny w tym roku wyniesie 55,4% PKB wobec 50,9% w 2009 roku. Z kolei deficyt sektora ma przekroczyć 112 mld zł, czyli 7,9% PKB.

Ministerstwo Finansów podało w komunikacie, że dane są zgodne ze „Strategią zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2011-14”, opracowaną przez Ministra Finansów i przyjętą 28 września 2010 r. przez Radę Ministrów. Zgodnie ze strategią dług publiczny obliczony według krajowej metodologii wyniesie 53,2% PKB w 2010 roku, a przekroczenie 55% nie jest przewidziane w latach obejmujących prognozę. Z kolei dług na poziomie 55,4% PKB został obliczony na podstawie kryteriów ustanowionych przez Unię Europejską. Podstawową różnicą w zastosowanych metodologiach jest przyjęta definicja zakresu sektora finansów publicznych. Przykładowo, według unijnych zasad do sektora finansów publicznych zaliczany jest Krajowy Fundusz Drogo-

wy, a krajowa metodologia nie uwzględnia tej kategorii.

Komisja Europejska odrzuciła również postulat polskiego rządu o zmianę metodologii liczenia długu publicznego, która m.in. uwzględniałaby reformę emerytalną. Resort jednak liczy, że mimo pozostawienia dotychczasowej metodologii, Komisja Europejska będzie mniej restrykcyjnie podchodzić do naszych wskaźników fiskalnych, np. przy podjęciu decyzji o przyjęciu przez Polskę euro. Pozostawienie metodologii unijnej, a tym samym wykazywanie wyższego deficytu finansów publicznych jest z jednej strony niekorzystne – zagraniczni inwestorzy będą patrzyli na dług liczony przez Eurostatu; z drugiej zaś strony, dane podawane przez UE są bardziej wiarygodne niż krajowe wyliczenia.

Wysokość długu można śledzić na bieżąco w centrum Warszawy na skrzyżowaniu Al. Jerozolimskich i ul. Marszałkowskiej, gdzie prof. Leszek Balcerowicz uruchomił Licznik Długu Publicznego oraz na stronie internetowej: www.dlugpubliczny.org.pl. ■

Próby przejęcia Bogdanki

KATARZYNA GRUSZKA

5 października GPW zawiesiła notowania kopalni Bogdanki, po tym jak czeska firma NWR ogłosiła wezwanie na 100% akcji polskiej spółki. Cena w wezwaniu wynosiła 100,75 zł, podczas gdy w momencie ogłoszenia akcjami handlowano po 89,05 zł. Zarząd Bogdanki nie wyraził zgody na próbę przejęcia przez New World Resources, firmę kontrolowaną przez czeskiego milionera Zdenka Bakali. Powodem odmowy była zbyt niska cena. Wartość akcji kopalni od następnego dnia po ogłoszeniu wezwania utrzymuje się w okolicach 106-107 zł, czyli o ok. 5%-6% powyżej stawki zaoferowanej przez NWR.

22 października przesunięto termin rozpoczęcia przyjmowania zapisów na 29 października z uwagi na żądanie KNF wprowadzenia zmian w treści Wezwania, które nie zostały zaakceptowane przez Wzywającego. Wezwanie dojdzie do skutku, jeżeli zostaną zebrane zapisy na co najmniej 75% akcji. Ponadto NWR podał, że podlegając prawu holenderskiemu, musi uzyskać zgodę walnego zgromadzenia akcjonariuszy na przejęcie polskiej spółki. NWR ma w planach wycofanie kopalni z giełdy oraz przekazanie zespołowi zarządzającemu Bogdanką kierownictwo nad połączoną grupą w Polsce, pod warunkiem, że dojdzie do transakcji. Czesi twierdzą, że ich propozycja jest uczciwa, bo oparta na fundamentalnej analizie i wyróżnia się pozytywnie na tle poprzednich wezwań w Polsce. Z kolei zarząd Bogdanki jest przekonany, że cena godziwa spółki jest znacznie wyższa i wskazuje na ryzyko negatywnych skutków przejęcia dla spółki przejmowanej oraz brak synergii. Ponadto Wzywający nie

uwzględnił w swojej wycenie efektów realizowanego w spółce programu inwestycyjnego, który ma doprowadzić do podwojenia wielkości produkcji węgla do 2014 roku. Nie wziął również pod uwagę przewag konkurencyjnych w regionie ani długoterminowych perspektyw działalności spółki.

Mimo przedstawionej argumentacji zarządu Bogdanki, NWR upiera się przy pierwotnie zaoferowanej cenie 100,75 zł. Wszystko wskazuje na to, że jeżeli akcjonariusze Bogdanki nie zgodzą się na jego propozycję, to NWR zrezygnuje z akwizycji. Zapisy mają potrwać do 29 listopada. ■



„Twardsze wymogi na rynku finansowym mogą być szansą na powstanie nowych banków, które znajdą nisze rynkowe.”

- Prof. Edmund Phelps, noblista w dziedzinie ekonomii

„Niezmiennie od stuleci inwestorami kierują chciwość i strach. Obecnie poczynianiami tłumu ciągle jeszcze kieruje strach. Wcześniej czy później chciwość zwycięży i będziemy mieli euforię.”

- Kazimierz Szpak, zastępca dyrektora Biura Zarządzania Aktywami KBC TFI

„Długi Gierka (przypomnę, że zredukowane przez wierzycieli o połowę w nagrodę za obalenie komunizmu) splanaciliśmy 30 lat. To ile będziemy splanali te, które zaciągamy teraz? Otóż nie splanimy tego długu nigdy. Ale przecież „w dłuższej perspektywie czasu wszyscy będziemy martwi...” – zauważył Lord Keynes pytany, jak jego teoria sprawdzi się w dłuższej perspektywie czasu.”

- Robert Gwiazdowski, prezydent Centrum im. Adama Smitha

„Obecny stan finansów naszego państwa jest największą przeszkodą w wyścigu Polski z krajami Zachodu. Jeżeli ten stan się utrzyma lub pogorszy, to Polska nigdy nie będzie krajem cudu gospodarczego. Dlatego naszą akcją chcemy wyrzucić na rządzących presję, aby podejmowali działania ograniczające narastanie długu publicznego.”

- Prof. Leszek Balcerowicz, ekonomista, były prezes NBP, przewodniczący Fundacji FOR



NA MINUS

Gazeta Wyborcza coraz słabiej

O 10,2 % spadła sprzedaż należącej do Agory „Gazety Wyborczej” w sierpniu w porównaniu z ubiegłym rokiem. To duży spadek, zwłaszcza w obliczu zacieklej konkurencji na rynku dzienników. Wyborcza z wynikiem 319 946 sztuk (rozpowszechnianie płatne) w sierpniu uplasowała się na drugim miejscu. Na rynku dzienników liderem jest Fakt, wydawany przez Axel Springer Polska. Cała branża ma problemy ze sprzedażą. Spadki (choć mniejsze) odnotowały także Super Express, Rzeczpospolita oraz Dziennik Gazeta Prawna.

Pesymistyczni analitycy

W październiku zostało zmienionych kilka wycen akcji i rekomendacji dla dużych spółek giełdowych, między innymi dla PKN Orlen, BZ WBK i Pekao. Goldman Sachs zajmował się PKN Orlen i zmniejszył cenę docelową aż o 7,1 % - do 46 zł. Jeśli chodzi o BZ WBK, analitycy z Citigroup zmienili rekomendację z trzymaj do sprzedaj, a dla Pekao z kupuj do trzymaj.

Fiat reaguje na słabszy popyt

Coraz większy niepokój panuje wśród pracowników fabryki Fiata w Tychach. Fiat wstrzymał produkcję w październiku i na początku listopada, co uzasadnił spadkiem popytu na samochody na swoich największych rynkach, np. we Włoszech i w Niemczech. Oznacza to zmniejszenie liczby wyprodukowanych samochodów o ok. 16 tysięcy. Przerwane zostało również wytwarzanie Forda Ka.

CYTATY

WYBÓR CYTATÓW:
MIKOŁAJ ATANASOW

„Dopóki nie będą rozwiązane problemy instytucjonalne strefy euro, a także wyjaśniona przyszłość niektórych państw strefy euro, pchać się tam nie ma za bardzo po co.”

- Prof. Marek Belka, prezes NBP

„Jesteśmy numerem jeden między Sztokholmem a Atenami, Frankfurtem a Moskwą. Nie ma w regionie większej i rozwijającej się, a nie marginalizującej giełdy. Na dodatek mamy perspektywę rosnącej gospodarki i wciąż postępującej prywatyzacji, a także nowych segmentów rynku, takich jak choćby obligacje korporacyjne.”

- Ludwik Sobolewski, prezes GPW

„Wszyscy byliśmy romantycznymi reformatorami na początku lat 90. W wielu krajach Europy Wschodniej, kiedy skończył się „miesiąc miodowy” i nastał czas realnej polityki eksploatującej społeczne lęki, przegrywaliśmy wybory. Dzisiaj ci romantyczni reformatorzy dojrżeli do wygrywania wyborów, co niekoniecznie wiąże się z populizmem.”

- Janusz Lewandowski, komisarz europejski ds. budżetu



**PYTANIA:**

- 1. Na jakim etapie rozwoju jest polski rynek venture capital?**
- 2. Jak światowy kryzys finansowy zmienił sytuację na rynku venture capital?**
- 3. Przedsięwzięcia z jakich branż mają największe szanse na współpracę z funduszem venture capital?**



Tomasz Czechowicz
Prezes Zarządu MCI Management

1. Polski rynek venture capital stoi obecnie przed możliwością intensywnego rozwoju. Dzięki wsparciu KFK powstają nowe fundusze, które oprócz dostarczenia rynkowi gotówki, rozwinięciem również zespoły specjalizujące się w poszczególnych branżach, i – w efekcie – wzrosła liczba menedżerów specjalizujących się w inwestycjach typu venture capital.

2. Kryzys światowy przyspieszył ekspansję modeli innowacyjnych (wspieranych przez fundusze VC). Powinno to skutkować poprawą wyników funduszy VC, obecnie obserwujemy to w zakresie spółek z segmentu e-commerce, mobile internet, lifescience oraz cloudcomputing. Również historycznie kryzysy światowe miały pozytywny wpływ na rozwój branży VC.

3. Przedsięwzięcia innowacyjne, szczególnie z branży rozwiązań informatycznych i telekomunikacyjnych (ICT), biotechnologii i czystych technologii (cleantech), związanych z nowymi źródłami energii oraz ochroną środowiska.



Marcin Majewski
Członek Zarządu BBI Seed Fund

1. Rynek funduszy venture capital w Polsce jest wciąż we wczesnej fazie rozwoju. Aby zniwelować lukę kapitałową dotyczącą projektów z sektora seed i start-up, rozdzielane są środki unijne, które trafiają do podmiotów mających finansować i wspierać innowacyjne przedsięwzięcia. Z udziałem środków Krajowego Funduszu Kapitałowego oraz inwestorów prywatnych powstają fundusze VC należące do grupy tzw: funduszy kapitału załączkowego. Kilka funduszy skorzystało także z Sektorowego Programu Operacyjnego „Wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw”, a z Działania 3.1 Programu Operacyjnego - Innowacyjna Gospodarka skorzystało ponad 20 podmiotów, takich jak: fundacje, inkubatory, parki technologiczne. Na realizację mniejszych projektów można pozyskać dotacje z programów unijnych w tym wspomnianego POIG, tak więc luka kapitałowa jest coraz mniejsza dzięki coraz liczniejszym źródłom finansowania.

2. Kryzys nie wpłynął znacząco na naszą działalność, choć można podejrzewać, że ograniczył inne możliwości pozyskania finansowania dla niektórych projektów, pozytywnie wpływając na liczbę zgłoszeń do funduszu. Z drugiej strony nie można wykluczyć, że nasze spółki portfelowo rozwijałyby się jeszcze szybciej, gdyby kryzys nie miał miejsca. Jednocześnie kryzys zwrócił uwagę zarówno firm, jak i osób indywidualnych na potrzebę optymalizacji kosztów, co jest zgodne z filozofią naszych spółek portfelowych. Uwierdza nas to w przekonaniu, że warto kontynuować ten kierunek, starając się dostarczyć użytkownikom usługi pozwalające w łatwy i wygodny sposób obniżyć koszty i poprawić efektywność działań – niezależnie od tego, czy chodzi o zrobienie zakupów czy zarządzanie firmą.

3. Działalność funduszu koncentruje się na projektach we wczesnych fazach rozwoju: Seed, Start-up oraz Ekspansji. Kluczowe obszary zainteresowania funduszu to: technologie informacyjne i komunikacyjne, Life Science (nauki biologiczne) i ochrona zdrowia, Cleantech (technologie z zakresu ochrony środowiska), technologie materiałowe. Jednak nie wyklucza to zaangażowania także w inne obiecujące projekty. Nasze doświadczenie pokazuje, że o sukcesie projektu decyduje spełnienie licznych warunków w wielu obszarach. Najistotniejsze kryteria wyboru projektów to: działalność na szybko rosnących albo nowych rynkach o wysokim potencjale wzrostu, pasja, zaangażowanie, silna motywacja i umiejętności zespołu zarządzającego, istotna przewaga nad konkurencją, przejrzysty model biznesowy, wykorzystanie technologii tworzących nowe segmenty rynku albo zastępujących obecnie stosowane, oraz zabezpieczone prawa własności intelektualnej. Ważną rolę odgrywają również: międzynarodowy potencjał rynkowy, kompetencje funduszu do zapewnienia odpowiedniego wsparcia rozwoju i nadzoru nad spółkami z danego obszaru, możliwość osiągnięcia zakładanej stopy zwrotu, dostępne sposoby wyjścia z inwestycji.



Jacek Rzeźniczek
Główny Analityk,
Secus Asset Management SA

1. Polski rynek inwestycji private equity, w tym venture capital, jest jeszcze rynkiem stosunkowo młodym, na którym widoczny jest niestety wyraźny niedostatek inwestycji we wczesnych etapach rozwoju przedsiębiorstw, brakuje bowiem funduszy działających w tym segmencie rynku. Mimo ogólnie wzrastającego poziomu zaangażowania kapitału wysokiego ryzyka w polskie przedsiębiorstwa, wśród celów inwestycyjnych funduszy znajdują się przede wszystkim spółki już dojrzałe. Zarządzający funduszami rzadko decydują się na inwestycje w małe i młode przedsiębiorstwa, ponieważ preferują lokowanie kapitału w firmy, które mają doświadczone zarządy, stabilną pozycję rynkową, a finansowania potrzebują na dalszy rozwój. W Polsce działają już wprawdzie fundusze specjalizujące się w inwestowaniu w firmy we wczesnym etapie rozwoju, jednak jest ich wciąż zbyt mało w porównaniu do zapotrzebowania na kapitał ze strony młodych przedsiębiorstw. Istnieje zatem wyraźna potrzeba tworzenia instytucjonalnych warunków do powstawania nowych funduszy, tzw. kapitału załączkowego.

2. Początkowo kryzys osłabił działalność inwestorów venture capital (zarówno tych instytucjonalnych w postaci funduszy, jak i Aniołów Biznesu). Problemy wynikające ze spowolnienia gospodarczego nie ominęły również przedsiębiorstw z portfolio tych inwestorów i musieli oni skupić się na dotychczasowych inwestycjach, a nie na poszukiwaniu nowych. W tej chwili jednak możemy oczekiwać ożywienia na rynku venture capital – wyceny wielu firm są nadal niższe niż przed rozpoczęciem kryzysu i jest to doskonała okazja do podejmowania nowych przedsięwzięć inwestycyjnych.

3. Przedmiotem inwestycji venture capital są najczęściej spółki reprezentujące nowoczesne sektory gospodarki oraz innowacyjne technologie. Przedsiębiorstwa te działają m.in. w takich branżach, jak informatyka, usługi internetowe, biotechnologie, czy alternatywne źródła energii. Mogą to być jednak również spółki innych branż, w przypadku gdy posiadają innowacyjny produkt, technologię produkcji czy sposób dotarcia do klienta, mogące zapewnić przedsiębiorstwu istotną przewagę konkurencyjną oraz przyczynić się do szybkiego rozwoju firmy.



Jakub Bartkiewicz
Prezes Zarządu DI Investors

1. Trochę statystyki regionalnej: inwestycje VC stanowiły w Europie Centralnej i Wschodniej rok temu 43 mln euro, co stanowi zaledwie 1,8% wszystkich inwestycji private equity. Wskaźnik dla całej Europy wyniósł 16,8%. W Polsce zainwestowano 1,7 mln euro, co oznacza drastyczny spadek z poziomu 50 mln euro, jaki osiągnęliśmy w 2008 roku. Liderem naszego regionu w ubiegłym roku były Czechy z inwestycjami VC na poziomie 28 mln euro. Więcej niż u nas zainwestowano również w Rumunię oraz Bułgarię.

2. Nie da się ukryć, że kryzys finansowy spowodował drastyczny spadek kapitału pozyskanego na przedsięwzięcia typu venture capital w 2009 roku. W Europie Centralnej i Wschodniej pozyskano zaledwie 29 mln euro wobec 201 mln euro w 2008 roku oraz 77 mln euro w 2007 roku. Jak widać, ta branża jest bardzo wrażliwa na zmiany koniunktury i inwestorzy stają się w takich sytuacjach bardzo wstrzemięźliwi przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Spadki wycen spółek spowodowane kryzysem stworzyły szansę dla funduszy VC na korzystne zakupy niejednokrotnie dobrych spółek. Inwestycje w takich trudnych okresach mają duży potencjał zysków, o ile zostaną trafione. Venture capital to z założenia przedsięwzięcia wysokiego ryzyka, jednak fundusze VC będą zachowywać wysoką ostrożność, bowiem poznały w czasie kryzysu smak ryzyka i niepewności. Należy oczekiwać, że przy poprawiającej się koniunkturze skłonność do ryzyka tego typu inwestorów wzrośnie.

3. Największe szanse na zainteresowanie funduszy lokujących aktywa na rynku VC ma branża nowoczesnych technologii, szczególnie w dziedzinie telekomunikacji, informatyki i nowoczesnej medycyny. Należy spodziewać się, że zyskowne mogą być również firmy z sektora usług finansowych. Ciekawe perspektywy ma również energia odnawialna, gdzie nowe technologie produkowania, przesyłu i magazynowania energii mają duże wzięcie.

Aby nadrobić dystans do państw rozwiniętych, musimy mieć więcej ciekawych pomysłów

Wywiad z Rafałem Batorem, Partnerem w Enterprise Investors

DOROTA SIERAKOWSKA

Dorota Sierakowska: Jak wygląda polski rynek venture capital na tle innych państw?

Rafał Bator: Dużo zależy od tego, jak zdefiniujemy venture capital. Jeżeli spojrzymy na sprawę bardzo wąsko, uznając, że venture capital to stricte przedsięwzięcia technologiczne, to na tym polu jesteśmy bardzo daleko za rozwiniętymi rynkami, takimi jak rynek amerykański, brytyjski czy izraelski. Według niedawnych statystyk w samym Izraelu jest więcej inwestycji typu VC niż w całej kontynentalnej Europie – można więc stwierdzić, że pod tym względem na tyle jest nie tylko Polska, lecz cała Europa. Z naszego kontynentu pochodzi niewiele globalnych firm technologicznych.

Natomiast jeśli zdefiniujemy pojęcie VC jako inwestycje w małe i średnie firmy, niekoniecznie z branży wysokich technologii, to Europa, w tym Polska, wypada dużo lepiej. Na pewno Polsce wiele brakuje do rynków rozwiniętych, ale w naszym kraju są pieniądze na tego typu inwestycje. Jest więc pole do rozwoju, jednak bariery są zupełnie inne niż w rozwiniętych krajach.

DS: Jakie są to bariery?

RB: Wystarczy spojrzeć, jak rozwijał się ogólnie rynek inwestycyjny w Polsce. Ciągłe się mówi o tym, że jest dziura kapitałowa dla małych i średnich przedsiębiorstw – i faktycznie jest niewiele funduszy inwestujących w tego typu firmy. Natomiast chętnych na zakup większych, stabilnych przedsiębiorstw jest już sporo.

DS: Venture capital kojarzy się z innowacyjnością, wysokimi technologiami. Jakie branże mają największe szanse na współpracę z funduszem?

RB: Tu nie chodzi tylko o technologie. Najważniejsza jest oczekiwana stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału – to jest główne kryterium, na podstawie którego wybiera się dane przedsięwzięcie. Oczywiście jedynie w niektórych branżach możliwy jest 3-5-krotny lub nawet większy wzrost war-

tości firmy. VC jest kojarzony z technologią dlatego, że to właśnie w tej dziedzinie są możliwe tak duże wzrosty – tego typu przedsięwzięcia są niematerialne, oparte o licencję, którą można replikować – są skalowalne. Z technologią można podbijać cały świat.

DS: A jakie wyjątki się zdarzają poza spółkami technologicznymi?

RB: Enterprise Investors inwestuje kapitał dwóch rodzajów funduszy. Te z założenia adresowane do większych firm z tradycyjnych branż nabyły w latach 90-tych 50% udziałów w dzisiejszym Asseco, wtedy Compie Rzeszów, za 5 mln USD i około jednej trzeciej ComputerLandu za 3 mln USD. Niedawno utworzyliśmy typowy fundusz VC. Ma on w portfelu np. spółkę zajmującą się roznoszeniem druków bezadresowych i bank komórek macierzystych. Roznoszenie ulotek nie kojarzy się raczej z przedsięwzięciem high-tech – a tymczasem jest bardzo innowacyjne.

DS: Jaką kwotę najczęściej fundusz przeznaczają na inwestycję w jedną spółkę?

RB: Najważniejszą sprawą jest dywersyfikacja portfela, jednak w połączeniu ze specjalizacją. W EVF postanowiliśmy, że będziemy inwestować w przedsiębiorstwa, które potrzebują pierwszych większych pieniędzy na rozwój. To z reguły są niewielkie inwestycje, bo małe przedsiębiorstwa po prostu nie są w stanie zagospodarować dużych pieniędzy. Dlatego zdecydowaliśmy się inwestować w każdą z firm od 1 do 5 mln EUR.

Oczywiście istotna tu jest wielkość funduszu (w przypadku EVF jest to 100 mln EUR). Statystyka branżowa podpowiada, że

nie powinno się inwestować w spółkę więcej niż 10% kapitału do dyspozycji. My więc ustaliliśmy optymalną wielkość inwestycji na 1-5 mln EUR, jednak jeśli trafi się okazja lub przedsięwzięcie potrzebuje drugiej rundy finansowania, to możemy podnieść tę kwotę do 10 mln EUR.

DS: A czy fundusze dywersyfikują swój portfel także poprzez różnicowanie branż?

RB: Trudno tu generalizować. Są fundusze, które się specjalizują w bardzo wąskim obszarze, ale wymaga to często międzynarodowego spojrzenia. Fundusze stricte specjalistyczne najczęściej są więc globalne. Gdyby bowiem w Polsce jakiś fundusz chciał inwestować np. tylko w przedsiębiorstwa produkujące oprogramowanie na telefony komórkowe, to zapewne takie transakcje byłyby robione raz na 5 lat.

Natomiast większość funduszy ma konkretną sumę pieniędzy do wydania i woli się po prostu nie ograniczać do jednej branży. W przypadku funduszu EVF, który chce 100 mln EUR zainwestować w ciągu 5 lat, przeciętna roczna kwota do rozdysponowania wynosi 20 mln EUR – a to oznacza 5-7 transakcji. Przy takim ograniczeniu pojawia się pytanie, jakie spektrum branż sobie wyznaczyć, które przedsięwzięcia przyniosą największe zyski.

DS: W jaki sposób wyszukują Państwo spółki do inwestycji? Czy to przedsiębiorca jest stroną aktywną, czy też fundusz?

RB: Bywa różnie. Obie strony są aktywne, jednak nieco częściej to przedsiębiorcy przychodzą do nas – chociażby ze względu na fakt, że jesteśmy dość znanym funduszem.

DS: Jak wiele wniosków przedsiębiorców jest odrzucanych?

RB: Statystyka zależy od profilu funduszu. W obszarze małych transakcji trafiło do nas ponad 600 projektów w ciągu ostatnich dwóch lat. Wśród nich dokonaliśmy 8 inwestycji, więc wychodzi 1-2 transakcje na sto zgłoszeń.

Jednak warto tu wspomnieć, że w zasadzie połowa projektów odpada natychmiast – albo przedsiębiorca szuka zbyt małej kwoty, albo chce wyłącznie sprzedać swój biznes (a nie szuka podniesienia kapitału), albo też szuka pieniędzy na zasypanie dziury finansowej (zamiast na rozwój). Te rzeczy po prostu nie pasują do strategii funduszu. Odrzucane są także projekty, w których przewidywana dynamika wzrostu wartości firmy jest zbyt mała (np. poniżej oczekiwanego poziomu minimum 20%). W dalszych etapach szczegółowej analizy odpadają kolejne projekty i tak dochodzimy do tych kilku.

DS: Często się mówi, że fundusze VC inwestują bardziej w ludzi, odpowiedni zespół zarządzający, a w mniejszym stopniu w pomysły. Czy zgadza się Pan z tym stwierdzeniem? Na ile ważny jest sam pomysł, a na ile rzetelność i charyzma przedsiębiorcy?

RB: Z reguły gdy chcemy zainwestować w bardzo innowacyjne przedsięwzięcie, to danego typu biznesu jeszcze nie ma na rynku. Nowinek technologicznych często nie sposób wycenić, porównać do innych projektów. My akurat nie inwestujemy w tego typu projekty, jednak fundusze w takich przypadkach najczęściej stosują podejście porównawcze: jeśli jest jakiś ciekawy, ale jeszcze niesprawdzony pomysł, a zajmuje się tym kilka zespołów zarządzających, wtedy najczęściej wybiera się najlepszy zespół. Można więc powiedzieć, że na wczesnym etapie rozwoju jakiegoś rynku czy technologii zespół jest najważniejszy. Początek działalności to są w 100% ludzie i pomysły. Potem dochodzi już historia biznesu, otoczenie rynkowe, itd. i kwestie personalne choć nadal bardzo ważne, są trochę mniej istotne.

DS: Wspomniał Pan, że raczej nie przejmują Państwo 100% udziałów w jakimś przedsięwzięciu. Jaki jest więc najczęściej obejmowany udział w biznesie?

RB: W EVF zajmujemy się niewielkimi firmami i przygotowujemy je do rozwoju organizacyjno-korporacyjnego. Dostarczamy więc nie tylko pieniądze, lecz staramy się doradzać przedsiębiorcom, jak stać się większą firmą. Oczywiście przedsiębiorca ma barierę – nie chce dopuścić obcego inwestora do decydowania o biznesie. Z drugiej strony najczęściej potrzebuje on wsparcia zewnętrznego, obiektywnego



Najczęstszym problemem przedsiębiorcy nie jest brak pieniędzy, lecz nadmiar pomysłów, z których trzeba wybrać te najlepsze.

partnera. Więc fundusz nie przejmuje zazwyczaj pakietu kontrolnego. W EVF najczęściej przejmujemy pakiet mniejszościowy. Są oczywiście sytuacje szczególne, jednak zdarzają się one niezwykle rzadko.

DS: W jaki sposób fundusz pomaga w zarządzaniu firmą? Czy są jakieś obszary działalności firmy, w których fundusz najczęściej doradza?

RB: Fundusz doradza niemal w każdej dziedzinie – taka jest rola profesjonalnego zewnętrznego inwestora. Zawsze współpracujemy z firmą na poziomie rady nadzorczej, która zajmuje się przede wszystkim rozwojem firmy.

DS: Czy zajmują się Państwo także biznesem od strony operacyjnej? Wiadomo, że najczęściej przedsiębiorca ma największą wiedzę na temat funkcjonowania spółki, lecz czy starają się Państwo jako znaczący akcjonariusz zrozumieć biznes?

RB: Nie wnikamy w szczegóły dotyczące działalności operacyjnej – to są zadania zarządu. Natomiast zadaniem akcjonariusza jest pilnowanie kwestii rekrutacyjnych – tego, czy na poszczególnych stanowiskach pracują właściwi ludzie. Akcjonariusze na zasadzie opiekuna pomagają zarządowi w rozwoju osobistym i rozwoju biznesu. Zarząd może zwrócić się do rady nadzorczej z problemem strategicznym (np. de-

cyzją o otworzeniu zagranicznego oddziału), a fundusz stara się wtedy obiektywnie doradzić, korzystając ze swojego doświadczenia z innymi spółkami.

Podsumowując, fundusz za pomocą rady nadzorczej zajmuje się: zarządem (zadania, motywacja, rekrutacja), nadzorem finansowo-operacyjnym nad bieżącą działalnością, procesem budżetowania, który pozwala przenieść ideę na kartkę papieru w krótkim okresie i – przede wszystkim – strategią (jakie mamy cele, czego nam brakuje, jak się rozwijać, itd.).

DS: Czy przedsiębiorcy od razu sygnalizują, jeśli w jakiejś firmie pojawiają się poważniejsze problemy?

RB: Trzeba tu na sprawę spojrzeć nieco inaczej. W funduszach typu VC rzadko zasypujemy dziury budżetowe – raczej chodzi o to, żeby przeznaczyć pieniądze na szybki rozwój. Najczęstszym problemem przedsiębiorcy nie jest więc brak pieniędzy, lecz nadmiar pomysłów, z których trzeba wybrać te najlepsze.

Wiele bardzo trudnych decyzji to są właśnie decyzje rozwojowe – a nieumiejętna analiza sytuacji może rodzić problemy. Dla przykładu, jedna z naszych firm wprowadza obecnie zupełnie nowy produkt na rynek – to jest pewnego rodzaju problem, ponieważ w takich przypadkach jest duże pole do popełniania błędów.

Najważniejsza jest oczekiwana stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału – to jest główne kryterium, na podstawie którego wybiera się dane przedsięwzięcie.

DS: Jak reagują Państwo wiedząc, że dane przedsięwzięcie jednak nie wypali?

RB: Światowe statystyki mówią, że w obszarze start-upów na 10 firm zdarza się jedna perełka, 3 firmy są średnie, a 6 inwestycji kończy się fiaskiem. Porażki są więc częścią biznesu.

DS: A jak kształtuje się statystyka w przypadku średnich firm?

RB: Proporcje są podobne: z 10 firm zdarza się 1-2 perełki, 6-7 przedsięwzięć jest w miarę dobrych, a pozostałe mają problemy.

DS: Jak długo trwa proces od zgłoszenia się przedsiębiorcy do zawarcia transakcji?

RB: U nas jest to około 3 miesięcy.

DS: Czyli dość krótko.

RB: To jest realny termin, jeżeli przedsiębiorca jest przygotowany do negocjacji i nie zdarzają się po drodze jakieś komplikacje – wymóg uzyskania zgód urzędu antymonopolowego, przekształcenia, itd.

DS: A na jakim etapie negocjacji zazwyczaj zdarzają się zgrzyty pomiędzy inwestorem a przedsiębiorcą? Czy tam, gdzie chodzi o pieniądze, a może jednak o strategię?

RB: W kwestiach strategii raczej nie ma tzw. zgrzytów. Siedząc po drugiej stronie stołu, fundusz ma prawo wyboru, czy chce zainwestować w przedsięwzięcie, czy też nie. Przedsiębiorca może wierzyć w biznes, a fundusz niekoniecznie. Natomiast sama wycena to już większy konkret – tu rozbieżności są lepiej widoczne. Oczywiście przy wycenach są pewne benchmarki, więc jest o co się oprzeć.

DS: Czyli wycena jest jednak największym zgrzytem podczas negocjacji?

RB: Zgrzyty zdarzają się na dwóch polach: jednym jest sama wycena, a drugim są prawa inwestora. Fundusz wchodzi do przedsiębiorstwa jako aktywny podmiot, więc chce mieć wpływ na biznes. A przedsiębiorca często się na to nie godzi.

DS: A czy definiują Państwo na wstępie także horyzont czasowy inwestycji?

RB: Oczywiście. Fundusz z założenia musi kiedyś wyjść z inwestycji. Tu określa się także inne sprawy, np. okres, w którym fundusz i przedsiębiorca nie może sprzedawać udziałów. Kolejnym parametrem jest prawo do sprzedaży całego biznesu – w którym momencie sprzedajemy biznes w całości; kiedy firma na żądanie akcjonariusza powinna przygotować się do wejścia na giełdę.

DS: A czy są jakieś historycznie ustalone najczęstsze ramy czasowe inwestycji?

RB: To zależy od typu, charakteru funduszu, ale w przypadku VC jest to najczęściej 3-5 lat. Fundusz chce co najmniej potroić wartość biznesu, a takie „cuda” nie zdarzają się z dnia

na dzień. Przez pierwsze 2-3 lata koncentrujemy się zazwyczaj na rozwoju firmy, a nie szukamy okazji do sprzedaży. Oczywiście zdarzają się wyjątki – z niektórych inwestycji wychodziliśmy po trzech latach, a z niektórych dopiero po siedmiu.

DS: Jak ocenia Pan powstanie Krajowego Funduszu Kapitałowego?

RB: EVF zajmuje się nieco większymi inwestycjami niż fundusze współpracujące z KFK. Uważam jednak, że to bardzo dobry znak, że pojawiają się w tym obszarze profesjonalne pieniądze. Oczywiście ważną kwestią jest też to, jak te przedsięwzięcia będą zarządzane. Inwestycje z KFK są dotowane częściowo przez rząd, więc inwestorzy prawdopodobnie oczekują mniejszych stóp zwrotu. To jest bardzo dobre dla przedsiębiorców (bo więcej z nich może pozyskać finansowanie), ale jest złe dla branży (bo rynek dla podmiotów strictly komercyjnych staje się mniej ciekawy). Może to doprowadzić do mniejszej ilości pieniędzy z od innych inwestorów – wprawdzie na rynku pojawiają się pieniądze rządowe, ale inne podmioty nie wytrzymają konkurencji na polskim rynku, ponieważ żądane przez nie stopy zwrotu będą zbyt wysokie.

DS: Jak światowy kryzys finansowy zmienił rynek VC?

RB: Wrogiem każdego inwestora jest nieprzewidywalność, więc kryzys oczywiście nieco zmienił ten rynek. W czasach kryzysu inwestor nie może już bowiem z góry założyć, że prognozy wzrostu dla danej firmy się sprawdzą. Przy stabilnym rozwoju rynku przyjęcie pewnych założeń jest dużo łatwiejsze. Przedsięwzięcia są

więc oceniane podczas kryzysu jako bardziej ryzykowne, a inwestorzy dywersyfikują to ryzyko, żądając niższej ceny. Przedsiębiorcy często nie godzą się na dyskonto i transakcja nie dochodzi do skutku.

DS: Ale zapewne zdarzają się podczas kryzysu także okazje inwestycyjne, wynikające z niskiej wyceny?

RB: Tych okazji inwestycyjnych nie jest tak dużo. Oczywiście zdarza się, że podczas kryzysu przedsiębiorcy są bardziej otwarci na zewnętrznego inwestora, ale w wielu przypadkach do transakcji nie dochodzi, bo przedsiębiorca nie akceptuje niższej wyceny.

DS: Jak ocenia Pan najbliższą przyszłość na polskim rynku Venture Capital?

RB: To jest w zasadzie pytanie o rozwój całego rynku – więc trudno tu cokolwiek prognozować. My znaleźliśmy swoje miejsce na rynku i liczymy na satysfakcjonującą liczbę transakcji.

DS: A czego brakuje polskiemu rynkowi venture capital do sytuacji w państwach rozwiniętych?

RB: Żebyśmy nadrobili dystans do państw rozwiniętych w Polsce musi pojawić się więcej ciekawych pomysłów – jest bowiem ogromna synergia pomiędzy liczbą inwestorów a dobrymi przedsięwzięciami. A więc im więcej będzie ciekawych pomysłów na rynku, tym więcej będzie funduszy VC. Oczywiście ta relacja działa też w drugą stronę – bez funduszy przedsiębiorstw ciężko się rozwijać. Ja jestem dobrej myśli – wierzę, że polski rynek VC będzie się rozwijał. ■



Fed o dwóch twarzach

BARTOSZ BONIECKI

Okres ostatnich kilku tygodni roku minął w atmosferze coraz krótszych dni i gorszej pogody (choć na miniony październik narzekać absolutnie nie powinniśmy). W jesiennej szarudze pozytywnym akcentem jest myśl o nadchodzących świętach, które stają się nierzadko źródłem motywacji „byle do świąt”. O ile nadejście magicznej daty 24 - 25 grudnia jest pewne, o tyle ciągle nie wiadomo, co przyniesie inwestorom pod choinkę Fed. Jak dotąd, po wyczerpaniu konwencjonalnych środków polityki monetarnej, koncentruje się on na kolejnych porcjach QE (quantitative easing), czyli ekspansywnej polityce pieniężnej, ukierunkowanej na przeciwdziałanie deflacji i wiążącym się z nią rosnącym realnym kosztem zadłużenia. QE zakłada dostarczanie na rynek płynności, czyli łatwo dostępnego pieniądza w dużej ilości po niskiej cenie. Odbywa się to przez elektroniczne dopisanie zer na koncie Fedu, za które kupuje się bezpieczne instrumenty dłużne, udzielając w ten sposób sprzedającym je bankom komercyjnym kredy-

tów. Duża podaż pieniądza sprawia, że jego cena (stopa procentowa) jest niska. Ma to bezpośrednie przełożenie na wzrost cen aktywów - choćby dzięki większej wartości przepływów pieniężnych. Wyższe ceny akcji wzbogacają portfele ich posiadaczy (efekt majątkowy), którzy zaczynają więcej kupować, przyczyniając się do poprawy koniunktury. Spadek stóp procentowych pobudza także inwestycje.

Fed może więc stać się świętym Mikołajem. W tym wszystkim jest jednak sporo niepewności, gdyż QE niesie za sobą wiele potencjalnych rodzajów ryzyka. Po pierwsze, zwalczając deflację tym sposobem, można przesadzić, co fachowo nazywa się „przestrzeleniem” (overshooting). Przestrzelenie można sobie wyobrazić jako parkowanie samochodu w garażu metodą „jadę, dopóki nie uderzę w ścianę”. Jej 100-procentowa skuteczność (sic!) nie wywołuje jednakże entuzjazmu. Podobnie w gospodarce. Pompując zbyt dużą ilość pieniędzy, można w konsekwencji łatwo doprowadzić do nadmiernej inflacji. Rosnąca inflacja wcale nie musi zredukować

bezrobocia, zgodnie z krzywą Philipsa. Równie chętnie (jak nie bardziej) przeistoczy się w stagflację, a więc stan rosnących cen dóbr i usług konsumpcyjnych przy rachitycznym wroście gospodarczym. Stagflacja występuje zwykle wspólnie z negatywnym szokiem popytowym, który jak ropa w latach 70. wypchnie w górę ceny, nie wiążąc tego ze wzrostem gospodarczym; albo jako wynik proinflacyjnej polityki w połączeniu z nadmiernie regulowanymi rynkami dóbr i pracy. Coraz bardziej socjalistyczne USA w coraz większym stopniu spełniają te warunki.

Ciekawe wnioski można wysnuć, zestawiając ze sobą trzy państwa: Zimbabwe, przedwojenne Niemcy i dzisiejsze USA wraz z innymi krajami stosującymi QE. Wszystkie kraje drukowały pieniądze, nie posiadając opracowanego momentu wyjścia z tej strategii. Jedyna analogia, jaka nasuwa się w tym przypadku to trader spekulujący na wysokim lewarze bez stop lossów.

QE, wedle definicji, ma doprowadzać do kreacji pieniądza. Kreacja pieniądza



Fundusze wysokiego ryzyka – Venture Capital

KONRAD RYCZKO

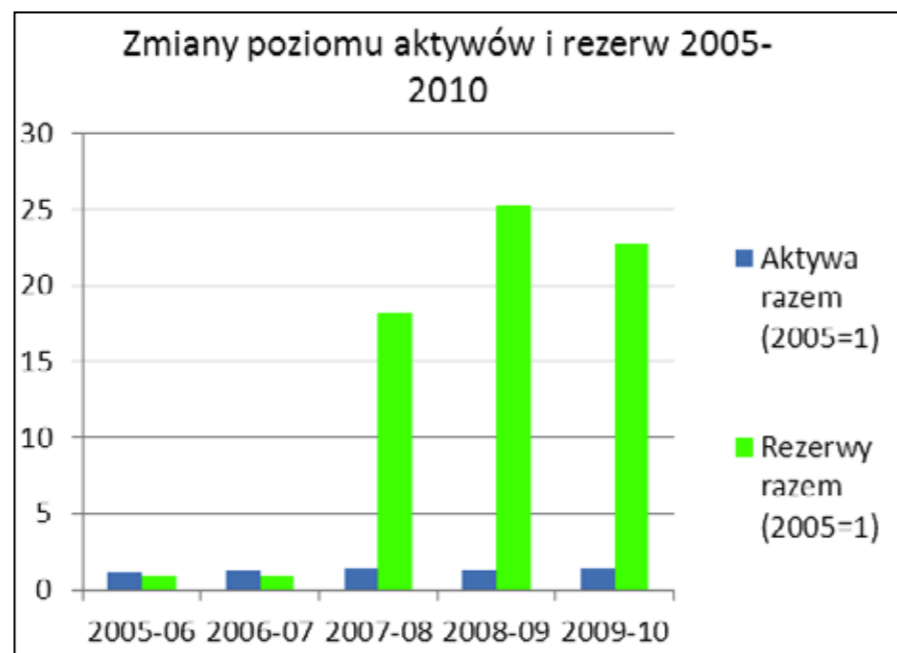
Ten unikalny typ funduszy nazywany jest często kapitałem ryzyka ponieważ inwestują tam gdzie przeciętne komercyjne banki zaczynają ograniczać możliwość pozyskania kapitału. Fundusze typu Venture Capital (VC) inwestują w spółki będące we wczesnej fazie rozwoju (seed, start-up), gdzie wymagane nakłady często przewyższają to co zakładali założyciele, a przyszłe zyski są ciągle niepewne. Jednakże kryteria doboru portfela przez zarządzających funduszami typu VC są tak rygorystyczne, że tylko ok. 5-10% wniosków o współpracy jest w stanie zainteresować potencjalnego inwestora. Większość funduszy typu VC zarejestrowanych w Polsce oczekuje już w fazie analizy spółki potencjału wzrostu wartości rzędu 30-40% w skali roku przy zakładanym horyzoncie inwestycyjnym 3-7 lat. Z uwagi na unikalność inwestycji oraz jej dość specyficzny charakter fundusze te in-

westują najczęściej w spółki niepubliczne, gdzie możliwość debiutu giełdowego rozpatrywana jest często jako jedna z opcji „wyjścia” ze zrealizowanej inwestycji. W momencie inwestycji przez fundusz spółka otrzymuje nie tylko kapitał, ale uzyskuje również wykwalifikowanego współnika, który uzupełnia projekt swoim doświadczeniem i wiarygodnością oraz równie często umieszcza swoich przedstawicieli w organach spółki, takich jak rada nadzorcza. Bywa, że angażuje także zewnętrznych specjalistów, aby mieć pewność, że finansowany projekt jest efektywnie nadzorowany oraz przebiega zgodnie z harmonogramem. Po osiągnięciu przez fundusz zakładanej stopy zwrotu następuje „wyjście” z inwestycji, najczęściej poprzez: pozyskanie inwestora branżowego oraz sprzedanie udziałów, upublicznienie spółki, czy też sprzedaż udziałów menedżerom oraz kadrze zarządzającej.

polega na ekspansji kredytowej. Tymczasem w Ameryce na QE wydano ok. 2,3 bln dolarów, rezerwy na koniec 2010 roku wyniosą ok. 1102 mld dolarów, co będzie ok. 24 razy większym odczytem od dokonanego pod koniec 2005 r. Aktywa jednak nie zostały zwielokrotnione (choć wzrosły w ciągu 5 lat z 8750 mld dol. do 12195 mld dol.), stąd część rezerw ma najprawdopodobniej zaspokajać wyższe potrzeby kapitałowe banków – reakcję na wzrost postrzeganego ryzyka. QE może jeszcze odegrać jedną rolę – katalizatora deprecjacji dolara (którego podaż rośnie w oderwaniu od popytu importerów towarów z USA). Jako czynnik oderwany od fundamentów handlowych, słabnący dolar to niemal rękawica rzucona przeciwnikowi – w tym wypadku innym państwom, które chcą osłabić swoje waluty. Oczywiście nie jest możliwe, by każdy osłabił swój pieniądz. Dlatego jest to gra o sumie zerowej, która może doprowadzić do wojny walutowej, a te niemal zawsze prowadzą do wojen handlowych. Zaistniała sytuacja może rozszćczyć szczególnie członków grupy PIIGS (choć ostatnio wyklucza się z niej Hiszpanię i Włochy), dla których osłabienie się euro byłoby jedną z nielicznych możliwości do stymulowania swojego PKB poprzez wzrost eksportu netto.

Wzrost gospodarczy mierzony popytem na produkty to suma konsumpcji, inwestycji, wydatków rządowych i eksportu netto. Wzrost konsumpcji jest duszony przez złe odczyty bezrobocia w USA i niezbyt dobrą sytuację rynku nieruchomości. Jeżeli chodzi o wydatki rządowe, to można przyjąć, iż kolejny pakiet fiskalnej pomocy zostanie przy-

Źródło: Materiały z konferencji Profesjonalny Inwestor 2009

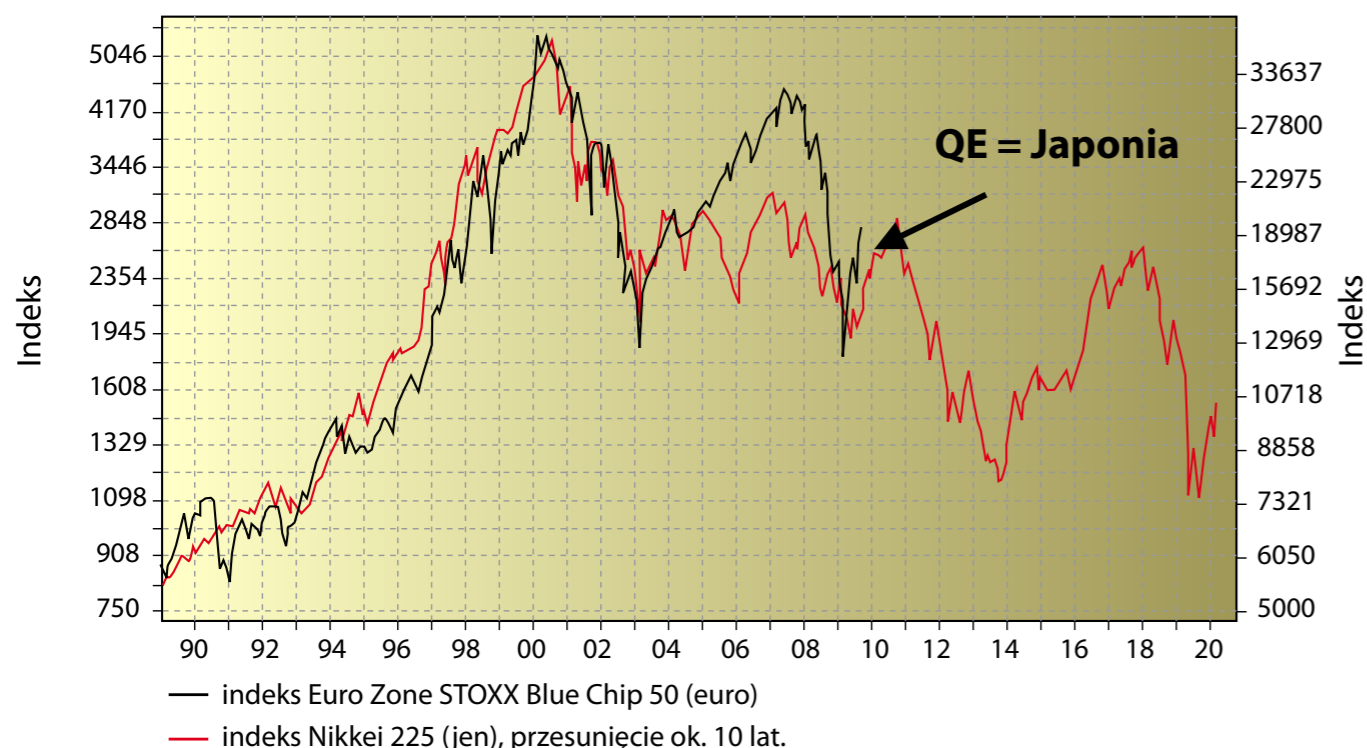


jęty w razie naprawę złej sytuacji. Eksport netto jest zagrożony wojnami walutowymi, a inwestycje zależą od m. in. stóp procentowych, których znacznie niżej sprowadzić się już nie da.

Podobnie jest ze strefą euro, gdzie bezrobocie sięga ponad 10%, a rynki są jeszcze bardziej regulowane niż w USA (ryzyko stagflacji). Dodajmy do tego silne euro i inflację (z 2009 r) na poziomie 0,3% i... wyjdzie z tego Japonia. Wykres po lewej stronie przedstawia dwa skorygowane o inflację indeksy: japoński NIKKEI 225 (przesunięty o 10 lat do przodu, czerwona linia) i euro-

pejski Euro Zone STOXX (czarna linia). Jak widać, pod kątem koniunktury znajdujemy się w punkcie, gdzie Japonia rozpoczęła QE (kończyła się bessa). Niedawno Jean-Claude Trichet mówił o QE dla strefy euro...

Jak więc można zauważyć, Fed jest niczym Dr. Jekyll, który zażywa dziwny eliksir. Z jednej strony, niczym św. Mikołaj pomaga rynkowi rosnąć, stosując ekspansywną politykę monetarną, ale z drugiej jego działanie może być nieobliczalne niczym czyny tajemniczego Edwarda Hyde'a. Pytanie, którą z dwóch osób jest dzisiaj Fed, zaprzęta umyśle wielu osób. ■



Źródło: Materiały z konferencji Profesjonalny Inwestor 2009



Zamieszanie na obligacjach

Problem zadłużenia Stanów Zjednoczonych od dawna pozostawał nierozstrzygnięty i co jakiś czas przypominają o nim przeciwnicy obecnej administracji rządowej. Fakt faktem, ciągle pożyczanie wpisuje się w tradycję gospodarczą USA. Mechanizm działania od zawsze był prosty: pieniądze dają siłę nabywczą, popyt zachęca przedsiębiorstwa do inwestycji, banki kreują w tym czasie pieniądze z depozytów i gospodarka się rozwija. Najciekawszym elementem zadłużania się nie jest jednak to, co dług pozwala osiągnąć, ale to, jak dużo można na nim zarobić. Obligacje, główny instrument dłużny emitowany przez państwa, są jak na razie idealną maszynką do wzbogacenia się dla zarządzających portfelami obligacji. Do czasu...

MICHAŁ BIEŃKOWSKI

Głównym pomysłem na poradzenie sobie z rosnącym zadłużeniem jest prowadzona przez zarząd Rezerwy Federalnej polityka monetarna. Przyjętą metodą wydaje się być wywołanie inflacji, która pozwoli pozbyć się w naturalny sposób pewnej części długu. Równoległe Stany Zjednoczone starają się emitować niskoprocentowane obligacje o dłuższej zapadalności. Oznacza to w tym wypadku wykup papierów za 20 lub 30 lat. Jaka kryje się za tym logika? Zadłużamy się niskim kosztem, który jest ustalony na początku oferty rynkowej i w ten sposób na najbliższe 30 lat zapewniamy sobie niskie oprocentowanie pożyczki. Oczywiście jest, że stopy procentowe ustalane przez Fed zostaną podniesione o co najmniej kilka punktów procentowych w ciągu najbliższych lat. Jeśli tak się stanie, to już nie będzie można zaciągać taniego długu, więc lepiej zrobić to teraz - rekordowo niskim kosztem. Co dalej?

Należałoby pomyśleć o tym, aby w długim terminie oddać pożyczkodawcom jak najmniej pieniędzy w ujęciu realnym. Idealnym sposobem jest wywołanie inflacji, którą to Fed umiejętnie napędza od początku 2009 roku niskimi stopami procentowymi

mi i wysoką podażą pieniądza mającą stymulować popyt w gospodarce. Wszystko na to wskazuje, że rzeczywistość ta polityka może przynieść skutki już w krótkim terminie. Popyt w gospodarce amerykańskiej powoli zwiększa się pomimo utrzymującej się na wysokim poziomie stopy bezrobocia. Jeśli wszystko dobrze pójdzie, a na to się zapowiada, to już w drugim kwartale 2011 roku w USA przyspieszy inflacja, która będzie się utrzymywała jeszcze przez długi

czas. Co więcej, inflacja w długim terminie powinna być na tyle wysoka, że przewyższy zyski inwestorów z kupowanych obecnie obligacji. Zatem rząd USA razem z Rezerwą Federalną usilnie pracują nad tym, żeby koszt zadłużenia Stanów Zjednoczonych przenieść na inwestorów, którzy poniosą realną stratę na obligacjach, pomimo że zyski nominalne utrzymują się na uzgodnionym poziomie podczas emisji poziomu. ■

Wykres 1. Oprocentowanie dziesięcioletnich obligacji amerykańskich. Źródło: Bloomberg



Zadłużenie bardzo w cenie

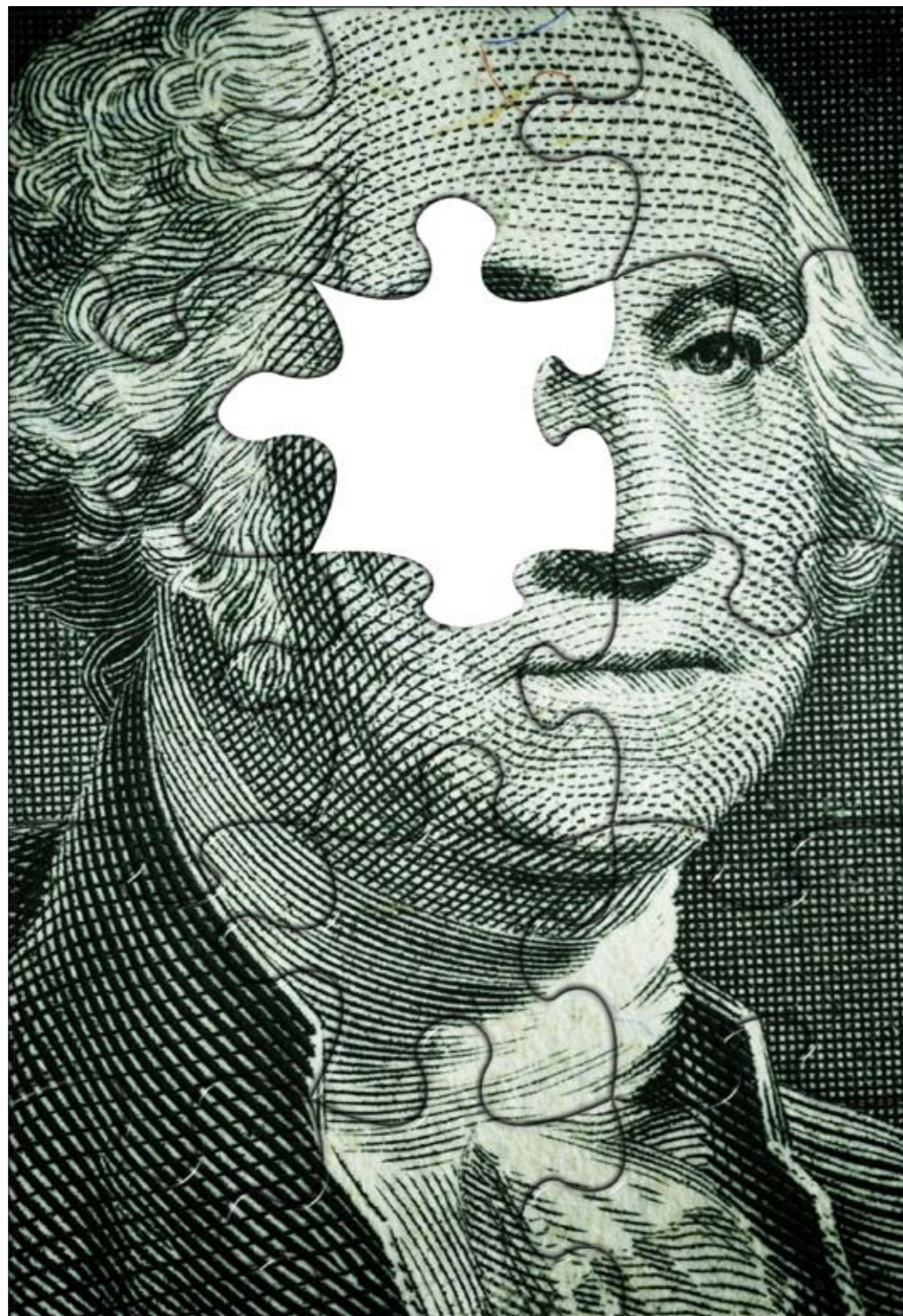
Jednak wywołanie inflacji i zmniejszenie realnego oprocentowania obligacji może mieć znacznie poważniejsze skutki dla inwestorów. Dłużne papiery rządowe są przedmiotem obrotu rynkowego. W tym momencie obligacje są bardzo drogie, bo za 100USD nominalnej wartości papieru inwestorzy płacą ponad 130USD. Oznacza to, że realne oprocentowanie z obligacji kupionej po cenie rynkowej jest jeszcze niższe niż to zaofiarowane w ofercie pierwotnej. Jeśli Fed nagle podwyższy stopy procentowe w reakcji na inflację lub niespodziewanie zakończy quantitative easing (skup papierów rządowych od banków), to będzie można oczekiwać znacznej ich przeceny, co narazi na wielomiliardowe straty fundusze inwestujące w obligacje, które to święciły triumfy w ostatnich latach. Bańka spekulacyjna rosnąca na papierach dłużnych jest podsycona niepewnością co do ożywienia gospodarczego i brakiem zdecydowanych ruchów na rynkach akcji. Podobnie z resztą zachowuje się złoto i inne metale szlachetne.

Nie każda akcja się uda

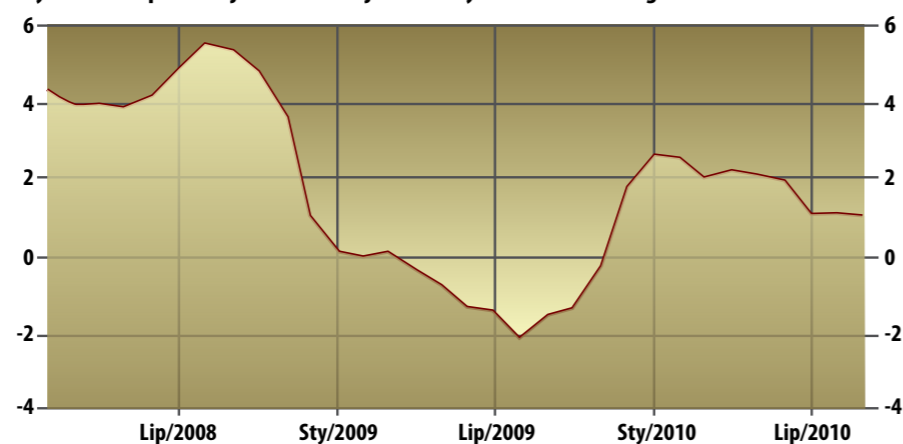
Potencjalna inflacja w Stanach będzie miała dodatkowo krótkoterminowe pozytywne odzwierciedlenie na rynku akcji. Z dużym prawdopodobieństwem po ogłoszeniu w przyszłym roku inflacji wyższej niż oczekiwana giełdy czekają szybkie wzrosty. Najprostszym ku temu powodem będzie ochota inwestorów na zdyskontowanie lepszych oczekiwanych wyników spółek giełdowych. Wszystko co dobre jednak się skończy szybciej niż byśmy tego chcieli, ponieważ do świadomości uczestników rynku w końcu dotrze, że bardzo mała część inflacji jest wywołana wzrostem popytu na dobra i usługi. Główną zasługą szybszego wzrostu cen będzie nadmierna podaż pieniądza na rynku. Gdy rynki uświadomią sobie właśnie ten powód wzrostu cen w gospodarce, rajd na giełdach zakończy się tak szybko, jak się zacznie.

Strategia przetrwania

Jak to podczas pęknięcia bańki spekulacyjnej bywa, jedni na niej zarobią, a inni stracą. W przypadku papierów dłużnych jest to równie proste jak przy akcjach, domach lub tulipanach. Przy gwałtownym spadku cen zarobią ci inwestorzy, którzy teraz, czyli w dobrych dla amerykańskiego długu czasach, postępują odwrotnie do całej reszty, zajmując krótkie pozycje na obligacjach. Oczywiście jest to na razie nieliczna grupa, ale za to najlepiej poinformowana o możliwym rozwoju wydarzeń na rynkach. Najwięcej pieniędzy stracą na pewno fundusze emerytalne, ponieważ to one są głównymi posiadaczami obligacji i trudno byłoby sobie wyobrazić szybkie zlikwidowanie tych pozycji lub ich zamianę na przeciwną do rynku. ■



Wykres 2. Stopa inflacji w Stanach Zjednoczonych. Źródło: tradingeconomics.com



- Pracujesz w rachunkowości lub finansach?
A może dopiero planujesz swoją ścieżkę rozwoju w tej dziedzinie?
- Czy wiesz, że dyplomy ACCA, CIMA i CFA to najlepsza przepustka do międzynarodowej kariery w finansach?
- Sprawdź swoją wiedzę z rachunkowości i finansów i wygraj kupony szkoleniowe ACCA, CIMA lub CFA.

KONKURS WIEDZY O RACHUNKOWOŚCI I FINANSACH

Jest o co walczyć!

Nagroda Główna

kupon szkoleniowy wartości 5000 zł
do wykorzystania na szkoleniach ACCA, CIMA lub CFA.

13 nagród pocieszenia

kupony szkoleniowe ACCA, CIMA, CFA,
nośniki pamięci USB

To proste.

Odwiedź www.bpp.pl lub www.gazetatrend.pl
i zaloguj się w platformie konkursowej.

Jeśli rachunkowość i finanse to dziedziny,
z którymi wiążesz swoją przyszłość zawodową,
pytania nie powinny sprawić Ci problemu.

Podejmij wyzwanie!



Organizator i fundator nagród:



Partner główny:



Partnerzy medialni:



Udany start na wysoką orbitę

Potężny pracodawca
to potężne perspektywy

www.kariera.kpmg.pl



CO SŁYCHAĆ NA WALL STREET?

Czekanie na Fed i wybory do Kongresu USA

PIOTR KUCZYŃSKI

Wrzesień w tym roku był w USA najlepszym wrześniem od 71 lat. Po spadkowym sierpniu potrzebny był wzrostowy wrzesień, żeby można było dobrze zakończyć trzeci kwartał i dostać odpowiednie premie. Po tem jednak zwyczajki też były kontynuowane. Gracze czekali na listopadowe posiedzenie FOMC, wybory do Kongresu i reagowali na publikowane w październiku raporty kwartalne spółek.

Istotne dla graczy było jednak przede wszystkim ostatnie posiedzenie (21 września) amerykańskiego Federalnego Komitetu Otwartego Rynku (FOMC). Zakończyło się ono komunikatem, który doprowadził do zawirowań na rynkach finansowych. Stopy procentowe oczywiście się nie zmieniły (0 – 0,25 %), a Fed powtórzył, że przez dłuższy czas pozostawi stopy na niskim poziomie. Nie powtórzył jednak tego, że zaaplikuje gospodarce nowe, pobudzające ją środki jedynie pod warunkiem, że zobaczy znaczne pogorszenie sytuacji gospodarczej. Wyglądało to tak, jakby Fed już właściwie zdecydował, że będzie „drukował” pieniądze (kupował obliga-

cje). Zaskakująca była jednak w tym komunikacie nie zmiana języka, ale to, co bank mówi o inflacji. Fed twierdzi, że jest zbyt niska i taka pozostanie przez pewien czas. Bank zastosuje środki pobudzające, jeśli trzeba będzie umocnić ożywienie i doprowadzić inflację do oczekiwanego przezeń poziomu.

Opublikowany w październiku protokół z tego posiedzenia stawiał praktycznie kropkę nad i. Większość członków FOMC stwierdziła, że niedługo konieczne będzie zwiększenie pomocy dla gospodarki. Dyskutowano też nad tym, żeby zwiększyć oczekiwania inflacyjne Amerykanów (sic!) i w ten sposób doprowadzić do wzrostu inflacji. Dokładny cytat z protokołu brzmi tak: „Wielu uczestników posiedzenia zauważało, że jeśli wzrost gospodarczy będzie nadal zbyt wolny i nie zapewni zadowalającej komitet redukcji stopy bezrobocia, a inflacja cały czas będzie poniżej podwójnego mandatu, który ma FOMC, to właściwą reakcją Komitetu będzie kolejne dostosowanie polityki monetarnej”. Z pozostałej treści wynikało, że chodzi przede wszystkim o skup obligacji rządowych. Pierwszy raz widzę bank centralny, który chce wzrostu inflacji i oczekiwań inflacyjnych, ale widać nastąpiły takie czasy.

Interesująco wyglądała sytuacja na rynku walutowym i surowcowym. Kurs EUR/USD atakował opór na poziomie 1,40 USD i w połowie października na chwilę go przełamał. Powodem (raczej pretekstem, bo powodem ciągle było oczekiwanie na decyzje FOMC) była podobno decyzja Singapuru. Zezwolono tam na szybsze umacniania lokalnej waluty i nieznacznie zaostrzono politykę monetarną. W chwili pisanie komentarza na rynku EUR/USD nastroje już takie bardzo „bycze” nie były. Być może była to tylko chwilowa korekta, ale uwaga: w okolicach posiedzenia FOMC z pewnością zobaczymy poważną realizację zysków. Przecena dolara i dobre nastroje na rynkach doprowadzały do wzrostu cen surowców, co z kolei pomagało akcjom. Być może złotu pomagała też prognoza Goldman Sachs: uncja za rok po 1.650 USD.

W połowie października widać było (na razie tylko w sektorze bankowym) wpływ problemu nieprawidłowej dokumentacji przy przejmowaniu domów od niewypłacalnych klientów. Ta sprawa do dłuższego czasu gdzieś w tle bulgotała, ale dotychczas nie wpływała na nastroje. Impulsem wyzwalamym niepokój było środowe oświadczenie stowarzyszenia prokuratorów stanowych (National Association of Attorneys General). Prokuratorzy przeprowadzą skoordynowane śledztwo w sprawie przejmowania przez banki domów na podstawie niewłaściwych (fałszywych) dokumentów. Wszystkie akcje z sektora bankowego traciły. Ten problem może znacznie przełożyć się (negatywnie) na wyniki banków, bo może zahamować proces sprzedaży przejmowanych domów. Jeśli sprawa szybko nie zostanie wyjaśniona, to może bardzo zaszkodzić szerokiemu rynkowi akcji.

W najbliższym czasie najważniejsze będą wybory w USA (2.11) i posiedzenie FOMC (2-3.11 z komunikatem 3.11). Jeśli w Kongresie przewagę zdobędą Republikanie (niewykluczone), to rynki akcji się ucieszą. Posiedzenie FOMC też będzie wyzwalało emocje, bo nawet jeśli Fed zdecyduje się pomóc gospodarce, to może być to pomoc oceniona jako niewystarczająca. Analitycy mówią o skupie od 500 do 1.500 mld USD w obligacjach rządowych. Wystarczy, żeby to była ta dolna wartość, aby na rynku pojawiło się rozczarowanie. Nawet jeśli Fed zadowolony i Republikanie wygra, to i tak w okolicach 2-3.11 (może tydzień wcześniej, może tuż potem) można oczekiwać realizacji zysków. Jednak po tej korekcie koniec roku powinien być znowu dla byków korzystny. ■

AUTOR JEST GŁÓWNYM ANALITYKIEM XELION.
DORADCY FINANSOWI

Cyrk na kółkach

W biznesie jak w życiu, żeby przetrwać, trzeba mieć wsparcie drugiej połówki. Nic więc dziwnego, że firmy w odpowiedzi na kryzys zawiązują strategiczne aliansy, łączą się i przejmują inne podmioty. W końcu teraz jest na to odpowiedni moment. Jedni wykorzystują osłabienie innych, drudzy potrzebują wsparcia i umocnienia własnej pozycji. Powodów może być zatem mnóstwo. Co więcej, przy okazji takich manewrów, zmieniają koncepcję biznesową, lansując nowe trendy i promując nowe technologie. Doskonałym przykładem zmieniającego się świata i jego reakcji na, miejmy nadzieję, kończący się kryzys gospodarczy, jest branża motoryzacyjna.

MACIEJ GRZESIEWSKI

Przemiany na rynku motoryzacyjnym

Jeszcze do niedawna motoryzacyjny świat podzielony był na dwie połówki. Z jednej strony Azja, w której samochody swoimi gabarytami przypominały bardziej pudełka zapalek, a z drugiej strony Ameryka, w której dominowały wielkie, ciężkie i paliwożerne monstra pędzące po autostradach. W środku tego wszystkiego była Europa, której produkty stanowiły złoty środek i, w opinii wielu, cnót wszelakich bezdenną głębinę. Dziś świat jest zupełnie inny. Mit amerykańskiej motoryzacji runął jak domek z kart, a zamiast montowanej w bagażniku cysterny instaluje się zbiorniki na wodór. Zapewne do czasów, gdy na amerykańskich sześciopasmowych autostradach łatwiej będzie o dinozaura niż o wielką terenówkę z silnikiem V8, jeszcze daleka droga. Być może jednak już niedługo Katy Perry śpiewała będzie o kalifornijskich nastolatkach szalejących w japońskich samochodach wypływających z rury wydechowej tylko trochę wilgoci – jak na przykład Honda FCX Clarity. Można oczywiście powiedzieć, ku uciesze lasów tropikalnych, że taka zmiana postrzegania wyjdzie na dobre wszystkim. Pytanie tylko, jak pozbyć się samochodów przyszłości i czy zwykle sprasowanie wystarczy? A jeśli nie, to kto za to wszystko zapłaci?

Skandynawska lodówka

Wszystko, co ma w nazwie tak zwany high-tech, jest drogie. Nic więc dziwnego, że firmy motoryzacyjne łączą się w pary, grupy i inne związki mniej lub bardziej formalne. Do niedawna jednak w sposób znaczący dbano o czystość klasową marek. O ile z pewnością wśród ludzi megalomani jest dopuszczalny, a czasem, wbrew bzdurnym konwenansom, mile widziany, o tyle świat biznesu nie postrzega takich zachowań jako przyzwoitych. Jak więc zatem wytłumaczyć fakt, że szwedzkie Volvo, symbol bezpieczeństwa, prestiżu oraz luksusu znalazło się w rękach... producenta urządzeń chłodniczych. Oczywiście Geely od lat lodówek już nie produkuje, ale niesmak pozostał. Bo przecież nie chcemy żyć w świecie, w którym każdy, kto ma marnych parę miliardów dolarów, może kupić symbol. Miejmy nadzieję, że Volvo pod nowymi sterami nie będzie równie trwałe co chińskie zabawki oraz równie atrakcyjne jak chińskie podkoszulki. Patrząc na projekty nowej londyńskiej taksówki w wykonaniu chińskiego giganta, który notabene wcześniej zdążył przejąć Manganese Bronze Holdings PLC, można mieć pewne wątpliwości co do przyszłej linii stylistycznej firmy z Göteborga.

Druga strona medalu

Tego typu megalomani jest na rynku motoryzacyjnym sporo. Od paru lat stwierdzenie, że „Tata kupił Jaguara”, nie utożsamia tylko młodzieńczej przechwałki na temat zamożności rodziców. Od 2008 roku brytyjska, tudzież fordowska, firma została przejęta przez hinduskiego potentat Ratana Tatę. Do tego, że w BMW czy w Audi wiedzają jak budować samochody, nie trzeba nikogo specjalnie przekonywać. Stąd Brytyjczycy mogą spać spokojnie o Rolls-Royce'a czy Bentleya. Jednak na widok hinduskiego Jaguara nawet Spirit of Ecstasy może się schować. Nie chodzi o to, że oburzam się tym, iż Azja zaczyna odgrywać znaczącą rolę w europejskiej motoryzacji. Chodzi po prostu o to, że nabycie znanych europejskich marek miało jeden cel – zdobycie know-how. Celem przejścia nie jest budowanie synergii, tylko zdobycie wiedzy, która umożliwi rozwój własnych produktów przez zagranicznych inwestorów. Szkoda, bo może to ograniczyć dotychczasowy rozwój świetnych marek i doskonałych samochodów. W tym miejscu należą się słowa uznania dla innych producentów azjatyckich, takich jak Hyundai czy Kia, które własną, ciężką pracą osiągnęły wspólnie pozycję czołowego producenta na świecie. I wszyscy pamiętają, że nie było łatwo. Pamiętają kiepskie wykończenie, mizerną trakcję, słabe silniki.

Ale każdy docenia to, że firmy osiągnęły swoją pozycję własną pracą, dzięki której nie ustępują już na świecie prawie nikomu, a rozsądnie skalkulowaną ceną i polityką w zakresie gwarancji są w stanie przyciągnąć rzesze klientów.

Efekt synergii

Rynek pełen jest przykładów, że nie pasywność, a współpraca, jest kluczem do sukcesu. Dowodem na to może być alians strategiczny pomiędzy Renault oraz Nissanem. Każdy, kto interesuje się motoryzacją, od razu dostrzeże dziwne wręcz podobieństwo oferowanych jednostek napędowych czy innych technologii wykorzystywanych w produktach obu firm. Nic dziwnego, skoro głównodowodzącym obu okrętów jest ta sama osoba – Carlos Ghosn. W kwietniu tego roku do tego duetu ma dołączyć jeszcze jeden gracz – Daimler. Znając historię różnych aliansów Daimlera, można mieć pewne wątpliwości co do tej grupy. Jednak mając w pamięci, kto sprawuje realną władzę w Renault i Nissanie trudno przypuszczać, że spółki dadzą się podporządkować niemieckiemu gigantowi. Na pewno uda im się zyskać niezbędne wsparcie i pomoc w rozwijaniu własnej działalności, zaś Daimlerowi zaofiarują w zamian spokój i możliwość utrwalenia wypracowanej przez lata pozycji. Pozostając częściowo na rynku europejskim, warto wspomnieć o grupie PSA Peugeot Citroën. Dwie firmy już od lat działają wspólnie, ale jako odrębne organizmy. Posiadają własną sieć dealerską i politykę marketingową. Bez względu na podobieństwo technologiczne tych dwóch marek, kanibalizacja wśród nich prawie w ogóle nie występuje. Jak wszędzie są jednak wyjątki. Z uwagi na współpracę koncernu z Toyotą klienci mają duży problem z wyborem małego samochodu miejskiego. Bo chyba tylko rzut monetą rozstrzygnąć może, czy wybrać Aygo, 107 czy C1. Podobnie wygląda współpraca pomiędzy Mitsubishi a PSA przy tworzeniu mo-

deli Outlander, C-Crosser czy 4007. Wszakże jaka jest między nimi różnica, oprócz rzeczy oczywistej – wyglądu?

Nostalgia

Czas spać klamrą to, co zostało powiedziane w temacie. A zatem, General Motors, ikona amerykańskiej motoryzacji, ma obecnie z ikoną niewiele wspólnego. Ba, niewiele ma również wspólnego z amerykańską koncepcją wolnego rynku. Przecież firmy upaść mogą, a w zasadzie mogły – za starych dobrych czasów. Teraz firmy przechodzą w ręce państwa. Dziwna polityka, wszakże jeszcze jako młody chłopiec uczony byłem, że Ameryka liberalizmem stoi,

a tu okazuje się, że to jest kraj o silnych zapędach socjalistycznych. I teraz przychodzi mi patrzeć w przeszłość, wspominać obrazy olbrzymich Hummerów, czy wsłuchiwać się w dawno niesłyszany głos David Hasselhoffa mówiącego do swojego zegarka: K.I.T.T. I need you buddy (w roli głównej Pontiac Trans-Am). Świat stanął na głowie. Żeby go zrozumieć, trzeba być chyba tak zakreconym jak producenci Spykera i tak lotnym jak SAAB. A może w tym wszystkim sensu brak i z mgły niektórym firmom wyłania się Latający Holender? ■

Kto do kogo należy

Właściciel	Marki
Toyota Motor Corporation	Lexus, Toyota
General Motors Company	Chevrolet, Daewoo, Opel
Volkswagen Group AG	Audi, Bentley, Bugatti, SEAT, Skoda, Volkswagen
Ford Motor Company	Ford, Lincoln
Hyundai Motor Company	Hyundai, Kia
PAS Peugeot Citroen S.A.	Citroen, Peugeot
Honda Motor Company	Honda
Fiat S.p.A.	Alfa Romeo, Ferrari, Fiat, Maserati
Suzuki Motor Corporation	Suzuki
Daimler AG	Maybach, Mercedes-Benz, Smart
BMW AG	BMW, MINI, Rolls-Royce
Mazda Motor Corporation	Mazda
Chrysler Group, LLC	Chrysler, Jeep
Mitsubishi Motors Corporation	Mitsubishi
Geely Automobile	Volvo
Tata Motors, Ltd	Jaguar, Land Rover





Proste i skuteczne strategie inwestycyjne

„Żeby panować nad pieniędzmi, trzeba najpierw zapanować nad samym sobą”
J.P. Morgan

PAWEŁ CYMCIK

Początkujący inwestor na ogół sądzi, że aby skonstruować skuteczną strategię, musi być ona niesamowicie skomplikowana. W związku z tym, skonstruowanych i przetestowanych strategii jest więcej niż ktokolwiek mógłby przypuszczać. W niektórych bierze się pod uwagę ściśle wyliczenia matematyczne, w innych fazy księżycy lub odległe układy planetarne. Każdy z twórców tych skomplikowanych strategii zapominał w pewnej chwili, że strategia jest tym skuteczniejsza, im jest prostsza.

W 2008 roku niewiele ze stosowanych strategii inwestycyjnych okazało się skutecznymi. Trwający kryzys i panika spowodowały, że spadały ceny akcji, zarówno krajów rozwiniętych, jak i wschodzących, oraz ceny surowców. Również waluty wielu krajów znacznie osłabiły się w porównaniu do

lat ubiegłych. Zatem nic dziwnego, że pomysły na inwestowanie, które sprawdzały się w spokojnych czasach, w okresie finansowego tsunami nie zdały egzaminu.

Uniwersalna strategia inwestycyjna dobra dla wszystkich byłaby ideałem, ale niestety nie istnieje.

W przypadku wielu osób pytanie o sposób inwestycji jest uzależnione od dwóch czynników: ile mamy środków i na jak długo chcemy je zainwestować. Jeżeli dysponujemy małą kwotą (poniżej 100.000 złotych) i chcemy z niej skorzystać w krótkim okresie, to jedynym wyjściem jest zakup funduszu obligacji bądź funduszu pieniężnego. Będzie to bezpieczna przystań dla naszej gotówki. Nie pomnożymy jej znacznie, ale będziemy pewni, że nic nie stracimy. Sytuacja będzie zupełnie inna, jeżeli nasze środki są przeznaczone na długoterminowe inwestowanie. Wtedy dobrym wyjściem bę-

dzie podział gotówki na części i regularne zakupy akcyjnych funduszy inwestycyjnych. Pamiętajmy, że takie podejście jest najskuteczniejsze wtedy, gdy inwestujemy na 3-4 lata i chcemy zapewnić sobie możliwość ewentualnego szybkiego wycofania pieniędzy w nagłym przypadku.

Gdy dysponujemy większymi kwotami (powyżej 100-200 tysięcy złotych), otwierają się przed nami nowe możliwości inwestycyjne. Musimy tylko wiedzieć, przez jak długi okres ma trwać nasza inwestycja. Jeśli mniej niż rok, to ograniczamy się do obligacji i funduszy pieniężnych, ale już dłuższy horyzont inwestycji pozwala nam na pełne skorzystanie z różnorodności rynku funduszy. W takim przypadku najważniejsza jest dywersyfikacja. Nie można inwestować całości w tylko jeden rodzaj funduszu lub jeden sektor. Najprostszą strategią inwestycyjną mówi, że maksymalny procento-

wy udział akcji w portfelu wylicza się wzorem $(100 - \text{wiek inwestującego})$, a pozostałą część inwestuje się w obligacje.

Dla doświadczonych inwestorów takie rozróżnienie jest zbyt ubogie. Ich inwestycje rozrzucone są po funduszach różnych rynków akcji, obligacji, surowców i walut. To słuszne podejście, ale wymaga pokaźnych nakładów inwestycyjnych oraz zrozumienia zasady działania wybranych funduszy, by nie ponosić zbędnego ryzyka. W takich przypadkach warto skorzystać z pomocy specjalisty.

Często stosowaną i skuteczną strategią inwestowania tylko w akcje jest regularne nabywanie jednostek uczestnictwa wybranego funduszu. Kupując w stałych odstępach czasu (np. co miesiąc) za identyczną kwotę, uniezależniamy się od aktualnych zawirowań. Strategię taką nazywa się „uśrednianiem ceny zakupu”. Przy takim postępowaniu duże spadki działają na naszą korzyść. Zapowiadają bowiem jeszcze większe zyski, ponieważ za tą samą ilość gotówki kupimy dziś więcej jednostek. Aby strategia przyniosła solidne zyski, trzeba przestrzegać żelaznej zasady – fanatycznej konsekwencji w wieloletnim inwestowaniu. Jak pokazują badania statystyczne, najlepsze wyniki uzyskujemy po 15-20 latach. Pamiętajmy jednak, aby w miarę starzenia się zmniejszać zaangażowanie akcyjne na rzecz obligacji.

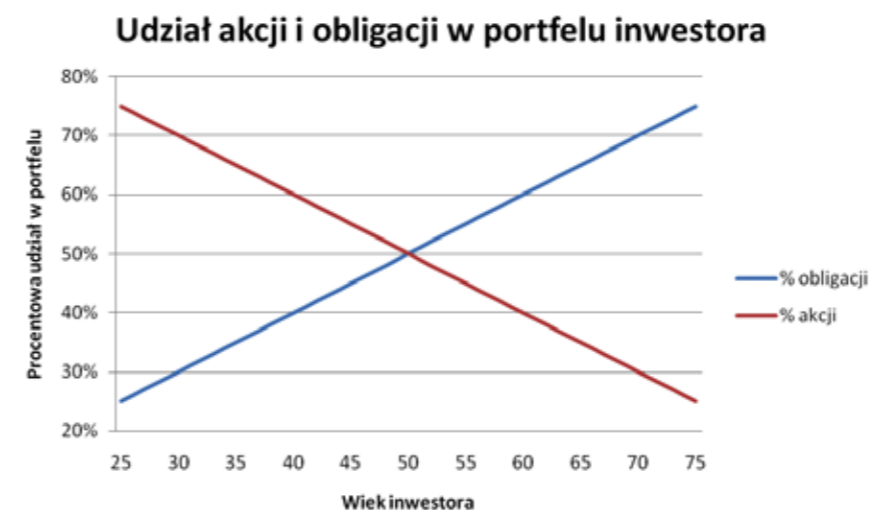
Wielu inwestorów chce na swoim kapitale zarabiać zdecydowanie więcej niż 4-5 % powyżej inflacji. To trudna sztuka, zwłaszcza, że aby tego dokonać, muszą zaangażować się na rynku akcji, a więc kupić jednostki funduszy akcyjnych. Obserwując to, co się dzieje na giełdzie, często zadajemy sobie pytanie, czy jest już dość tanio i czy należy już „wchodzić w rynek”. Zastanawiamy się, czy aby nie poczekać z inwestowaniem jeszcze kilka miesięcy, kwartałów albo

lat, a do tego czasu trzymać pieniądze na lokacie. W ten sposób stajemy się pseudo-inwestorem o kryptonimie „poczekam, będzie taniej”, który prawdopodobnie nigdy nie wypłaci pieniędzy z depozytu, a jedynie będzie obserwował rynek z boku i narzekał, że wciąż jest za drogo. Pamiętajmy,

że identyczne wątpliwości, czy nie będzie taniej, będą nas dotyczyć również za 3 miesiące, ale i za 3 lata. Zatem inwestować trzeba jak najszybciej, ale tylko przy odpowiedniej strategii zarządzania kapitałem, która powinna uwzględniać nasze obawy i chęć zysku oraz odpowiednio ograniczać ryzyko.

WYKRES1:

Udział akcji nawet w najprostszej strategii powinien być uzależniony od wieku inwestora:



W czasie inwestycji pamiętajmy również o sobie. Warto 10 % wolnych środków poświęcić na własną edukację i szkolenia. Czasy kryzysu są idealne do budowania „twardych” kompetencji merytorycznych i zdobywania dodatkowych uprawnień bądź licencji. Tak niewielki, w stosunku do całych środków, wkład może okazać się najcenniejszy i najbardziej zyskowny, gdy powrócą czasy prosperity. Wtedy zdobyta fachowość i profesjonalizm zwrócą się z nami z pomocą. Pamiętajmy, że nie jest ważne, czy mamy do czynienia z hossą czy bessą, zawsze prawdziwe jest stwierdzenie – „umiesz liczyć, licz na siebie”. ■

Inwestycje w fundusze rynków wschodzących cz.1

Rynki wschodzące, o których coraz więcej słyszy się w mediach w kontekście inwestycji, to grupa krajów, które są w połowie drogi pomiędzy gospodarką rozwijającą się a gospodarką rozwiniętą. W dużym uproszczeniu do rynków tych możemy zaliczyć: kraje azjatyckie (np. Chiny, Indie, Malezja, Korea Południowa, Tajlandia) czy kraje Europy Środkowo-Wschodniej (CEE) oraz kraje Afryki Północnej (np. Egipt). Banki inwestycyjne czy firmy doradcze dzielą je według swojej metodologii na różne podgrupy. Autorem określenia BRIC (Brazylia, Rosja, Indie i Chiny) jest Goldman Sachs, a E-7 (BRIC + Meksyk, Indonezja, Turcja) jest PriceWaterhouseCoopers. Nazwa E-7 ma nawiązywać do grupy G-7, która według prognoz ekspertów z PwC w 2050 r. będzie miała znacznie słabsze gospodarki aniżeli E-7. Coraz mniej mówiące inwestorom nazwy, którymi określa się „koszyki” państw z rynków wschodzących, są usilnie reklamowane na rynku jako żyła złota, inwestycje z potencjałem, przyszłością. Wyobraźnia marketingowców jest nieograniczona w tym zakresie i przeciętny Kowalski wie, że w rynki wschodzące inwestować trzeba.

ANNA PATEK

Pierwszy artykuł z cyklu o inwestowaniu w rynki wschodzące zostanie poświęcony polskim funduszom inwestycyjnym, których celem jest osiągnięcie zysku na gruncie europejskich rynków wschodzących.

Grupa docelowa

Eksperti twierdzą, że jest to dobry kierunek inwestycji, jeżeli chce się inwestować długoterminowo (min. 5 lat) - w krótkim bądź średnim okresie jednostki inwestycyjne może cechować silna fluktuacja. Jest to dobry sposób na zamrożenie środków dla inwestorów, którzy nie mają awersji do ryzyka i zarazem chcą osiągać wysokie dochody. Inwestycja w emerging markets to modny element dywersyfikacji portfela i każdy szanujący się fundusz powinien zaoferować swojemu klientowi możliwość inwestowania w europejskie rynki wschodzące.

Strategie inwestycyjne

Obecnie na polskim rynku możemy wybrać spośród kilkunastu propozycji TFI. Warto dokładniej przyjrzeć się ich prospektom informacyjnym. Każdy z nich ma swoją indywidualną strategię, a ich nazwy mogą często wprowadzać w błąd odbiorcę.

Część funduszy ogranicza swoje inwestycje do koszyka kilku-kilkunastu państw, pozostali określają swój cel inwestycyjny jako akcje spółek Europy Środkowo-Wschodniej z uwzględnieniem np. krajów basenu Morza Śródziemnego (np. Aviva Investors). Poszczególne propozycje TFI różnią się również co do definicji akcji spółek rynków wschodzących. Istnieje kilka możliwości rozumienia tego pojęcia (warto zwrócić na to uwagę, czytając prospekty informacyjne poszczególnych funduszy) - mogą to być akcje spółek, które zostały założone, osiągają znaczną część dochodów, prowadzą istotną część działalności lub są notowane na giełdzie w danym kraju Europy Środkowo-Wschodniej.

Zazwyczaj z góry określony jest minimalny udział akcji bądź instrumentów o podobnym poziomie ryzyka (np. praw poboru, praw subskrypcyjnych, warrantów subskrypcyjnych itp.), np. Fundusz Pioneer Akcji Europy Wschodniej (subfundusz Pioneer Funduszy Globalnych SFIO) obrał sobie za cel, iż min. 2/3 aktywów netto musi być zainwestowanych w instrumenty finansowe o charakterze udziałowym. Ustala się również maksymalny udział instrumentów o charakterze dłużnym oraz instrumentów rynku pieniężnego, np. Arka Bz WBK Akcji Środkowej i Wschodniej Europy - max. 34%. Niektóre fundusze zastrzegają sobie prawo do inwestowania w jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych oraz tytuły uczestnictwa funduszy zagranicznych i instytucji wspólnego inwestowania. Warunek jest jeden - ich strategia inwestycyjna musi być zgodna z przyjętą polityką inwestycyjną.

Na rynku pojawiają się również fundusze, które obierają sobie za cel spółki w konkretnym kraju, przykładem jest nowość w ofercie Quercus TFI - Quercus Rosja. Jego benchmarkiem jest RTS (indeks 50 największych spółek, które są notowane na giełdzie w Moskwie). Niewątpliwie korzyścią z tego typu inwestycji jest to, iż nie jest ona silnie skorelowana z GPW w Warszawie, a także pozwala wykorzystać możliwości z oczekiwanych przemian gospodarczych.

Ciekawe rozwiązanie zaoferowało inwestorom ING TFI. Umożliwiło im bardziej wyspecjalizowane inwestowanie w spółki krajów Europy Środkowej z podziałem na spółki sektorów defensywnych (np. produkcji, sprzedaży detalicznej), sektorów wzrostowych (np. technologiczny, przemysłowy, materiałowy) czy koszyk małych oraz średnich spółek.

Czysty zysk?

Spśród wszystkich funduszy inwestujących, w ostatnim kwartale zdecydowanie prowadziły fundusze skupiające się na wschodzącym rynku europejskim. Według raportu Expandera pt. „Wyniki akcyjnych funduszy zagranicznych w III kwartale”, gdyby nie silny złoty, stopy zwrotu mogłyby uplasować się na poziomie przekraczającym 20%. Tabela przedstawia stopy zwrotów wybranych funduszy dowodzi, iż inwestycja jest opłacalna, zwłaszcza jeśli patrzymy z perspektywy ubiegłego

roku. Jednak eksperci ostrzegają: wysoka stopa zwrotu jest równocześnie obciążona dużym ryzykiem. Analitycy podkreślają, iż ważne jest to, w jakie aktywa się inwestuje. Zgodnie z metodą Limestone Investment Management analizy ilościowe nie zawsze odgrywają kluczową rolę. Równie ważne są dokładne badania w zakresie ochrony środowiska, relacji firmy z otoczeniem, a także ładem korporacyjnym - tzw. ESG (ang. Environmental, Social, Governance) Criteria. Ponadto autorzy raportu zauważają, iż zwyczaje na rynku nie zawsze idą w parze z dobrą sytuacją gospodarczą, bez której nie ma mowy o solidnych fundamentach.

Perspektywy

Wszystkie znaki na niebie i ziemi pokazują, iż sytuacja na europejskich rynkach wschodzących poprawi się, jednak analitycy są raczej zachowawczy w swoich ocenach. To właśnie tutaj najboleśniej odczuwano skutki kryzysu finansowego. Międzynarodowy Fundusz Walutowy w swojej prognozie wzrostu realnego PKB na lata 2010-2012 wykazuje, iż kraje Europy Środkowo-Wschodniej wyprzedzą pod tym względem Unię Europejską, G7 i USA, ale mimo to PKB będzie niższy niż przed kryzysem. Akcje spółek CEE? Tak, ale jako dywersyfikacja inwestycji, po wyczerpującej analizie i w długim okresie - w krótkim nie napawają już takim optymizmem. ■



Stopy zwrotu z wybranych funduszy inwestujących na rynkach wschodzących

Nazwa funduszu	3M	6M	12M
Pioneer Akcji Europy Wschodniej	+ 9.06%	+0.40%	+23.31%
Aviva Investors Fundusz Inwestycyjny Otwarty Subfundusz Aviva Investors Akcji Europy Wschodzącej	+11.13%	+6.40%	+24.27%
Quercus Bałkany i Turcja	+11.32%	+6.31%	+13.32%
Amplico Subfundusz Akcji Nowa Europa	+7.43 %	+2.29 %	+11.16%
Arka Akcji Środkowej i Wschodniej Europy	+13.66%	+4.48%	+10.66%
PZU Nowa Europa	+4.71%	+1.06 %	+8.86 %
ING Środkowoeuropejski Sektorów Wzrostowych	+ 7.41 %	+ 1.84%	+13.16 %
UniAkcje Nowa Europa Subfundusz	+1.88 %	-4.66%	+4.38%
Lukas Subfundusz Akcji Nowej Europy	+12.42 %	+3.45 %	+8.40%
Skarbiec Akcji Nowej Europy	-0.58%	-7.64 %	+3.48%
BPH Europy Wschodzącej	+6.48 %	+2.19%	+3.77 %
ING Środkowoeuropejski Sektorów Defensywnych	+2.98%	+0.49%	-1.40%
PKO Akcji Nowa Europa	+8.49%	+1.83%	+8.31 %

Źródło: www.fundusze24.pl



„Poproszę trochę WIGu20...”

Pierwszy fundusz ETF – Exchange Traded Fund – powstał w 1989 roku w Kanadzie, a w Europie instrumenty te obecne są od 2000 roku. Na świecie istnieje obecnie ponad 2200 funduszy tego typu, które zarządzają kwotą wynoszącą ponad 1 bln USD. Znane i cenione na świecie ETF-y trafiły we wrześniu do Polski.

MAŁGORZATA KOSIECKA

ETF-y są specyficznym rodzajem funduszy inwestycyjnych otwartych, których jednostki uczestnictwa notowane są na giełdzie (podobnie jak inne papiery wartościowe). Ich strategię polegają na jak najwierniejszym odwzorowywaniu zachowań wybranych indeksów, co określa się jako tzw. zarządzanie pasywne. Fundusze mogą inwestować w indeksy akcji, obligacji, surowców lub towarowe. Te ostatnie, początkowo oparte jedynie na inwestycjach w złoto, z czasem objęły szerokie spektrum metali szlachetnych i innych towarów notowanych na światowych giełdach. Inwestycja w ETF możliwa jest już od jednej jednostki, a tytuły uczestnictwa funduszy podlegają bieżącej wycenie giełdowej i mogą być nabywane lub zbywane w trakcie sesji giełdowej za pomocą biura maklerskiego.

Inwestorów zainteresowanych „pokonaniem” indeksu, a nie tylko jego biernym śledzeniem, mogą zainteresować tzw. aktywnie zarządzane ETF-y. Łączą one korzyści płynące z inwestowania indeksowego z jednoczesnym aktywnym zarządzaniem aktywami. Fundusze tego typu konstruuje portfele oparte o spółki należące do wybranego indeksu lub branży, których wagi w koszyku ustalane są przez zarządzających funduszem.

Jakie zalety posiadają ETF-y?

Do głównych zalet ETF-ów należą przede wszystkim: niższe koszty inwestycji, większa kontrola nad portfelem inwestycyjnym oraz generowanie wyników porównywalnych z wynikami tradycyjnych funduszy akcyjnych.

Inwestorzy cenią w ETF-ach przede wszystkim niższe koszty. Nie ma w ich przypadku tzw. opłaty dystrybucyjnej, któ-

ra naliczana jest przez zwykłe fundusze. Operacje dokonywane są z poziomu rachunku maklerskiego, a od transakcji kupna / sprzedaży płaci się prowizję maklerską (standardowo niższą niż opłaty dystrybucyjne w przypadku funduszy). Koszt nabycia / odkupienia jednostek wynosi więc dla ETF-ów około 0,3 – 0,5% wartości transakcji, podczas gdy fundusze inwestycyjne akcyjne pobierają przy zakupie nawet 5-procentową opłatę.

Niższe są także same koszty zarządzania ETF-em, co wynika z pasywnego sposobu zarządzania. Fundusze te nie wymagają zatrudniania rzęszo analityków oceniających, które akcje kupić, a które sprzedać. Nabywając akcje z myślą o długoterminowym inwestowaniu, fundusze ponoszą niższe koszty transakcyjne. Koszt zarządzania w przypadku funduszu ETF wynosi zazwyczaj 0,5% w skali roku. Natomiast polskie fundusze akcji ustalają koszt

zarządzania na poziomie 3 – 4% rocznie. Przyjmuje się, że inwestowanie w ETF może być nawet 10 razy tańsze niż w tradycyjne fundusze.

Fundusze ETF cechują się często lepszą dywersyfikacją portfela niż fundusze akcyjne. Dodatkowo obrót nabywanymi udziałami jest bezproblemowy, co znacznie zwiększa elastyczność instrumentu. Sprawowanie kontroli nad wartością portfela ułatwia bieżąca wycena inwestycji. Fundusze te posiadają możliwość zawierania transakcji krótkiej sprzedaży, co sprawia, że obrót nimi jest symetryczny i pozwala na generowanie zysków podczas wzrostów lub spadków na giełdzie. ETF-y mogą być traktowane jako inwestycje spekulacyjne, jednak należy pamiętać, że zostały stworzone przede wszystkim z myślą o inwestowaniu długoterminowym – ich efektywność jest wtedy największa.

Słabe strony ETF-ów

Przeszkodą w inwestowaniu w ETF-y może okazać się ich płynność. Jeżeli jej poziom nie będzie wystarczający, to powstałe na rynku spready mogą okazać się znaczne, przez co negatywnie wpłyną na atrakcyjność inwestycji. Przewagą funduszy tradycyjnych jest w tym wypadku fakt, że ich jednostki mogą zostać umorzone w dowolnym momencie po kursie dnia. Rodzi to jednak ryzyko uzyskania niesatysfakcjonującej inwestora ceny. Rozwiązaniem kwestii płynności na rynku ETF jest działanie niezależnych animatorów rynku, którzy dbają o to, aby dokonanie transakcji było zawsze możliwe.

Wiele ETF-ów zamiast pasywnie zarządzać powierzonymi im aktywami i śledzić indeksy, zaczyna inwestować w skomplikowane strategie aktywne. Nadal naśladują indeks, jednak w wielu przypadkach sztucznie stworzony na własne potrzeby. Papiery wartościowe dobrane są więc w oparciu o skomplikowane modele matematyczne i zaawansowane techniki komputerowe. Działanie to można uznać za niekorzystne, gdyż często niesie za sobą podejmowanie znacznego ryzyka inwestycyjnego.

Jak w przypadku każdego instrumentu finansowego, tak też w przypadku ETF-ów należy liczyć się z ryzykiem płynącym z samego faktu inwestowania i uczestnictwa w funduszu (akcje mogą tracić na wartości). Dokładne przewidzenie sytuacji na rynku nigdy nie jest możliwe, przez co pojawia się ryzyko zbyt wolnej reakcji zarządzających funduszem na zmiany na giełdzie lub te zachodzące w składzie indeksu. Istnieje także ryzyko usunięcia funduszu

z giełdy lub zmiany benchmarku. Inwestycji w ETF-y nie należy traktować więc jako „pewniaka” - musi być ona dokładnie przemyślana i dopasowana do możliwości inwestora.

ETF na GPW

Pierwszym ETF-em obecnym na warszawskiej giełdzie jest notowany od 22 września 2010 roku fundusz Lyxor ETF WIG20. Jest to jednocześnie pierwszy na świecie fundusz oparty na indeksie WIG20¹. Jego celem jest wierne odwzorowywanie notowań 20 największych spółek warszawskiej giełdy, a jedną z zalet zapowiedź, że za jego pośrednictwem dywidendy wypłacane przez te podmioty będą trafiały do inwestorów². Wartość nowego funduszu wyrażona jest w PLN i odzwierciedla 1:10 wartości indeksu. Nad zapewnieniem płynności obrotu czuwa dwóch niezależnych animatorów rynku – UniCredit Corporate and Investment Banking oraz Societe Generale Corporate and Investment Bank.

Przedstawiciele GPW nastawieni są bardzo optymistycznie. Przewidują, że w najbliższym czasie na giełdzie pojawi

1. Lyxor Asset Management (należące do Societe Generale Corporate and Investment Bank) zalicza się do największych na świecie instytucji zarządzających funduszami ETF. Instytucja posiada około 86 mld euro aktywów w zarządzaniu, z czego 33 mld euro na rynku ETF-ów. Zarządza 164 funduszami tego typu, które naśladują rynki akcji, obligacji oraz towarowe.

2. Raz w roku fundusz będzie wypłacał dywidendę równą średniej ważonej dywidend wypłacanych przez spółki z indeksu.

się więcej tego typu instrumentów, między innymi fundusze notowane równolegle na kilku rynkach europejskich (na zasadzie dual listingu). Prawdopodobne jest także uruchomienie instrumentów opartych o inne indeksy GPW.

ETF oparte o notowania polskich spółek istniały już wcześniej, jednakże były one dostępne na giełdach poza granicami Polski. Mowa tu o funduszu uruchomionym przez Van Eck (fundusz 25 największych polskich spółek) oraz funduszu z rodziny iShares firmowanym przez BlackRock (opartym na indeksie MSCI Poland).

Czy się sprawdzą?

Rynek ETF dynamicznie się rozwija - szacuje się, że rośnie on znacznie szybciej niż rynek i aktywa funduszy hedgingowych. Sprawia to, że rozpoczęcie notowań funduszu Lyxor jest istotnym wydarzeniem na rodzimym rynku finansowym. Inwestorzy otrzymują nowy instrument, który dodatkowo może pozytywnie wpłynąć na sytuację na krajowym rynku funduszy inwestycyjnych. Te, w obliczu narastającej konkurencji, mogą zostać zmuszone do obniżenia opłat lub zrewidowania strategii inwestycyjnych tak, aby były bardziej efektywne i zyskowne. ■





Firmy potrzebują ludzi renesansu

PO SZCZEBLACH FINANSOWEJ KARIERY

Współczesny finansista powinien posiadać cechy „człowieka renesansu”. Musi być wszechstronnie wykształcony, gdyż pracuje na styku różnych dziedzin. Powinien także posiadać umiejętność analitycznego myślenia na wielu płaszczyznach, ze względu na odpowiedzialność za sprawne funkcjonowanie wszystkich komórek w firmie. Finansista jest zawsze w centrum wydarzeń i to od niego zależy, w jaki sposób zostaną rozdysponowane środki na funkcjonowanie firmy. Praca finansisty to również gra kompromisów, co oznacza konieczność uwzględnienia potrzeb wszystkich działów w firmie, takich jak marketing, badania i rozwój (R&D) czy produkcja.

ANNA GRODECKA

Jakie cechy i umiejętności powinien posiadać dobry finansista oraz jaka jest jego rola w rozwoju organizacji? Zapytaliśmy o to Adama Mazanika, który od ponad dziesięciu lat piastuje różne stanowiska finansowe w międzynarodowych koncernach.

Finansista to nie księgowy

Adam Mazanik pracuje aktualnie na stanowisku Lead Pricing Analyst w spółce Honeywell. Firma ta specjalizuje się między innymi w produkcji urządzeń dla przemysłu chemicznego, naftowego i rafineryjnego. Honeywell jest obecny w ponad 100 krajach i zatrudnia 120.000 osób. Do zadań pana Adama należy wprowadzanie skonsolidowanej polityki cenowej w 28 państwach

regionu EMEA, za które jest odpowiedzialny.

Realizacja wspólnej polityki cenowej pozwala na kontrolę cen produktów oferowanych przez Honeywell oraz wprowadzanie tak zwanego Value-Based Pricing. Oznacza to, że na ceny trzeba patrzeć ze strategicznego punktu widzenia. W praktyce przekłada się to na ustalenie takiej ceny za produkt, jaką jest w stanie zapłacić klient porównujący go do produktów konkurencji. – opisuje Mazanik. Innymi słowy, jeżeli nasze urządzenie jest lepszej jakości, to można założyć, że klient będzie w stanie zapłacić za nie wyższą cenę. Moja rola w projekcie polega na wprowadzeniu systemów i narzędzi analitycznych, które będą wspomagały cały projekt. Jestem również odpowiedzialny za implementację rozwiązań informatycznych dla działów finansowych Honeywell na całym świecie, które pozwolą na zarządzanie cenami i podejmowanie decyzji w tym zakresie.

Myśląc o pracy analityka finansowego, należy wiedzieć, że jest to zawód dla osób ambitnych oraz niezwykle pracowitych. Jednak już na etapie planowania kariery trzeba zdać sobie sprawę, jaką rolę w korporacji odgrywa osoba zajmująca się finansami. Według Adama Mazanika, praca w finansach diametralnie różni się od zadań księgowego:

Różnicę tę widać szczególnie w amerykańskich korporacjach, gdzie nie ogranicza się do rozliczania faktur, lecz wymaga wnikliwej analizy danych i bieżącej sytuacji finansowej. Na tej podstawie trzeba wnioskować co stanie się za miesiąc, rok, czy dwa. To nic innego, jak przewidywanie finansowej przyszłości.

Czy akademicka wiedza i praktyka wystarczą?

Planując pracę w finansach czy kontroli, warto zacząć zdobywać praktyczne doświadczenie już na studiach. Wykształcenie kierunkowe to tylko niezbędne minimum, ważniejsze jest jednak praktyczne zetknięcie się z zawodem oraz edukacja podyplomowa.

Pracę zacząłem na trzecim roku studiów. Na początku w firmie Hasbro (producent zabawek), później w PepsiCo, gdzie zostałem przydzielony do projektu, który polegał na wdrażaniu systemu informatycznego do obsługi 70 tysięcy klientów. Zaczynałem od prostych czynności, takich jak wpisywanie danych, a skończyłem na stanowisku szefa zespołu. To otworzyło mi furtkę do podjęcia stałej pracy w dziale planowania.

Jeżeli myślimy o zdobyciu dobrej pracy w sektorze finansowym, to coraz częściej nawet kilkuletnie doświadczenie i podstawowa wiedza nie są wystarczające. Aby nasza droga po szczeblach kariery przebiegała szybko i sprawnie, warto zastanowić się nad wzmocnieniem swoich umiejętno-

ści. Swoistą przepustką zapewniającą rozwój w świecie finansów okazują się międzynarodowe certyfikaty, takie jak CIMA czy ACCA.

Po kilku latach pracy w PepsiCo zdecydowałem się na podjęcie pracy w Londynie. W tym celu udałem się na rozmowę z firmą rekrutacyjną Michael Page. Odpowiedź, którą otrzymałem, była potwierdzeniem moich silnych kompetencji, jednak szanse na wymarzoną pracę przekreślił brak międzynarodowego certyfikatu. Dokument taki w krajach anglosaskich jest mocną kartą przetargową, a wręcz wymogiem w boju o wysokie stanowiska w sektorze finansowym. Ta sytuacja oraz pewne braki w zakresie wiedzy z księgowości zmotywowały mnie do rozpoczęcia kursów przygotowujących do certyfikatu CIMA. Wiedza zdobyta w trakcie szkolenia utwierdziła mnie w przekonaniu, że wysiłek oraz dość znaczne nakłady finansowe przeznaczone na szkolenie nie zostały zmarnotrawione. Certyfikat CIMA zapewnia specjalistyczną wiedzę, której nie zdobędziemy podczas studiów ekonomicznych, a która jest fundamentem, jeśli ktoś myśli o wysokim stanowisku w finansach. Z perspektywy czasu żałuję jednak, że nie zdecydowałem się na kursy CIMA wcześniej, zaraz po zakończeniu studiów.

Certyfikaty międzynarodowe stale zyskują na znaczeniu. Mimo że nie są jeszcze tak popularne jak np. w Anglii, to podczas poszukiwania prestiżowej i dobrze płatnej pracy międzynarodowy certyfikat daje nam dużo większe szanse zatrudnienia.

Znam oczywiście przypadki osób, które bez skończonych studiów osiągają bardzo wysokie stanowiska, ale są to przypadki odosobnione i dotyczą ludzi, którzy pną się po szczeblach kariery w obrębie jednej firmy. Moim zdaniem, nie powinno się jednak pozostawać w jednym miejscu zbyt długo ponieważ, człowiek, aby się rozwijać, potrzebuje zmian.

O przyszłości poważnie myśleć już na studiach

Osoba, która właśnie skończyła studia, nie jest niestety dla potencjalnego pracodawcy idealnym kandydatem do działu finansów. Praktycznie w każdym przypadku, osoba taka, podejmując pierwszą pracę, uczy się wszystkiego od nowa. Mimo to rola studiów w karierze finansisty jest bardzo istotna.

Uczelnia daje silne podstawy teoretyczne oraz pokazuje szerokie spektrum tematów, z którymi możemy się zetknąć. Pozytkowanie wiedzy z różnych obszarów, takich jak makroekonomia, ekonometria czy księgowość, pozwala zorientować się, co nas faktycznie interesuje. Jeżeli nie znajdziemy szczególnie interesującej dla nas dziedziny, to ogólne wykształcenie zdobyte na stu-

diach pozwoli nam na szybkie dostosowanie się do realiów panujących na rynku i podjęcie pracy. Jednak nie warto kończyć studiów na siłę. Jeżeli dany kierunek nam nie odpowiada, to najlepiej go zmienić i im szybciej podejmiemy taką decyzję, tym lepiej dla nas samych.

Cenne umiejętności miękkie

Oprócz zdobywania wiedzy i doświadczenia warto pracować również nad umiejętnościami miękkimi, takimi jak prezentacja, rozmowa czy argumentacja. Praca w finansach to nie tylko zestawienia i analizy, ale również częsty i bezpośredni kontakt z ludźmi, którzy za wszelką cenę będą chcieli przekonać rozmówcę do swoich racji.

Umiejętności w zakresie prezentacji i rozmowy należy zdobywać jak najwcześniej, najlepiej już na studiach. W świecie akademickim dość ciężko pozyskać taką wiedzę, dlatego warto się zastanowić nad dodatkowymi kursami. „Train the trainer” czy inne szkolenia z prezentacji są w standardowej ofercie wielu firm szkoleniowych. Warto się z nią zapoznać i poszukać czegoś dla siebie. Szczególnie teraz, gdy do wielu szkoleń dopłaca Unia Europejska, są one dostępne dla przeciętnego żaka (czasem nawet bezpłatnie).

Opanowanie tych umiejętności zawoocuje w późniejszej pracy zawodowej oraz ułatwi zdobycie zatrudnienia, zwłaszcza, że jest to brane pod uwagę w procesie rekrutacji. Ważną kwestią jest również uczestnictwo w projektach oraz możliwość kierowania zespołem.

Wydaje mi się, że gdyby na polskich uczelniach uczono pracy w grupach, tak jak to ma miejsce w systemie anglosaskim, absolwenci byłoby lepiej przygotowani do roli kierowników projektów. Warto zatem uczestniczyć we wszelkich projektach, bo kształtuje to poczucie odpowiedzialności za decyzje własne i grupy. – reasumuje Mazanik.

Ucz się od innych, poznawaj nowe kultury

Warto również rozważyć możliwość wyjazdów zagranicznych do pracy lub na studia. Dają one szansę zetknięcia się z różnymi kulturami, co w przyszłości, oprócz znajomości języków obcych, pozwoli nam łatwiej dostosować się do specyfiki firmy.

Obecnie w międzynarodowych korporacjach coraz częściej stawia się na różnorodność w myślenie Diversity & Inclusion, która zakłada, że aby dotrzeć do szerokiej rzeszy klientów, struktura firmy powinna odpowiadać struk-

ture potencjalnych nabywców. Takie podejście ułatwia zrozumienie różnych kultur i np. lepsze dostosowywanie oferty pod oczekiwania różnych grup. W moim przypadku taka możliwość została mi dana wraz z wyjazdem do Genewy, gdzie objąłem stanowisko analityka finansowego w grupie PepsiCo. Kontakt z 20 różnymi narodowościami w obrębie jednego biura pozwolił mi na dużo lepsze poznanie istniejącego wokół mnie świata oraz dał szansę nawiązania wielu ciekawych znajomości.

Podsumowując, finansista jest dla firmy postacią kluczową, gdyż pośrednio odpowiada za funkcjonowanie każdego z działów. Dlatego coraz częściej nie tylko międzynarodowe, lecz także polskie firmy, wymagają od kandydatów na wysokie stanowiska w finansach perfekcyjnego przygotowania. Składa się na to cały zespół czynników: od wykształcenia, przez doświadczenie, nabyte umiejętności, po uzyskanie dodatkowej wiedzy, potwierdzonej przez międzynarodowe certyfikaty. Do-

piero tak przygotowana osoba będzie w stanie sprostać swojej roli i zapewnić firmie stabilną sytuację – i to nie tylko finansową. ■



Ruszają edycje konkursów Ernst & Young dla studentów. Zaczynaj poziom wyżej!

Eksperti z działu Doradztwa Podatkowego i Doradztwa Transakcyjnego Ernst & Young po raz kolejny przygotowują zadania dla studentów biorących udział w ogólnopolskich konkursach **EYe on Tax** oraz **EY Financial Challenger**. Konkursy skierowane są do studentów kierunków ekonomicznych, finansowych oraz - w przypadku *EYe on Tax* - kierunków prawnych.

Obydwa konkursy są doskonałą okazją do sprawdzenia i umiejętnego wykorzystania wiedzy teoretycznej w interaktywnych studiach przypadku przygotowanych przez ekspertów z największej firmy doradczej w Polsce. Uczestnicy mierzą się z zadaniami, które często stawiane są profesjonalistom z branży, dzięki czemu zdobędą cenne doświadczenie w zakresie doradztwa transakcyjnego oraz doradztwa podatkowego. Co więcej, zwycięstwo w *EYe on Tax* i *EY Financial Challenger* daje możliwość odbycia płatnego stażu w Ernst & Young.

Konkurs *EYe on Tax* składa się z trzech etapów, w których 3 lub 4-osobowe drużyny rozwiązują kazusy prawne dotyczące zarówno polskiego, jak i międzynarodowego prawa podatkowego. Aleksandra Banasikowska, finalistka ubiegłej edycji *EYe on Tax*, obecnie asystent w dziale Doradztwa Podatkowego, przyznaje: *Przygotowania do konkursu wymagały pracy, a sam udział kosztował trochę nerwów, ale było to jedno z moich ciekawszych doświadczeń w czasie studiów. Konkurs był przede wszystkim dobrą zabawą, gdyż nie sprawdzał samej wiedzy uczestników, ale dawał też możliwość spróbowania, jak praca doradcy wygląda w praktyce, poprzez m.in. symulację sporu z organami podatkowymi przed sądem administracyjnym.*

Agnieszka Tałasiewicz, Partner w dziale Doradztwa Podatkowego Ernst & Young, twierdzi, że udział w konkursie daje studentom wiele korzyści: *Konkurs EYe on Tax na pierwszy rzut oka kusi główną nagrodą, której wysokość (20 tys. zł dla zespołu) pozwala np. spędzić wymarzone wakacje. Uważam, że nie mniej ważne są jednak jeszcze dwa elementy. W konkursie warto startować, bo dzięki temu można wygrać praktyki w Ernst & Young, a w dalszej perspektywie - rozpocząć pracę w naszej firmie. Z mojego punktu widzenia - a kilka dni temu obchodziłam jubileusz piętnastolecia pracy - ta nagroda jest bezcenna. Daje bowiem możliwość poznania i rozwoju kariery w grupie ciekawych i mądrych ludzi. Druga ogromna wartość to integracja zespołów w czasie konkursu - grup ludzi, które przechodząc przez wszystkie etapy konkursu zawiązują znajomości, dzielą się swoimi osiągnięciami, ale przede wszystkim dobrze się bawią.*

Kilkuosobowe drużyny w konkursie *EY Financial Challenger* tworzą zespół, który przeprowadzi transakcje sprzedaży lub kupna spółki, wykona jej wycenę, a także przygotowuje odpowiednie analizy finansowe. Uczestnicy biorą również udział w przygotowywaniu rekomendacji dla klientów w zakresie prowadzonych transakcji oraz poszukiwania optymalnych rozwiązań rzeczywistych problemów.

Konkurs to zderzenie wiedzy teoretycznej zdobywanej na wyższych uczelniach z rynkową praktyką transakcyjną - studenci mogą sprawdzić czy są przygotowani do codziennych wyzwań rynku M&A. Myślę, że konkurs *EY Financial Challenger* to jedyna w swoim rodzaju możliwość praktycznego ocenienia się. Dla każdego

studenta jest to także szansa sprawdzenia, czy rzeczywiście interesują go ten fragment świata finansów oraz bardzo „bolesnego” uświadomienia sobie, ile jeszcze musi się nauczyć. Myślę, że to bardzo dobra rekomendacja na ostatni rok lub dwa lata studiów. Konkurs to również bilet wstępu na praktyki do zespołu *EY TAS*, a dla nas - jest to możliwość wybrania kilku nieoszlifowanych diamentów - mówi Bartłomiej Smolarek, Dyrektor w Dziale Doradztwa Transakcyjnego Ernst & Young.

Udział w konkursie był dla nas niezwykle cennym doświadczeniem, pozwalającym sprawdzić swoją wiedzę i umiejętności. Finałowe studium przypadku sprawdza umiejętności sporządzania wycen spółek, prowadzenia negocjacji i pracy pod presją czasu. Konkurs był dla nas ambitnym i niezwykle interesującym wyzwaniem, a doświadczenie zdobyte w konkursie na pewno wykorzystamy w przyszłości - przyznaje Dorothea Soja ze zwycięskiej drużyny ubiegłorocznej edycji konkursu, obecnie praktykantka w dziale Doradztwa Transakcyjnego.

Jak twierdzą studenci, udział w konkursach stanowi ogromną mobilizację do nauki. Należy również podkreślić, że oprócz możliwości pogłębienia wiedzy oraz zdobycia cennego doświadczenia, uczestnicy *EYe on Tax* oraz *EY Financial Challenger* zdobywają atrakcyjne nagrody, materialne i pieniężne.

Zgłoszenia do konkursu *EYe on Tax* przyjmowane są do 19 listopada 2010, a do *EY Financial Challenger* do 26 listopada 2010 roku. Więcej informacji o konkursach na stronie www.ey.com.pl/EYe_on_Tax oraz www.ey.com.pl/Challenger. ■

inwestycje.pl

Codzienna dawka informacji



GIEŁDY
AKCJE
WALUTY
FUNDUSZE
BIZNES
NIERUCHOMOŚCI
SUROWCE
KREDYTY
PRZETARGI
GOSPODARKA
TECHNOLOGIE

TRINITYCAPITAL
BUSINESS NETWORK

Dowiedz się
jak skutecznie pozyskać
lub zainwestować kapitał



Zapraszamy na spotkanie
inwestorów i przedsiębiorców

4 i 5 listopada 2010 Częstochowa
22 i 23 listopada 2010 Lublin
24 i 25 listopada 2010 Rzeszów
9 i 10 grudnia 2010 Warszawa

Zarejestruj się na www.TCBN.pl

Cenisz swój czas i pieniądze?

Dołącz do grona 600.000 czytelników
portalu Inwestycje.pl

3 największych aferzystów globalnego kryzysu finansowego

MAŁGORZATA KOSIECKA

1

Bernard Madoff – ok. 65 mld dol.

Głównym bohaterem największej przestępczej afery finansowej na Wall Street jest znany i wpływowy członek amerykańskiej finansjery – Bernard Madoff (ur. 1938). Byłego przewodniczącego Nasdaq Stock Market obarcza się winą pogrzebania fortuny wartej 65 mld dol. Stworzona przez niego piramida finansowa polegała na wypłacaniu dywidend wcześniejszym inwestorom ze środków pozyskanych od nowych. Funkcjonowanie takiej konstrukcji uzależnione jest od stałych dopływów kapitału, przez co prędzej czy później skazane jest na porażkę. Madoff oferował zysk rzędu 12% rocznie, a chętnych do szybkiego zarobku było niemało. Na liście jego ofiar znaleźli się zarówno indywidualni, jak i profesjonalni inwestorzy (instytucje finansowe, głównie fundusze hedgingowe i banki inwestycyjne), którzy przez blisko 20 lat nie byli w stanie dostrzec prostego oszustwa. Za swoje działania Bernard Madoff został skazany na 150 lat więzienia.



2

Jerome Kerviel – ok. 50 mld euro

Bohaterem najgłośniejszego skandalu inwestycyjnego Europy jest francuski makler Jerome Kerviel (ur. 1977), pracujący wcześniej dla Société Générale. W 2008 roku wykryto, że Kerviel przez ponad rok nielegalnie inwestował pieniądze banku, głównie w ryzykowne aktywa. Tak ulokowane środki w wysokości 50 mld euro przyniosły stratę w wysokości 4,9 mld euro¹, co doprowadziło francuski bank niemalże do bankructwa. Podczas rozprawy Kerviela tłumaczono, że instytucja finansowa nie wiedziała o jego działaniach (zarzucano mu działanie bez zgody szefów, fałszowanie dokumentów i włamanie do systemu bankowego). Z kolei makler twierdził, że o wszystkich jego działaniach wiedzieli przełożeni. Paryski sąd uznał winę maklera, skazując go na 5 lat pozbawienia wolności (na 3 lata pozbawienia wolności i 2 lata w zawieszeniu). Musi on także oddać byłemu pracodawcy niemalże 4,9 mld euro.

3

Steven Perkins – 520 mln dol.

Chociaż w porównaniu do dwóch pozostałych bohaterów tego rankingu, kwota zdefraudowana przez brytyjskiego maklera Stevena Perkinsa nie wydaje się znaczna, to należy wspomnieć, że ten był pracownikiem firmy PMV Oli Futures w czerwcu 2009 roku postawił cały rynek ropy naftowej na głowie. Przyczyna? Alkohol. Po jednej z imprez, na których makler był obecny, za pomocą swojego służbowego laptopa zawarł kontrakty na kwotę 520 mln dol., przez co nabył 7 mln baryłek ropy naftowej. Jego działanie spowodowało nagły wzrost ceny ropy o 1,5 dol. za baryłkę, przez co osiągnęła ona poziom najwyższy od miesiąca (73 dol./bbr). Początkowo Perkins twierdził, że transakcje wykonał na zlecenie klientów, później jednak odstąpił od tego. Z miejsca stracił posadę, a FSA (brytyjski nadzorca) nałożył na niego karę w wysokości 72 tys. funtów i wydał oświadczenie, w którym stwierdzono, że „pijany pan Perkins stanowi ekstremalne zagrożenie dla całego rynku”. Makler stracił także prawo do wykonywania zawodu na terenie Wielkiej Brytanii przez okres 5 lat. Na początku lipca rynek znów usłyszał o panu Perkinsie. Niepokój wzbudziła informacja, jakoby miał on zacząć pracować w Szwajcarii dla firmy Starsupply, największego na świecie brokera rynku biopaliwa. Ostatecznie został tam zatrudniony, jednak nie w roli brokera, a trenera młodych pracowników.



¹ Transakcje dokonywane przez Kerviela przyniosły stratę rzędu 1,5 mld. Kolejne 3,4 mld stracił bank, który w trakcie kryzysu starał się szybko pozbyć tych aktywów.

Nowe oblicze Orbisu

W ostatnim czasie głośno było na temat kłopotów finansowych biur podróży. Orbis Travel był jednym z tych, które złożyło do sądu wnioski o upadłość. Jednak nie należy łączyć już nazwy tego biura podróży ze spółką Orbis S.A., notowaną na GPW.

ALEKSANDRA PANEK
AGNIESZKA ŻMIGRODZKA

Tak to się zaczęło

Orbis to obecnie największa w Polsce firma hotelowa. Początki Orbisu, założonego w 1920 roku we Lwowie, związane jednak były z segmentem usług turystycznych i obsługą połączeń autobusowych w Polsce. Dopiero w latach 40. XX wieku Orbis zaczął rozwijać swoją sieć hotelową. Aktualnie Grupa Kapitałowa Orbis składa się z Grupy Hotelowej, która posiada sieć 60 hoteli o różnym standardzie i pod różnymi markami, oraz firmy Orbis Transport, zajmującej się długo- i krótkoterminowym wynajmem samochodów.

Jeszcze rok temu Orbis S.A. był właścicielem biura podróży PBP Orbis (znanym jako Orbis Travel), a także sieci międzynarodowych połączeń autobusowych Interbus, jednak w I kwartale 2010 roku została podjęta decyzja o sprzedaży tych nierentownych segmentów działalności spółki – PBP Orbis zostało przejęte przez jeden z funduszy Enterprise Investors, na-

tomiasz przewozy autokarowe przez firmę Sindbad.

Głównym akcjonariuszem (50,01% akcji) Orbisu jest Accor – francuskie konsorcjum, działające na rynku usług turystycznych (hotele, restauracje, biura podróży), europejski lider na rynku hotelowym. Accor jest właścicielem takich marek hotelowych jak: Sofitel, Novotel, Mercure, Ibis, Etap.

Czas zmian

Orbis jest spółką, która nieustannie ewoluje, próbuje dopasować zakres działalności i strategię do zmieniających się warunków rynkowych. Strategia spółki, przyjęta na 2010 rok, obejmowała przede wszystkim koncentrację na hotelowym segmencie działalności poprzez sprzedaż pozostałych części biznesu – przyjęte założenia okazały się być słuszne.

Długoterminowa strategia Orbisu, realizowana już od kilku lat, ma na celu stopniowe dostosowywanie hoteli z Grupy Orbis, działających pod marką „Orbis Hotels”, do standardów marek z portfolio Accor,

których dużą zaletą jest międzynarodowa rozpoznawalność. Drugim dużym wyzwaniem czekającym Orbis jest zmiana modelu biznesowego na tzw. „light asset model”, polegający na prowadzeniu działalności hotelowej w budynkach należących do zewnętrznych inwestorów. Dzięki temu modelowi w ciągu najbliższych lat pojawi się możliwość poszerzenia oferty Orbisu poprzez wprowadzenie na rynek marek hotelowych z portfolio Accor, które nie są jeszcze znane w Polsce np.: Pullman lub all seasons. Przewagą „lekkiego modelu” jest jego nieduża kapitałochłonność, która powoduje, że firma jest bardziej elastyczna, a tym samym odporna na wahania cykli koniunkturalnych, dlatego model ten stosowany jest przez większość największych sieci hotelowych na świecie.

Obecnie Orbis posiada na własność 87% hoteli, którymi zarządza. Jednak w ramach przyjętej polityki Orbis będzie dążył do sprzedaży dużej części swoich hoteli i wzorem spółki Accor, czerpał zyski głównie z zarządzania, franszzy i dzierżawy hoteli. Proces sprzedaży posiadanych



hoteli potrwa kilka lat i na razie nie wiadomo dokładnie, na co zostanie przeznaczony kapitał, który w ten sposób uda się uzyskać, jednak prawdopodobnie pozwoli on sfinansować nowe inwestycje hotelowe (oczywiście w modelu „lekkim”), część może zostać wypłacona jako dywidenda, ale niewykluczone są także restrukturyzacja i ulepszenie istniejącej sieci oraz inwestycje w efektywność operacyjną.

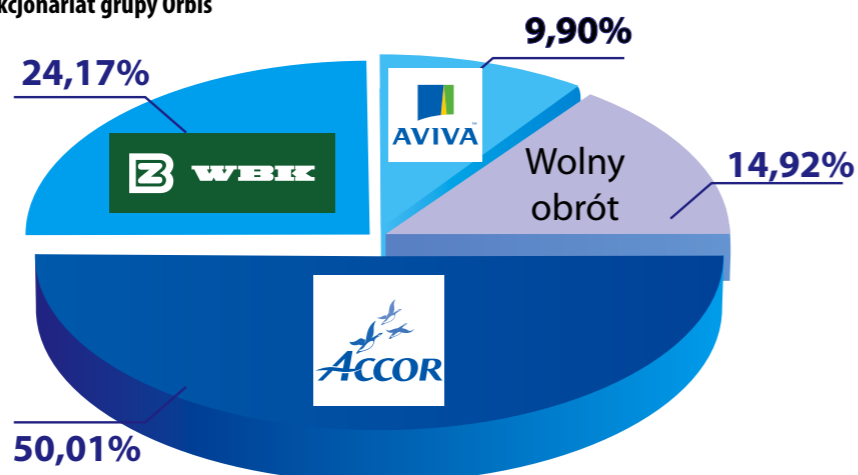
Zmiany te będą wprowadzane w życie przez nowego prezesa Orbisu – Laurenta Picharela, który objął swoje stanowisko 30 czerwca 2010. Prezes Picharel tak wypowiada się na temat nowego modelu biznesowego, wprowadzanego w spółce: „Działając na nowych zasadach, chcemy być największym operatorem hotelowym, ale nie największym właścicielem murów hotelowych”.

Kupić czy nie kupić?

Orbis na przestrzeni ostatnich 10 lat notował coraz niższe przychody oraz zyski netto. Rosnąca konkurencja na rynku hotelarskim, szczególnie ze strony prywatnych hotelarzy, sprawia, że bardzo trudno walczyć o wzrost sprzedaży, czy też zwiększać marżę na sprzedaży pokoi w hotelach średniego i wysokiego standardu, które przeważają w ofercie Orbisu. Jedyną możliwością zwiększenia zysku może być próba zmniejszenia kosztów operacyjnych, którą Orbis podejmuje, wprowadzając nowy model biznesowy; oraz zmiana profilu portfela Orbisu – zwiększenie udziału hoteli w segmencie ekonomicznym, które pozwoli na zwiększenie rentowności spółki.

W połowie października agencja ratingowa Fitch podniosła rating Orbisu z BBB- na BBB+ oraz zmieniła perspektywę z negatywnej na stabilną. Powodem zmiany perspektywy było obniżenie dźwigni finansowej, stosowanej przez spółkę z 2,0 do 1,7. Fitch oczekuje, że Orbis konsekwentnie będzie zmniejszał dźwignię finansową poprzez terminową spłatę kredytu inwestycyjnego oraz redukcję kosztów operacyjnych, która pomoże utrzymać dobrą rentowność. Sytuacja finansowa Orbisu została wzmocniona także dzięki de-

Akcjonariat grupy Orbis



cyzji zarządu o niewypłaceniu dywidendy za 2009 rok (drugi rok z rzędu).

W ostatnim czasie P/E spółki znacznie przekracza wartość, przy których inwestorzy chętnie kupowaliby akcje Orbisu. Jednak wysoka wartość wskaźnika wynika głównie z niewielkiego zysku (który ma duże szanse poprawiać się z roku na rok), a nie z wysokich cen akcji. Spółka debiutowała 13 lat temu i cena jednej akcji Orbisu wynosiła wtedy 35 zł, w latach 2006-2008 nastąpiła zwyżka cen akcji spółki, które w najdroższym okresie były sprzedawane za prawie 90 zł. Tak wysokie ceny akcji były spowodowane oczywiście hossą na GPW, natomiast obecnie za jedną akcję Orbisu trzeba zapłacić 41,50 zł i zapewne w najbliższym czasie akcje spółki będą droższe.

Inwestując w akcje Orbisu, trzeba jednak mieć na uwadze ich dosyć niską płynność – ze względu na fakt, że 50,01% akcji należy do inwestora strategicznego (Accor), 24,17%

jest w posiadaniu BZ WBK AIB, a 9,90% akcji Orbisu posiada w swoim portfelu Aviva OFE, tylko 14,92% akcji spółki pozostaje w wolnym obrocie. W związku z tym może się zdarzyć, że wahania kursu akcji będą znaczne w ciągu jednej sesji.

Pomimo poważnych problemów w branży turystycznej, spowodowanych zarówno warunkami makroekonomicznymi, jak i zdarzeniami losowymi, które trudno było przewidzieć (wybuchy wulkanów na Islandii, katastrofa lotnicza, powódź w południowej Polsce), Orbis radzi sobie całkiem niezle, próbując nadążyć za nieustannie zmieniającym się rynkiem. Jeśli nowa strategia spółki nie pozostanie tylko w sferze planów, a będzie konsekwentnie wdrażana w życie, Orbis i jego akcjonariuszy czeka świetlana przyszłość. ■



Wyniki finansowe grupy Orbis w latach 2000-2010

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	1H 2010
Przychody	778.257	681.511	608.155	575.117	578.092	574.650	590.011	637.924	631.238	552.841	259.207
EBIT ¹	102.984	46.421	22.933	47.642	43.530	117.419	94.968	168.322	68.247	38.783	24.442
EBITDA ²	162.831	114.159	91.402	98.960	106.282	218.152	204.761	280.113	199.079	159.836	84.103
Zysk netto	84.807	50.978	31.057	44.466	48.825	81.932	63.095	125.317	40.044	13.407	15.144
Wypłacalność ³	83%	85%	85%	67%	69%	76%	72%	75%	71%	76%	77%
P/E ⁴	13,91	15,41	25,52	28,56	23,21	18,54	45,84	22,17	39,08	151,62	110,30

1. zysk operacyjny

2. zysk operacyjny - amortyzacja

3. stosunek kapitału własnego do sumy bilansowej

4. cena/zysk



Recepta na sukces – branża szkoleniowa

Od 2004 roku szkolenia dla pracowników polskich firm dofinansowywane są środkami unijnymi, a dokładnie z środków Europejskiego Funduszu Społecznego. Znaczącej zmianie uległa dostępność do szkoleń – przeszkolone zostały dziesiątki tysięcy pracowników, także z małych i średnich firm, którzy wcześniej nie mogli cieszyć się z przywileju szkoleń i rozwoju kompetencji zawodowych.

PAULINA PAWLIK

Szkolenia - do biegu, gotowi, start!

Wielu firmom środki unijne dały możliwość nadrobienia ich programu rozwojowego dla pracowników – nierzadko przeszkolone zostały osoby, które wcześniej były pomijane w decyzjach pracodawców – np. osoby niepełnosprawne czy powyżej 40-45 roku życia. Przekształceniu uległa ponadto forma prowadzonych szkoleń – dawne szkolenia jednorazowe (incydentalne) ustąpiły miejsca nawet kilkuletnim programom szkoleniowym. Szkolenia mogą organizować także firmy znajdujące się w trudnej sytuacji ekonomicznej. EFS w ciągu sześciu lat przewiduje rozdyponowanie kwoty dofinansowania wynoszącej ponad 9 miliardów złotych. Suma ta wydaje się olbrzymia, zwłaszcza w porównaniu z wartością polskiego rynku szkoleń, która według Izby Firm Szkoleniowych (IFS) jest szacowana na 3 miliardy złotych.

Dwa kierunki wzrostu

Razem z pierwszymi środkami z EFS, nastąpił gwałtowny przyrost przedsiębiorstw zajmujących się po pierwsze działalnością szkoleniową, a po drugie - pozyskujących fundusze unijne i zarządzających nimi. Wejście na rynek nowych firm szkoleniowych wpłynęło niestety negatywnie na jakość prowadzonych szkoleń. W ofercie pojawiły się nie tylko oferty profesjonalnych trenerów z doświadczeniem – swoich sił próbowali i próbują także osoby bez doświadczenia trenerskiego lub studenci. Dlatego wielu uczestników szkoleń mogło poczuć się rozczarowanym niską jakością prowadzonych zajęć. Z drugiej strony wzrost podaży na rynku szkoleniowym doprowadził do znacznego spadku cen, a tym samym pogłębiającej się dostępności do zdobywania wiedzy i poszerzania kompetencji zarówno osobistych, jak i zawodowych.

Rozwiązać język

Trend wzrostowy na rynku szkoleń odzwierciedlają także zmiany w strukturze firm Akademickiego Inkubatora Przedsiębiorczości działającego przy SGH. Od początku istnienia Inkubatora dominującą pozycję zajmowały firmy handlowe i informatyczne. Obecnie do najlepiej radzących sobie firm dołączają te niosące kaganek oświaty. Na brak klientów nie mogą narzekać firmy prowadzące zajęcia z języków obcych – szczególnie zajęcia konwersacyjne, jak np. Genertion School (zajęcia w języku angielskim) oraz Yerma (język rosyjski). „Chcemy, aby nasi klienci utożsamiali naszą markę z najwyższą jakością nauczania. Aby spełnić oczekiwania klientów, włączyliśmy ostatnio do naszej oferty zajęcia prowadzone przez SKYPE'a – nie tylko dla jednej osoby, ale także całej grupy” – mówi założyciel Generation School, Hikaru Oki.

Wierzyć w wartości

Najcenniejszym kapitałem, jaki człowiek wnosi ze sobą do firmy, jest jego wiedza, kwalifikacje i umiejętności interpersonalne. Szkolenie jest dobre, gdy prowadzi do zwiększenia naszego poziomu wiedzy, ale jest lepsze, gdy zmienia naszą samoświadomość i postawę wobec życia, czyni nas pewniejszym siebie, swoich racji i wartości. Taką zasadę stosuje z pewnością Akademia Kobiet Sukcesu - społeczność kobiet aktywnych, przedsiębiorczych, chcących rozwijać siebie oraz swoje pasje i umiejętności. Kobiet młodych duchem i pełnych radości życia. Projekt realizowany jest już od prawie dwóch lat w AIP SGH przez firmę Akademia Wszelchnego Rozwoju we współpracy z inną firmą z AIP, Instytutem Przemiany. Założycielki AWR i Instytutu Przemiany, Małgorzata Sawicka oraz Patrycja Załug twierdzą, że „Sukcesem jest równowaga i harmonia w najbardziej istotnych dla kobiety obszarach życia, takich jak: spełnienie zawodowe, udany rozwój osobisty, kochająca rodzina, ciało piękne i zdrowe, emocjonalna inteligencja w relacjach z ludźmi i samorealizacja.” Kolejna firma szkoleniowa z AIP specjalizuje się w prowadzeniu treningów szybkiego czytania ze zrozumieniem, treningów technik pamięciowych oraz skutecznej nauki. Pracownia Intellect i jej dwie zdolne trenerki, Paulina Mechło i Jolanta Grzelka, dokonują starań, aby poszerzyć nasze zdolności do uczenia się i uruchomić dotąd bezczynne „zakamarki” naszego mózgu.

Wybrać to, co jest THE BEST

Wracając do funduszy unijnych, przyniosły one nie tylko pozytywny aspekt roz-



woju branży szkoleniowej w Polsce i większy dostęp do szkoleń dla polskich pracowników. Drugą stroną medalu jest konieczność podjęcia nierzadko skomplikowanego wyboru – które szkolenie, który trener spełni nasze oczekiwania i pozwoli żyć bez świadomości zmarnotrawienia fortuny na np. kolejne szkolenie z Excela kończące się na pogrubianiu czcionki i autosumowaniu. Wkrótce rusza ambitny projekt stworzony m.in. przez studentów Szkoły Głów-

nej Handlowej: Jakuba Łączkowskiego, Mikołaja Szymańskiego, a także Przemysława Buczkowskiego, studenta informatyki, a mianowicie pierwsza w Polsce porównywarka cen i jakości usług szkoleniowych – www.comparo.pl. To narzędzie umożliwi świadomy wybór szkolenia i zagwarantuje wybór najlepszej opcji, co jest bez wątpienia potrzebne w obliczu tak dynamicznie rozwijającego się rynku. ■



Kilka słów o inflacji

Inflacja to jeden z najczęściej poruszanych tematów przy okazji rozmów o polityce gospodarczej. Rozumiana jako ciągły wzrost przeciętnego poziomu cen, jest zjawiskiem bezpośrednio dotyczącym każdego człowieka. Ekonomiści od lat starają się rozstrzygnąć kwestie sposobu poprawnego mierzenia inflacji, optymalnej jej wysokości oraz kosztów i korzyści, jakie się z tym zjawiskiem wiążą.

MAREK IGNASZAK

Pieniądz to tylko idea

Współczesna gospodarka światowa jest oparta na systemie pieniądza fiducjarnego, czyli nie mającego poparcia w innych aktywach. W takim systemie monetarnym pieniądz to de facto tylko idea, a banknoty w naszych portfelach – nośniki tejże idei. To nasza wiara w to, że te kawałeczki papieru będziemy mogli wymienić na potrzebne nam dobra sprawia, że system ten funkcjonuje. Wiara ta opiera się na wiarygodności emitenta pieniądza, który gwarantuje nam jego wymienialność. Widać więc, jak chwiejny jest ten system, jak łatwo można pieniądz „zepsuć”, sprawiając, że przestaniemy mieć pewność, że uda nam się wymienić go na potrzebne towary. Politykę pieniężną trzeba więc prowadzić szczególnie odpowiedzialnie, podejmując jak najmniejsze ryzyko destabilizacji idei pieniądza oraz skupiając się na podstawowym celu polityki monetarnej, jakim jest minimalizacja fluktuacji ogólnego poziomu cen. Wykorzystanie polityki pieniężnej do innych celów, na przykład do spełniania marzeń obywateli o własnym domu, może doprowadzić do poważnych problemów.

Efekty nieodpowiedzialnej polityki monetarnej

Największą hiperinflacją w historii była ta na Węgrzech po zakończeniu II wojny światowej, gdzie w 1946 roku największym nominałem był banknot 100 000 000 000 000 pengő, a inflacja wyniosła 41 900 000 000 000 000 (41,9 bilarda) % w skali miesiąca, co oznaczało podwajanie się cen przeciętnie w ciągu każdych 15 godzin. Gdy w sierpniu 1946 roku wprowadzono tam forinta, przyjęto przelicznik 400 000 000 000 000 000 000 000 000 pengő za forinta, co oznacza, iż jeden forint otrzymał wartość czterystu tysięcy kwadrylionów pengő.

Kolejnym skrajnym przypadkiem są Niemcy po I wojnie światowej. Od sierpnia 1922 do końca 1923 średnio z każdym miesiącem towary i usługi drożały czterokrotnie. Zdarzały się wtedy przypadki zamawiania w barach kilku piw naraz, ponieważ w sytuacji zamawiania trunków jeden po drugim, każdy następny stawał się droższy.

W pierwszej połowie lat 90. podczas wojny towarzyszącej rozpadowi byłej Jugosławii inflacja sięgała 100% dziennie. Dinar jugosłowiański praktycznie nie był

używany (posługiwano się powszechnie niemieckimi markami lub amerykańskimi dolarami). Obrazuje to charakterystyczne zjawisko podczas hiperinflacji – tzw. dolaryzacja gospodarki, czyli zjawisko wypierania lokalnej waluty przez walutę kraju uznawanego za stabilny.

Obecnie najwyższa inflacja na świecie występuje w Zimbabwie i wynosi kilka miliardów procent. Powyższe przykłady są naturalnie ekstremalne, ale pokazują, jakie skutki może nieść nieodpowiedzialna polityka pieniężna zmniejszająca dług państwa drukowaniem pieniądza bez pokrycia.

Ile kosztuje nas inflacja ?

Ekonomistom zajmujących się badaniem zmian cen udało się zidentyfikować pewne koszty, jakie to zjawisko powoduje. Otóż wysoka inflacja utrudnia podmiotom rynkowym właściwe identyfikowanie sytuacji na rynku poszczególnych dóbr. Jak to ujął Milton Friedman, „audycje radiowe na temat względnych cen są jakby zagłuszane przez szum pochodzący z audycji inflacyjnych”. Powoduje to błędne decyzje inwestycyjne firm, a także nieoptymalne rozdysponowywanie dochodów zarówno w skali pojedynczego budżetu gospodarstwa domowego, jak i w skali

akademickie inkubatory przedsiębiorczości

Kompleksowe wsparcie dla młodych przedsiębiorców

www.aipsggh.pl



Prowadzenie firmy
już od 250 zł miesięcznie

Christopher A. Pissarides (ur. 20.02.1948) – Brytyjczyk cypryjskiego pochodzenia (urodził się w greckiej części Cypru), uzyskał tytuł licencjata i magistra ekonomii na Uniwersytecie w Essex, następnie w 1973 roku tytuł doktora w London School of Economics i już w swojej dysertacji zajmował się zagadnieniem, za jakie otrzymał Nagrodę Nobla - rynków, na których występują tarcia. Dzisiaj wykłada na London School of Economics, a jego książka pt. „Equilibrium unemployment theory” jest jedną z kluczowych pozycji o tematyce bezrobocia. Za jego najważniejszy artykuł uważa się opublikowany wspólnie z Mortensenem tekst pt. „Job Creation and Job Destruction in the Theory of Unemployment”, który ukazał się w 1994 roku.

Nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii w ciągu ostatnich 10 lat

Rok	Nazwiska	Uzasadnienie	Ciekawostka
2009	Elinor Ostrom, Oliver E. Williamson	Elinor Ostrom – za analizę ekonomicznych aspektów rządzenia, szczególnie przez wspólnoty, Oliver E. Williamson - za analizę ekonomicznych warunków rządzenia, z wyszczególnieniem roli granic przedsiębiorstwa.	Elinor Ostrom jest pierwszą kobietą, której została przyznana Nagroda Nobla w dziedzinie ekonomii od czasu powołania tego dodatkowego wyróżnienia w 1968 roku (pierwszą nagrodę przyznano w 1969 roku).
2008	Paul Krugman	Za analizę wzorców handlowych i lokalizacji działalności gospodarczej.	W lutym 2010 roku Paul Krugman w artykule opublikowanym w „New York Times” ostrzegł: „Jesteśmy sparaliżowani przez procedurę. Zamiast powtórki zmiernych i upadku Cesarstwa Rzymskiego, powtarzamy rozpad XVIII-wiecznej Polski”, porównując paraliż procesu legislacyjnego w USA do polskiego liberum veto.
2007	Leonid Hurwicz, Eric S. Maskin, Roger B. Myerson	Za położenie fundamentów teorii projektowania mechanizmów gospodarczych (mechanism design theory).	Leonid Hurwicz to amerykański ekonomista polskiego pochodzenia. Skończył prawo na Uniwersytecie Warszawskim, a podczas II wojny światowej naukę kontynuował na uczelniach w Londynie i Genewie, aby w 1940 roku wyemigrować na stałe do USA. W 1994 przyznano mu doktorat honoris causa Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie.
2006	Edmund S. Phelps	Za analizę zależności międzyokresowych w polityce makroekonomicznej.	Edmund Phelps jest powszechnie znany jako ekonomista, który prowadził badania nad długoterminową krzywą Philipsa.
2005	Robert J. Aumann, Thomas C. Schelling	Za prace dotyczące zastosowania teorii gier w naukach społecznych i mikroekonomii.	Jako bardzo religijny Żyd, matematyk Robert Aumann poświęcił część swoich prac na rozwiązanie problemów zawartych w Talmudzie, a wyniki swoich badań opublikował w artykule pt. „Game theoretic analysis of a bankruptcy problem from the Talmud.”
2004	Finn E. Kydland, Edward C. Prescott	Za zasługi dla dynamicznej makroekonomii: badania nad spójnością czasową polityki gospodarczej i siłami tkwiącymi za cyklami biznesowymi.	Finn E. Kydland wychował się na norweskiej prowincji i jako jedyny ze swojej klasy kontynuował naukę po zakończeniu szkoły podstawowej. Dlatego jego droga do Nobla nie była tak oczywista jak wielu jego amerykańskich kolegów.
2003	Robert F. Engle III, Clive W.J. Granger	Robert F. Engle III – za metody analizowania gospodarczych szeregów czasowych o różnej zmienności w czasie (metoda ARCH), Clive W.J. Granger - za metody analizowania gospodarczych szeregów czasowych za pomocą badania kointegracji.	Obaj ekonomiści studiowali, podobnie jak wielu laureatów Nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii, matematykę i dopiero pod koniec studiów zaczęli zajmować się ekonomią.
2002	Daniel Kahneman, Vernon L. Smith	Daniel Kahneman – za integrację badań psychologicznych z naukami ekonomicznymi, zwłaszcza w zakresie ludzkiej oceny i podejmowania decyzji w warunkach niepewności, Vernon L. Smith – za wprowadzenie eksperymentów laboratoryjnych jako narzędzia empirycznej analizy ekonomicznej, zwłaszcza w kontekście badań nad alternatywnymi mechanizmami rynkowymi.	Vernon S. Smith cierpi na zespół Aspergera – całościowe zaburzenie rozwoju mieszczące się w spektrum autyzmu. Charakteryzuje się ono trudnościami w społecznych kontaktach, ale również obsesyjnymi zainteresowaniami. Wiele osób z zespołem Aspergera odnosi sukcesy w naukach ścisłych, ponieważ mają dar niezwykłego skupienia i bardzo silną motywację do pracy nad dziedziną, jaka je interesuje.
2001	George A. Akerlof, A. Michael Spence, Joseph E. Stiglitz	Za analizy rynków, na których występuje asymetria informacji.	George A. Akerlof jest autorem słynnego artykułu pt. „The Market for „Lemons””, w którym opisywał zjawisko negatywnej selekcji na przykładzie rynku używanych samochodów.
2000	James J. Heckman, Daniel L. McFadden	Za prace w dziedzinie mikro-ekonometrii, wykorzystywane do analizy zachowań indywidualnych.	James Heckman zajmuje się ostatnio zagadnieniem rozwoju kluczowych umiejętności i edukacji w dzieciństwie. Być może ten aspekt jego badań zawdzięczamy jego żonie, która jest socjologiem.

Źródło: <http://nobelprize.org>

Miasto na krańcu Europy



Klasztor Hieronimitów w Belem

Lizbona to miasto niezwykle. Pod każdym względem. Kiedyś powiedziano mi, że tak naprawdę na świecie są dwa piękne miasta - Lizbona i Barcelona. Jednakże mogą porównać oba z nich, miano „iberyjskiej perły” zarezerwuję dla stolicy Portugalii. Przeżyłem tam cały semestr studiów i mimo to, nie jestem pewien, czy niniejszy artykuł odda chociaż małą część atmosfery miasta. Raczej jest to mała przystawka, mająca zachęcić do głównego dania, czyli wizyty w Lizbonie.

TOMASZ KOSNO

Uroki dnia codziennego

Wszystko zaczęło się pod koniec stycznia bieżącego roku. Nie jestem fanem ujemnych temperatur, także od razu polubiłem portugalską zimę. Niestety, musiałem przekonać się przy tym do deszczu, który pada tam z taką częstotliwością, jak u nas śnieg. Mimo wszystko nie zawaham się porównać tamtejszej zimy do naszego przedwiośnia.

Ale tu uwaga! Portugalczycy nie widzieli do niedawna potrzeby wyposażenia mieszkania w instalację centralnego ogrzewania. Teraz to się zmienia, ale montują je tylko w nowobudowanych apartamentowcach. Ten luksus jest niezbyt powszechny wśród lokali wynajmowanych przez studentów różnego rodzaju programów wymian studenckich, dlatego też błogosławiłem właścicielkę mieszkania za wyposażenie go w grzejniki elektryczne.

Uwaga po raz drugi! Nie wszystkie pokoje posiadają okna na zewnątrz budynku. Co prawda sprawdziłem i pomieszczenia bez okien występują w małym procencie wynajmowanych lokali, ale nie na tyle nikłym, by

niektórzy moi znajomi nie mieli przyjemności przekonać się na własnej skórze, czy nie cierpią na klaustrofobię.

W Portugalii bardzo popularne jest najmowanie pań sprzątających, z których większość to imigrantki z byłych kolonii. Dla mnie jako dla studenta było to pewnego rodzaju novum, ale widocznie bardzo łatwo asymiluję się z kulturą innych krajów, bo niesamowicie spodobało mi się to cotygodniowe udogodnienie.

A propos sprzątania, ciekawostką jest, że miejscowi w ogóle nie wydają się być skrupowani, susząc swoją bieliznę nad ulicą. Krótkie linki rozwieszane między oknami kamieniczek wydają się być permanentnie zagospodarowane. Zwyczaj prezentowania upranych koszul, spodni i majtek jest tak głęboko zakorzeniony w kulturze, że zdobi większość pamiątkowych widokówek i obrazków.

Na każdej uliczce Lizbony znaleźć można *pastelerię*, czyli lokal łączący funkcje kawiarni i cukierni. Wizyta w jednej z nich to poranny zwyczaj Lizbończyka. Typowe śniadanie składa się z kawy oraz słodkiej bułki. Za ten opis zostałbym niechybnie zmieszany z błotem przez mojego nauczyciela języ-

ka portugalskiego, który przybliżył nam tajemnice natury i tradycji Portugalczyków. Otóż o samych rodzajach kawy występujących w lizbońskich lokalach można by napisać nie jeden artykuł, nie mówiąc już o różnorodności słodkich bułeczek, których smak, przynajmniej, jest niesamowity. Zwłaszcza z rana.

Trochę zwiedzania

Najprzyjemniej wspominam takie leniwe, choć krótkie śniadania w *pasteleriach* położonych w pobliżu mojego miejsca zamieszkania w Dzielnicy Aktorów na Alamedzie. Jednakże najbardziej znane tego typu miejsce, to „*Brasileira*”, czyli najstarsza kawiarnia w mieście znajdująca się na placu *Largo do Chiado*. Dla pięknego wystroju polecam zajrzeć do środka, ale usiąść na zewnątrz, by rozkoszować się atmosferą dzielnicy, obserwując gwar na pobliskim *Praça Luís de Camões*. Towarzystwa zawsze dotrzymają Fernando Pessoa, uchodzący za największego poetę portugalskiego i uwieczniony na ławeczce tuż obok kawiarnianych stolików, oraz, patrząc na nas z cokołu, jego kolega po fachu, *Chiado*.

Położona tuż obok stacji metra *Baixa-Chiado* kawiarnia jest idealnym miejscem początkowym każdej wycieczki. Unikalne, białe-czarne i finezyjnie ułożone chodniki zaprowadzą nas stąd do najpiękniejszych miejsc w mieście. Na ich temat napisano tomy przewodników, także ograniczyć się tylko do ich wymienienia.

Kierując się na południe, w dół, ku rzece dochodzi się do *Cais do Sodre*, skąd można złapać tramwaj do *Belém*, jednego z najpiękniejszych miejsc w Lizbonie. Niesamowite zabytki stylu manuelskiego, klasztor i wieża obronna onieśmielają zdobieniami i swoimi wnętrzami. W położonej niedaleko zabytkowej *pastelerii* warto zamówić *Pastéis de Belém*, czyli przesłodkie, tradycyjnie wypiekane ciasteczka o pilnie strzeżonej recepturze.

Cais do Sodre to także dobry punkt wypadowy na drugą stronę Tagu, ponieważ znajduje się tutaj port rzeczny, który obsługuje kilka promów na godzinę. Innym sposobem przeprawy przez rzekę jest przejazd samochodem. Lizbona słynie z najdłuższego mostu w Europie, który został nazwany imieniem jednego z najbardziej znanych Portugalczyków, Vasco da Gamy. Estuarium rzeki jest bowiem bardzo szerokie i zwęża się dopiero niedługo przed wpłynięciem do oceanu. Pozwoliło to Lizbończykom na przerzucenie drugiego mostu, noszącego imię Salazara, który z pobudek politycznych przemianowano potem na Most 25 Kwietnia. Łączy on sypialniane miasteczka z zurbanizowanym centrum. Swoją konstrukcją i kolorem przypomina most Golden Gate. Jego koniec znajduje się u stóp majestatycznej figury Chrystusa, podobnej do tej z Rio de Janeiro.

Wróćmy jednak do centrum Lizbony. Ukształtowanie terenu jest bardzo nierówne, przez co miejscowi muszą co raz wspinać się i schodzić z dość stromych wzniesień. Może dlatego nie sposób dojrzeć tu ludzi otyłych, co jest zdrowe i miłe dla oka. Niemniej jednak, aby choć trochę sobie ulżyć w codziennych wspinaczkach, pomysłowi Lizbończycy zamontowali cztery windy elektryczne, tzw. *elevadores*, które nie tylko są atrakcją turystyczną sprawiającą niemałą frajdę, ale również udogodnieniem dla mieszkańców centrum. Polecam sprawdzić wszystkie, a w szczególności tę autorstwa ucznia Gustawa Eiffla, której wyjątkowość polega na pionowej konstrukcji, wyróżniającej ją na tle pozostałych.

Tuż u jej stóp leżą malownicze uliczki *Baixy*, części miasta odbudowanej przez Markiza Pombal po potężnym trzęsieniu ziemi z 1755 roku. Potężnym dosłownie, ponieważ wyniosło 9 w skali Richtera i zrównało z powierzchnią wielki obszar miasta. Odbudowana część została oparta o układ prostopadłych ulic, z których główną jest *Rua Au-*



Widok z Elevador de Santa Justa

gusta. Łączy ona piękny Plac Króla Piotra IV, zwany też Placem Rossio, z leżącym nad rzeką *Praça do Comércio*.

Ten drugi to miejsce tragicznych wydarzeń historycznych. Zawiera wspomnienie ostatnich chwil monarchii w Portugalii, kiedy w 1908 republikanie dokonali na nim udanego zamachu na króla Karola I.

Będąc w Lizbonie, nie można odmówić sobie przyjemności przejażdżki zabytkowym tramwajem '28', który zawiezie nas z *Baixy* w okolice *Alfamy*. Ta dzielnica założona dla najbiedniejszych mieszkańców miasta jest niezwykle malownicza. Znajdują się tam niskie domy z czerwonymi dachami, a sieć wąskich uliczek kryje wiele kawiarni oraz restauracyjek z wieczornymi koncertami *fado*.

Alfama leży u stóp wzgórza zamkowego, którego kompleks budynków zachował się w bardzo dobrym stanie. Ze względu na wspomniane ukształtowanie terenu wiele jest miejsc w Lizbonie, z których roztacza się piękna panorama, jednakże najpiękniejsza jest ta widziana z zamku... lub ta ze szczytu *Elevador de Santa Justa*... albo ta z Pomnika Chrystusa Króla... ale proszę nie kazać mi się określać.

Życie nocne

Ogromna ilość zabytków, wnętrza uroczych kafejek i przejażdżki lizbońskimi tramwajami stanowią niepowtarzalne atrakcje za dnia. Wieczorami jednak wszyscy zasiadają ze znajomymi do kolacji. Jak na południowców przystało, Portugalczycy uwielbiają jadać na zewnątrz. Dlatego też restauracyjki w centrum są przepelnione do późna w nocy. Zarówno te ekskluzywne, jak i te rodzinne, dotowane przez rząd, pękają w szwach od klientów, którymi często są sąsiedzi i znajomi właścicieli.

Szczerze mówiąc, ten trzeci posiłek, który nazywa się *jantar*, a spożywa w porze naszej kolacji, jest objętościowo drugim obiadem. Co jadają Lizbończycy? Tradycyjnie dorsza na wiele sposobów oraz inne ryby i owoce morza. Przyrządzają także wyśmienite mięsa, a ich różnorodna kuchnia bogata jest w takie fantazje jak stek wieprzowy w sosie z owoców morza. A co piją? Cóż, tutejsze wino jest nie dość, że bardzo dobre (zwłaszcza z regionu *Alentejo*), to jeszcze stosunkowo tanie. Po obiedzie zaś obowiązkowy jest kieliszek portu. Lub *moscatela*, który jest równie słodki i mocny.

Lizbona chodzi spać wcześniej... rano. Zaraz po porze kolacji młodzi udają się do tu-tejszej mekki zabawowiczów, na *Bairro Alto*. To dzielnica poprzecinana małymi uliczkami, z niewielkimi knajpkami sprzedającymi na wynos piwo, wino i inne trunki. Młódzież, choć nie tylko, bawi się na ulicach lub pobliskim punkcie widokowym, *Miradouro de São Pedro de Alcântara*. Stanowi to naturalne preludium do całonocnej zabawy w klubach położonych nad brzegiem Tagu.

Na zakończenie
Ciężko opisać atmosferę tak różnorodnego miasta, jakim jest Lizbona. Będąc tam przez te kilka miesięcy, chłonałem ją codziennie i nigdy nie miałem dosyć. Lecz mimo tego, że słuchając *fado* w warszawskim mieszkaniu rzuciłbym wszystko i wrócił tam, to nie mogę powiedzieć, że czuję *saudade*. To stan ducha właściwy jedynie Portugalczykowi. Dłaczego? Proponuję zapytać ich o to osobiście w jednej z lizbońskiej *pastelerii*. ■

Narciarstwo bez tajemnic

Za oknami piękna, złota jesień, sprzyjająca rowerowym wypadom i długim spacerom, a już za chwilę sezon narciarski. Jesteście gotowi? W listopadowej odsłonie Inwestora po godzinach chciałabym zaprezentować porady dla początkujących i nowinki dla zaawansowanych. „First time” z nartami nie jest z pewnością tak łatwy, jakby się mogło wydawać na pierwszy rzut oka. Po pierwszym dniu na stoku odczuwamy bóle partii mięśniowych, o których istnieniu nic nie wiedzieliśmy. Ważnym jest, żeby się nie zniechęcać, ukoić zmęczone mięśnie (np. żel Fastum, Traumeel, okłady termoforem) i poprawić sobie humor grzańcem.



ANNA PATEK

Za 5 dwunasta

Warto poświęcić trochę czasu przed sezonem i przygotować się kondycyjnie, aby uniknąć później skręceń, naciągnięć i innych mało przyjemnych niespodzianek. Mamy dwie możliwości - pierwsza to specjalne zajęcia w fitness klubach przygotowujące do sezonu narciarskiego (np. Ski Workout w Gimnasionie), druga to ćwiczenia w domowym zaciszu zgodnie z ułożonym przez nas planem. Powinien się składać z takich elementów jak: rozgrzewka, ćwiczenia wzmacniające z naciskiem na dolną partię pleców, kregosłup, nogi oraz ćwiczenia rozciągające. Cały trening powinien trwać ok. 40-60 min. i być wykonywany minimum trzy razy w tygodniu. Zdaniem ekspertów ostatni dzwonek na rozpoczęcie ćwiczeń to miesiąc przed plano-

wanym wyjazdem, bo tylko wtedy nasze stawy i mięśnie mają szansę na regenerację. Warto zadbować o dietę, np. desery z galaretką w roli głównej, aby wzmocnić kości, serek wiejski z warzywami czy pierś z kurczaka, aby odżywić mięśnie.

Kompletowanie stroju narciarskiego

Pierwszy wypad na narty wiąże się niewątpliwie ze sporym wydatkiem. Warto zaopatrzyć się w ubrania dobrej jakości i raczej o klasycznym kroju, ponieważ takie mogą starczyć na lata i nie będą passe w następnym sezonie.

- **Kurtka, spodnie i rękawice** - po pierwsze membrana - najlepsza to *gore-tex*, która chroni przed zimnem, jest wodoodporna, a zarazem świetnie odprowadza pot i „oddycha”. Warto zwrócić uwagę na parametry membrany. Jeżeli planujemy jeździć w kraju, z pewnością wystarczy wodoodporność i oddychal-

ność na poziomie 5 000 - 10 000 mm. Wyjazd za granicę (zwłaszcza na lodowiec) będzie wiązał się z zakupem kurtki i spodni o lepszych parametrach - wodoodporność i oddychalność na poziomie 20 000 mm z pewnością zaspokoi potrzeby najbardziej wymagających. Jeżeli często jeździmy poza trasami, kurtka powinna być wyposażona w system RECCO, który w wypadku lawiny umożliwi znalezienie nas pod śniegiem.

- **Bielizna termoaktywna** - bardzo ważny element, również nie powinniśmy na nim oszczędzać. Powinna być wykonana z włókien kanalikowych i rowkowanych, co umożliwi odprowadzanie potu podczas jazdy i nie dopuści do wyziębnienia organizmu. Podobnie jak z kurtkami, w zależności od tego, gdzie planujemy nasze narciarskie wojaże, powinniśmy wybrać odpowiedni model. ◀

ROZWIĄŻ I WYGRAJ



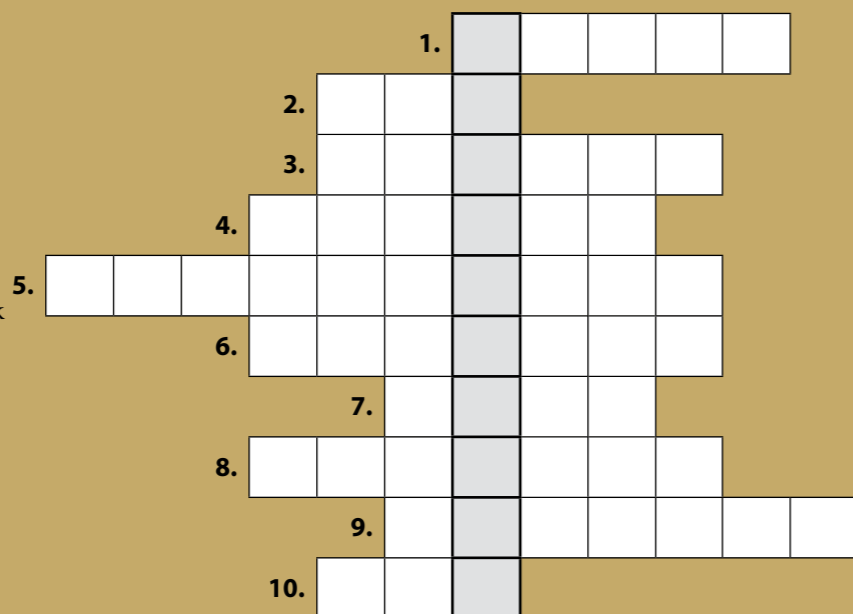
I NAGRODA:
Zestaw trzech książek
(W. Dębski „Rynek finansowy i jego mechanizmy”
J. Taylor „Zrozumieć kryzys finansowy”
D. Trump „Nigdy się nie poddawaj!”)
+ Pamięć USB 2.0 Gb

II i III NAGRODA:
Pamięć USB 2.0 Gb

1. Za badania nad tym rynkiem Komitet Noblowski przyznał w 2010 roku Nagrodę Nobla w dziedzinie ekonomii.
2. Miara inflacji, indeks towarów i usług konsumpcyjnych obejmujący koszty dóbr.
3. Imię znanego ekonomisty, który uruchomił w centrum Warszawy Licznik Długu Publicznego.
4. Północnoamerykański członek grupy E-7.
5. Pieniądz, którego wartość nie opiera się na wartości materiału/kruszcu, z którego jest zrobiony, a na wierze w jego wartość.
6. Noblista z ekonomii, który badał rynek używanych samochodów
7. Włoski producent samochodów, ma fabrykę w Tychach.
8. Firma, która przejęła sieć międzynarodowych połączeń autokarowych Interbus.
9. Francuski bohater afery finansowej, były pracownik Société Générale.
10. Skrót oznaczający unijny fundusz dofinansowujący szkolenia, kursy, studia.

Zapraszamy do rozwiązania naszej listopadowej krzyżówki, bazującej na informacjach zawartych w aktualnym numerze Trendu.

Na zwycięzców czekają atrakcyjne nagrody książkowe oraz pendrive'y! Prosimy o przesłanie hasła i jego krótkiego wyjaśnienia (jedno zdanie) do dnia **20 listopada 2010** na adres konkurs@gazetatrend.pl



Lista zwycięzców zostanie ogłoszona na stronie internetowej www.gazetatrend.pl/konkurs do dnia 27.11.2010r.
Regulamin konkursu na stronie www.gazetatrend.pl/konkurs

Sponsorami nagród książkowych są wydawnictwa:
Onepress i Wydawnictwo Naukowe PWN.

WYDAWNICTWO
NAUKOWE
PWN

one
p r e s s

ERNST & YOUNG

KONKURS WIEDZY O RACHUNKOWOŚCI I FINANSACH

Jest o co walczyć!

Nagroda Główna

kupon szkoleniowy wartości 5000 zł
do wykorzystania na szkoleniach ACCA, CIMA lub CFA.

13 nagród pocieszenia
kupon szkoleniowy ACCA, CIMA, CFA,
nośniki pamięci USB

- Pracujesz w rachunkowości lub finansach?
A może dopiero planujesz swoją ścieżkę rozwoju w tej dziedzinie?
- Czy wiesz, że dyplomy ACCA, CIMA i CFA to najlepsza przepustka do międzynarodowej kariery w finansach?
- Sprawdź swoją wiedzę z rachunkowości i finansów i wygraj kupony szkoleniowe ACCA, CIMA lub CFA.



Organizator i fundator nagród:



Partner główny:



Partnerzy medialni:



DOŁĄCZ DO NAS

W związku z dynamicznym rozwojem czasopisma **poszukujemy** do współpracy w formie bezpłatnych praktyk:

- PRACOWNIKA DZIAŁU PUBLIC RELATIONS
- PRACOWNIKA DZIAŁU MARKETINGU
- GRAFIKA /RYSOWNIKA
- DZIENNIKARZY
- KOORDYNATORA DYSTRYBUCJI

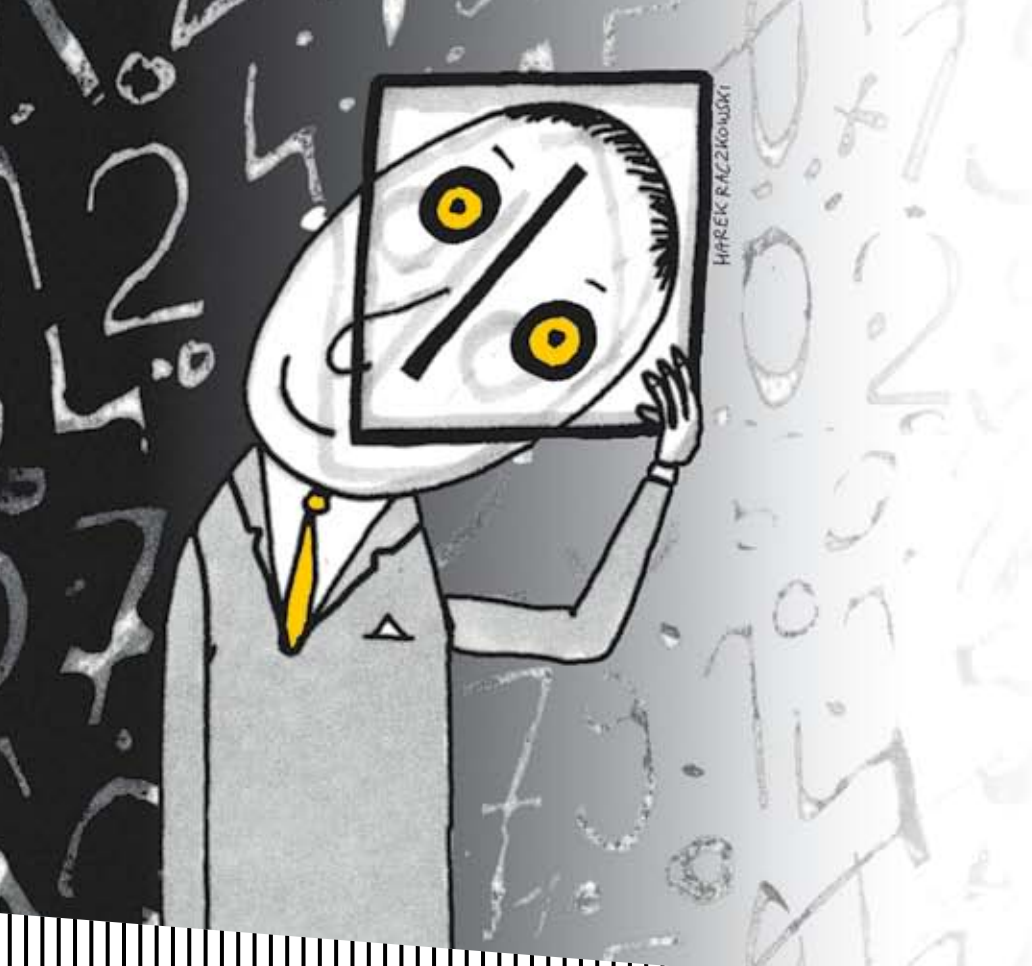
Oferujemy:

- współpracę w młodym, dynamicznym zespole
- możliwość zdobycia pierwszych praktyk w ww. dziedzinach
- elastyczne godziny pracy/ możliwość połączenia praktyk ze studiami/pracą

Szczegóły dot. poszczególnych stanowisk znajdują się na stronie internetowej <http://www.gazetatrend.pl/wiadomosci/34-rekrutacja-w-trendzie>.

Wszystkich zainteresowanych prosimy o wysłanie CV i krótkiego listu motywacyjnego na adres rekrutacja@gazetatrend.pl. Skontaktujemy się z wybranymi kandydatami.

TREND
MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA
www.gazetatrend.pl



EYe on Tax

Spójrz na podatki fachowym okiem. Weź udział w prestiżowym konkursie Ernst & Young. Zobacz, jak wygląda praca profesjonalnego Doradcy Podatkowego. Masz szansę zdobycia cennego doświadczenia i wygrania atrakcyjnych nagród. Zacznij poziom wyżej.

Nagrody w VI edycji konkursu:
20 000 PLN, płatne praktyki w Dziale Doradztwa Podatkowego Ernst & Young i wiele innych.

Zbierz 3- lub 4-osobowy zespół i zarejestruj go do 19 listopada 2010 r.

www.ey.com.pl/EYe_on_Tax



EY Financial Challenger

To najlepszy start, jeżeli rozpoczynasz karierę w świecie finansów. Rozwiązujesz zadania, z jakimi mają do czynienia profesjonalni Doradcy Finansowi. Sprzedajesz i kupujesz spółki, dokonujesz ich wyceny i przygotowujesz analizy finansowe. Przekonujesz partnerów biznesowych do swoich rozwiązań i zdobywasz praktyczne doświadczenie.

Nagrody w VII edycji konkursu:
24 000 PLN, płatne praktyki w Dziale Doradztwa Transakcyjnego Ernst & Young i wiele innych.

Zbierz 3- lub 4-osobowy zespół i zarejestruj go do 26 listopada 2010 r.

www.ey.com.pl/Challenger