

ISSN: 1899-4202

TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

WWW.GAZETATREND.PL

NUMER 3 (28) KWIECIEŃ 2011

TEMAT NUMERU

Grzechy główne NewConnect

Temat numeru

**Inwestor pyta,
a spółka...milczy**

Bull's Eye

Pytanie za bilion euro

Edukacja

Generał w służbie emeryturze

ACCA

BOSSA FX.PL

FOREX NA BANK.

BOSSA FX – to pierwsza platforma walutowa bankowego domu maklerskiego

BOSSA FX – waluty, surowce, indeksy on-line

BOSSA FX – wielokrotnie nagradzany standard obsługi transakcji

www.bossafx.pl Bądź jednym z pierwszych zadowolonych!



DOM MAKLESKI
BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.

Centrala:

ul. Marszałkowska 78/80, 00-517 Warszawa, makler@bossa.pl, www.bossa.pl
tel.: (+48) 22 50 43 000, (+48) 22 50 43 104, infolinia: 0-801 104 104

Oddziały:

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

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

Od redakcji

HANDEL OBIETNICAMI

Marzec był na świecie burzliwym miesiącem, zdominowanym przez takie wydarzenia, jak konflikt militarny w Libii, niepokoje społeczne na Bliskim Wschodzie oraz trzęsienie ziemi w Japonii. W kwietniowym wydaniu miesięcznika TREND postanowiliśmy więc – dla równowagi – zerknąć na lokalne podwórko. Przyjrzelśmy się bowiem rynkowi NewConnect, który przez wielu uważany jest za raj dla spekulantów.

Jednak jak wszystko, także ten rynek ma swoje ciemne strony. Brak płynności cen akcji i duża liczba spółek groszowych – to tylko niektóre z nich. Ponad trzy lata od powstania NewConnect jedną z głównych bolączek akcjonariuszy spółek tam notowanych jest także przejrzystość funkcjonowania przedsiębiorstw. Spółki notowane na NewConnect traktują zasadę „milczenie jest złotem” aż nazbyt poważnie, skąpo informując rynek o swojej bieżącej działalności oraz planach na przyszłość.

Na NewConnect nie brakuje także jaskrawych przykładów handlarzy obietnicami. Klasykami w tej dziedzinie są samochód-widmo Venio Car oraz zajmująca się tworzeniem animacji spółka Virtual Vision, która od ponad trzech lat kusi inwestorów wizją stworzenia polskiego Shreka. Nie sposób zapomnieć oczywiście o ocierających się o science fiction planach ubiegłorocznego debiutanta, spółki Infinity. Zresztą, będący twarzą przedsiębiorstwa oraz jednym z jego udziałowców Piotr Tymochowicz zasłużenie otrzymał za te obietnice bez pokrycia antynagrodę Gospodarcza Malina 2010.

Pomimo wszystkich swoich wad rynek NewConnect pozostaje jednak ciekawą alternatywą dla rynku głównego warszawskiej GPW. Wpisane w jego charakter dość wysokie ryzyko może bowiem przynieść nagrodę w postaci ponadprzeciętnych stóp zwrotu. Czy gra jest warta świeczki? Na to pytanie każdy inwestor powinien sobie odpowiedzieć sam.

DOROTA SIERAKOWSKA
REDAKTOR NACZELNY



Najnowsze wydanie Trendu przeczytasz również w blisko 100 prestiżowych kawiarniach, restauracjach, hotelach i uczelniach ekonomicznych. Zapraszamy również do sieci kawiarni CoffeeHeaven w Warszawie.

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
Trend - miesięcznik o sztuce inwestowania
Pl. Trzech Krzyży 16, II piętro
00-499 Warszawa
Tel. +48 691 954 727
email: biuro@gazetatrend.pl

REDAKTOR NACZELNY
Dorota Sierakowska
dorota.sierakowska@gazetatrend.pl

ZASTĘPCY RED. NACZELNEGO
Anna Grodecka
anna.grodecka@gazetatrend.pl
Jakub Domagański
jakub.domagalski@gazetatrend.pl

KOORDYNATOR DZIAŁU PR
Katarzyna Gruszka
katarzyna.gruszka@gazetatrend.pl

**KOORDYNATOR W KRAKOWIE,
DYSTRYBUCJA PRASY**
Anna Sierakowska
anna.sierakowska@gazetatrend.pl

AUTORZY ARTYKUŁÓW
Mikołaj Atanasow
Michał Bienkowski
Bartosz Boniecki
Anna Grodecka
Katarzyna Gruszka
Maciej Grzesiowski
Marek Ignaszak
Piotr Kuczyński
Anna Patek
Maciej Pyka
Marcin Różowski
Dorota Sierakowska
Artur Szczepkowski
Michał Zieliński
Paweł Ziółkowski

KOREKTA
Anna Grodecka
anna.grodecka@gazetatrend.pl

REKLAMA
Jakub Domagański
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.

NAKLAD
2000 egzemplarzy
Wersja elektroniczna dostępna również na
www.gazetaTREND.pl

DYSTRYBUCJA
Najlepsze uczelnie ekonomiczne w Polsce, renomowane kawiarnie, restauracje i hotele. Szczegóły na stronie internetowej miesięcznika.

PRENUMERATA
Oferujemy prenumeratę dla firm. Kontakt pod adresem prenumarata@gazetatrend.pl.

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

PARTNERZY STRATEGICZNI

BOŚ | DOM MAKLESKI

Studenckie Koło Naukowe
KLUB INWESTORA

Grzechy główne NewConnect



20



34



43

Generał w służbie emeryturze

W związku z toczącą się debatą publiczną na temat przyszłości OFE i ścierania się opinii różnych środowisk, coraz częściej przywołuje się system emerytalny w Chile. Kilkadzieci lat temu podjęto tam bardzo radykalne kroki, które zmieniły zupełnie oblicze zabezpieczenia emerytalnego.

Sezon rowerowy czas rozpocząć

Słońce, śpiew ptaków, rozwijające się paki kwiatów... Jednym słowem, nastała upragniona i wyczekiwana przez wszystkich wiosna, a razem z nią sezon rowerowy. W weekendy w parkach, na deptakach, skwerach i wszystkich innych miejskich terenach zielonych pełno jest wielbicieli tego sportu.

PROJEKTY PATRONACKIE

- 5 **Żak Inwestuje 2011**
- 5 **Konkurs TALENTY PODATKOWE 2011**
- 5 **Liczby miesiąca**
Mikołaj Atanasow

WYDARZENIA

- 6 **II edycja Stock Wars już za nami!!**
- 6 **Plus i Minus**
Paweł Ziółkowski
- 6 **Cytaty**
Mikołaj Atanasow
- 7 **Bezpieczna przystań na rynku walutowym**
Katarzyna Gruszka

RING EKONOMICZNY

- 8 **Ring ekonomiczny**

WYWIAD

- 10 **NewConnect jest dla spółek szansą na szybszy rozwój**
Dorota Sierakowska

BULL'S EYE

- 13 **Pytanie za bilion euro**
Bartosz Boniecki

KOMENTARZE

- 14 **Północnoafrykańska Wiosna Ludów**
Maciej Pyka
- 16 **Co słychać na Wall Street? Korekta okazją do kupna akcji** - Piotr Kuczyński
- 17 **Światowy problem z żywnością**
Michał Bieńkowski

TEMAT NUMERU

- 18 **Wzloty i upadki MŚP na rynku NewConnect**
Agnieszka Gugala
- 20 **Grzechy główne NewConnect**
Marcin Różowski
- 27 **Inwestor pyta, a spółka...milczy**
Artur Szczepkowski

3 NAJ...

- 25 **Największe inwestycje 2010 roku**
Małgorzata Kosiecka

EDUKACJA

- 30 **Ciąć czy nie ciąć? Czyli o wydatkach budżetowych**
Marek Ignaszak
- 32 **Barbarzyńcy u bram**
Michał Zieliński, Paweł Ziółkowski
- 34 **Generał w służbie emeryturze**
Anna Patek, Maciej Grzesiewski

FINANSE OSOBISTE

- 37 **Social lending w czasach wygody**
Aleksander Kutnik

TREND SELECT

- 39 **Orzeł niełat**
Aleksandra Panek, Agnieszka Żmigrodzka

WIELCY INWESTORZY

- 41 **Mukesh Ambani - indyjski magnat**
Anna Grodecka

INWESTOR PO GODZINACH

- 43 **Sezon rowerowy czas rozpocząć**
Anna Patek

RECENZJE

- 45 **Budżet i polityka podatkowa. Wybrane zagadnienia**
Marek Ignaszak
- 45 **Meandry historii ekonomii. Między matematyką a poezją**
Anna Grodecka
- 45 **Sztuka strategii**
Dorota sierakowska

Żak Inwestuje 2011

Rusza trzecia już odsłona konkursu „Żak Inwestuje 2011”, skierowanego do młodych inwestorów giełdowych. Zapisy dla uczestników konkursu rozpoczęły się 15 marca, a pierwsze decyzje inwestorskie zapadną 18 kwietnia. Gracze, którzy na zakończenie sesji 30 czerwca będą najwyżej notowani w rankingu, otrzymają atrakcyjne nagrody – 3 000 złotych, laptop oraz nagrody książkowe.

W konkursie „Żak Inwestuje” mogą wziąć udział pełnoletni uczniowie szkół oraz studenci uczelni wyższych, którzy nie ukończyli 26 roku życia. Warunkiem przystąpienia do konkursu jest założenie lub posiadanie rachunku inwestycyjnego w DM BDM (ŻAK) i wpłacenie na niego co najmniej 1 000 zł lub posiadanie aktywów o tej wartości. Następnie uczestnik konkursu musi zarejestrować się na stronie www.bdm.com.pl/konkurs.

W trakcie trwania konkursu można wpłacać na konto dodatkowe środki finansowe, jednakże w przypadku wypłaty/przelewu środków finansowych z rachunku inwestycyjnego biorącego udział w konkursie, uczestnik zostanie zdyskwalifikowany.

Uczestnicy rywalizują ze sobą, inwestując w akcje i prawa do akcji, certyfikaty inwestycyjne, certyfikaty strukturyzowane, fundusze ETF

oraz obligacje notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

„Żak Inwestuje” to cykliczny konkurs organizowany przez Dom Maklerski BDM. Dotychczas odbyły się jego dwie odsłony. Ostatnią z nich wygrał Dawid Zambrzycki, student Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, który wykazał się dużą wiedzą i niezwykłym „nosem” inwestorskim. ■

Konkurs TALENTY PODATKOWE 2011

Kancelaria Wardyński i Wspólnicy w Warszawie po raz piąty organizuje konkurs TALENTY PODATKOWE.

Jest on skierowany do studentów prawa i kierunków ekonomicznych oraz absolwentów, którzy ukończyli studia magisterskie nie wcześniej niż w 2010 roku.

Temat przewodni konkursu to polsko-amerykańska umowa o unikaniu podwójnego opodatkowania. Zadaniem jest spo-

rządzenie wniosku o wydanie interpretacji indywidualnej oraz napisanie listu do klienta. Następnie wyłonieni finaliści odbędą rozmowę z Jury, w skład którego wchodzi: prof. dr hab. Włodzimierz Nykiel, Rektor UŁ – przewodniczący, prof. dr hab. Hanna Litwińczuk z UW, prof. dr hab. Bogumił Brzeziński z UMK, Rafał Iniewski z PKPP Lewiatan oraz doradcy podatkowi z kancelarii.

Najważniejsze daty: 29 kwietnia – termin nadsyłania prac, 9 maja – ogłoszenie finalistów, 27 maja – finał i ogłoszenie wyników.

Zwycięzcy otrzymają nagrody pieniężne w wysokości 3000, 2000 i 1000 zł za zajęcie odpowiednio I, II i III miejsca.

Szczegółowe informacje, regulamin i kazu-sy są dostępne na www.talentypodatkowe.pl ■

LICZBY MIESIĄCA

MIKOŁAJ ATANASOW

- 7 tyle elektrowni, które zostały wybudowane przed rokiem 1980 postanowiono przejściowo wyłączyć w Niemczech po wydarzeniach w Japonii. W Polsce pierwsza elektrownia atomowa ma powstać za 10 lat, w przyszłości zakłada się uruchomienie kolejnych dwóch.
- 12,5 średnio o tyle złotych spadły ceny 50 podstawowych produktów w sieci hipermarketów Tesco w pierwszej połowie marca 2011 w porównaniu z lutym 2011. W przeciwieństwie do Tesco, wzrost cen podstawowego koszyka dóbr nastąpił w sieciach Carrefour i Real.
- 20 o tyle procent wzrósł w roku 2010 eksport wyrobów cukierniczych z Polski; wyniósł 818,5 mln euro.
- 33 tyle procent Polaków nie otrzymuje regularnie wynagrodzenia. 25% Polaków otrzymuje pensję z opóźnieniem, 39% Polaków ma problemy z uzyskaniem ekwiwalentu za urlop wypoczynkowy oraz wypłatę nadgodzin.
- 57 taki jest koszt (w tys. euro) metra kwadratowego na najdroższej ulicy Świata - Severn Road w Hongkongu. Kolejne miejsca zajmują ulice: Kensington Palace Garden w Londynie (55 tys. euro/m²) oraz Princesse Grace Avenue w Monako (50 tys. euro/m²).
- 67 taki odsetek Polaków jest zdania, że spółki takie jak: PZU, PKO BP, Orlen, Lotos, KGHM, powinny nadal pozostawać pod kontrolą państwa.
- 75 średnio tyle cen produktów z hipermarketu zna polski konsument. Według badania firmy Simon-Kucher & Partners, średnia dla konsumentów z krajów Europy Zachodniej wynosi ok. 30 produktów.
- 176 średnio o tyle złotych wzrosła rata kredytu hipotecznego we frankach szwajcarskich w marcu w porównaniu z lutym 2011 na kwotę 300 tys. zł na 30 lat; rata 1780 zł).



NA PLUS

Omińmy podatek Belki

Regulacje dotyczące sławnych już lokat z kapitalizacją dzienną mają wejść w życie najwcześniej na początku 2012 roku, a nie, jak wcześniej zakładano, 1 lipca bieżącego roku. Dzięki temu wciąż możemy zakładać „lokaty anty-belkowe”, które poprzez niewielkie dzienne zyski oraz zasady zaokrąglania podstaw opodatkowania pozwalają nam omijać 19-procentowy podatek. Czyżby resort finansów doszedł do wniosku, że wzrost podatku VAT i zmiany w systemie emerytalnym to wystarczająco duże obciążenie dla obywateli kraju, czy może zauważył w kalendarzu podkreśloną na kolorowo datę wyborów parlamentarnych?

Przejęcie Polkomtela transakcją roku

Przetarg na przejęcie polskiego operatora Polkomtel wywołuje dreszcze u wielu inwestorów. Nieoficjalnie mówi się, że oferty wahają się między 16-18 mld zł, co może okazać się największą transakcją na europejskim rynku telekomunikacyjnym. Wśród zainteresowanych przejęciem operatora sieci Plus wymienia się Apax Partners, Blackstone Group, TPG oraz CVC Capital Partners, lecz nie możemy również zapomnieć o polskim akcencie w postaci Zygmunta Solorza-Żaka. Bez względu na to kto wygra, zwycięzcą jest obecny akcjonariat, który zarobi na transakcji niemałe pieniądze. Właścicielami Polkomtela są między innymi: PKN Orlen, KGHM oraz PGE.

Rok 2011 rokiem Private Equity

Rok 2011 ma być najlepszym w historii rynku Private Equity. Wartość inwestycji ma przekroczyć 5 mld euro, lwią część ma zaś stanowić opisane wyżej przejęcie Polkomtela. Jedną z większych transakcji będzie również przejęcie Żabki przez Fundusz Mid Europa Partners, za którą zapłaci on ok. 400 mln euro. Na dodatek, wkrótce do Polski zawita założyciel i szef funduszu Blackstone Group, który ma zamiar spotkać się z polskimi szefami ministerstwa skarbu i finansów.



II edycja Stock Wars już za nami!!

Stu studentów z całej Polski gościło przez ostatni weekend (25-27 marca) w urokliwym hotelu Klepisko nad Zalewem Zegrzyńskim, spędzając czas zarówno na wartościowych szkoleniach i warsztatach z dziedziny giełdy oraz rynku walutowego, jak i całonocnych imprezach. Wszystko to odbyło się w ramach ogólnopolskiego projektu STOCK WARS, działającego w ramach Komitetu Lokalnego AIESEC Warszawa SGH.

Jak na udane spotkanie przystało, Konferencja zaczęła się od... whisky z lodem wręczanej każdemu delegatowi przez partnera głównego – Dom Maklerski TRIGON. Dalszy ciąg był jeszcze ciekawszy. Kolejne szkolenia prowadzone przez BNP Paribas Fortis, Dom Maklerski BZ WBK, Dom Maklerski X-Trade Brokers, Dom Maklerski BOŚ, Bankier.pl, AKTIO oraz Profesora Mieczysława Puławskiego z Katedry Rynków Kapitałowych SGH przekroczyły oczekiwania delegatów. Wysoki i bardzo profesjonalny poziom prezentacji łączył się z przystępnością i przyjazną atmosferą. W trakcie szkoleń i na przerwach prelegenci z chęcią odpowiadali na wszelkie pyta-

nia, a uczestnikom nigdy ich nie brakowało.

Oprócz ducha i umysłu zadbane również o ciało. W przerwach nie brakowało kawy, herbaty, słodkości, a na chętnych czekał bilard i wieczorne tańce. Podczas tych trzech dni, którym nie można odmówić niczego, z wyjątkiem czasu na sen, uczestnicy i organizatorzy nabyli wiele ciekawych i przydatnych doświadczeń. Zawarli nowe przyjaźnie i wspólnie się bawili. Takie wydarzenie jak konferencja Stock Wars trudno jest opisać, to trzeba po prostu przeżyć!

Choć tegoroczne giełdowe wojny już niestety za nami, to mamy dobrą wiadomość. Ruszają pełną parą przygotowania do kolejnej edycji Stock Wars! Nie może Was tam zabraknąć!

Zapraszamy również na stronę www.stockwars.pl po więcej informacji oraz do obejrzenia zdjęć z konferencji! ■



CYTATY

WYBÓR CYTATÓW:
MIKOŁAJ ATANASOW



„Amerykański rynek akcji ma za sobą dopiero około połowę rynku byka, który kataluluje S&P500 o kolejne 60 proc. w okresie najbliższych 2-3 lat.”

- Laszlo Birinyi, prezes Birinyi Associates

„Źródła energii są na wyczerpaniu. Nawet jeśli popyt nie wzrośnie, ropy zostało na mniej niż 49 lat. Gazu jest więcej, ale transportowanie go i wykorzystanie go do zaspokojenia potrzeb transportu jest większym problemem. Węgla jest najwięcej, starczy go na 176 lat, ale to główny oskarżony, jeśli chodzi o emisję CO2.”

- Karen Ward, ekonomistka HSBC

Bezpieczna przystań na rynku walutowym

KATARZYNA GRUSZKA

Analitycy głównych instytucji finansowych zgodnie przewidzieli wynik posiedzenia Banku Szwajcarii, który w marcu nie zdecydował się na zacieśnianie prowadzonej polityki pieniężnej. To dobra wiadomość dla osób spłacających kredyty hipoteczne zaciągnięte we franku, ale także nie bez znaczenia dla wielu inwestorów, którzy podczas dużych zawirowań na rynku lokują wolne środki w szwajcarskiej walucie. Przedział zmian dla 3-miesięcznej stawki Libor CHF został utrzymany na poziomie od 0,00% do 0,75%, a docelowo ma się ustabilizować przy 0,25%. Podwyżka stopy procentowej przez Bank Szwajcarii byłaby bardzo niekorzystna, nie tylko dla kredytobiorców, ale także ze względu na strukturę handlu (Szwajcaria jest eksporterem netto). Z drugiej strony, brak podwyżki stóp procentowych oznacza bardzo niską stopę zwrotu dla tych, którzy wybrali lokowanie oszczędności na depozytach walutowych we franku.

Jednak ostatnie zawirowania na rynkach spowodowane między innymi sytuacją w krajach arabskich czy trzęsieniem ziemi i tsunami w Japonii skutkowały umacnianiem się franka względem dolara i euro, co wynagradzało depozytariuszy. Od czasu kłopotów ze spłatą długów państw peryferyjnych strefy euro, kurs waluty szwajcarskiej umocnił się o kilkanaście procent (na wykresie przedstawiono spadek kursu dolara względem franka szwajcarskiego). Ten trend obrazuje, jak dużym zaufaniem cieszy się frank wśród inwestorów.

Prognozy makroekonomiczne dla gospodarki Szwajcarii również nie budzą niepokoju. SNB podniósł prognozę stopy inflacji dwukrotnie do poziomu 0,8% w 2011 roku, przy wzroście PKB o 2,0% w tym samym czasie. Relatywnie niski poziom inflacji nie zagraża stabilności gospodarki, a tym samym oddala ewentualne podwyżki stóp procentowych w Szwajcarii. Oznacza to, że nie tylko osoby poszukujące niskooprocentowanego kapitału, ale także inwestorzy z nadwyżkami, będą nadal wybierać bezpieczną walutę. ■



Źródło: <http://stooq.pl>

„Kupujemy więcej, żeby sobie poprawić humor. Wprawdzie nie mamy z czego się cieszyć, bo płace nie przyspieszają, ale nie jest też aż tak źle, by wcale nie kupować.”

- Rafał Antczak, wiceprezes firmy doradczej Deloitte

„Z naszych rozmów z klientami wynika, że zwiększają budżety inwestycyjne po kiepskim 2010 i dramatycznym pod tym względem 2009 roku. Ale proces przygotowania inwestycji trwa, dlatego jeszcze przez dwa, trzy miesiące możemy nie widzieć sygnałów, że ruszyły.”

- Janusz Dancewicz, ekonomista DZ Banku

„Trzy lata po światowym kryzysie wywołanym masowymi oszustwami ani jeden menedżer nie siedzi za kratkami. To błąd.”

- Charles Ferguson, autor filmu „Inside Job”, zdobywca Oscara 2011 za najlepszy dokument



NA MINUS

Obniżony rating dla Portugalii

Agencja S&P już po raz trzeci w tym miesiącu obniża rating kraju leżącego w Europie. Tym razem chodzi o Portugalię, której rating obligacji wynosi teraz BBB-, czyli niewiele więcej niż znane powszechnie „junk bonds”, oferujące inwestorom stopę zwrotu w wysokości 8%. Czynnikiem decydującym było odrzucenie przez parlament portugalski planu cięć wydatków w budżecie, czego efektem było podanie się rządu Jose Socratesa do dymisji. Przed Portugalią obniżenie ratingu spotkało Grecję i Hiszpanię.

Wzrośnie cena za prąd?

Ostatnie wydarzenia w Japonii gwałtownie zatrzęsły rynkiem światowym. Indeks Nikkei pierwszego dnia od katastrofy obniżył się o 6%, lecz obecnie odrabia straty. Analitycy i eksperci próbują przewidzieć, jaki to może mieć wpływ na polską gospodarkę. Jeżeli mieszkańcy Kraju Kwitnącej Wiśni nabiorą dystansu do energii atomowej, to zwiększy się zapotrzebowanie na węgiel kamienny, co może skutkować wzrostem jego ceny. A jeśli wzrośnie cena węgla kamiennego, to wzrośnie i cena prądu, która nie będzie mile odebrana przez konsumentów w dobie podwyżek cenowych.

Dyrektor Goldman Sachs drugim Gekko

Były dyrektor Goldman Sachs, Rajat Gupta, został oskarżony przez SEC o przekazywanie poufnych informacji swojemu przyjacielowi, a zarazem szefowi funduszu hedgingowego Galleon Group – Rajowi Rajaratnamowi. Według doniesień SEC chodzi między nimi o przekazanie informacji o pomocy udzielonej Goldman Sachsowi przez Warren'a Buffeta na kwotę 5 mld dolarów we wrześniu 2008r. Dzięki pozyskaniu tej informacji fundusz miał pozyskać około 900 tys. dolarów, zaś łączna wartość pozyskanych nielegalnie pieniędzy opiewa na kwotę 18 mln dolarów, wliczając w to straty, jakich udało się uniknąć. Gupta był również w zarządzie takich firm, jak: Procter&Gamble, American Airlines, AMR Corp oraz Harman International Industries.

Ring ekonomiczny



PYTANIA:

1. Czy inwestowanie na rynku NewConnect jest odpowiednie tylko dla osób o dużej tolerancji ryzyka?
2. Czy dostrzegalna jest poprawa płynności na rynku NewConnect, czy nadal jest to istotna przeszkoda dla inwestorów?
3. Które kwestie z zakresu polityki informacyjnej spółek z NewConnect powinny być poprawione?



Łukasz Rosiński
DM AmerBrokers

to skupiają się głównie na dużych emisjach i raczej mniej ryzykownych spółkach. Dobrym przykładem jest tu Dom Maklerski TMS Brokers, który sprzedaje papiery warte ponad 85 mln zł. Duże pakiety akcji objęły przynajmniej trzy instytucje finansowe, pomimo to obrót akcjami jest raczej symboliczny i oscyluje poniżej ceny emisyjnej.

3. Wiele spółek zaniedbuje informacje dotyczące bieżącej działalności (znaczące umowy) oraz zmian w akcjonariacie. Z mojej strony nie zauważam także, by spółki z NewConnect (poza nielicznymi wyjątkami) prowadziły jakikolwiek dialog z analitykami z domów maklerskich – relacje inwestorskie odbywają się głównie poprzez doniesienia prasowe, w zasadzie brak jest chociażby tak podstawowych działań, jak zaproszenie na spotkanie w siedzibie czy zakładzie produkcyjnym spółki.



Tomasz Manowiec
Analityk Rynku Papierów
Wartościowych, BM BGŻ

1. Cechą charakterystyczną rynku NewConnect jest duża ilość bardzo małych spółek na wczesnym etapie rozwoju. Z inwestycjami w tego typu akcje wiąże się podwyższone ryzyko, ale i potencjalny zysk jest znacznie większy. Ostatnio jednak pojawiają się również większe, bardziej dojrzałe spółki, wybierające NewConnect ze względu na łatwość wejścia w porównaniu z GPW. W związku z tym można tu znaleźć coraz więcej propozycji również dla osób mniej skłonnych do wysokiego ryzyka. Rynek jako całość pozostaje nadal bardzo ryzykowny.

2. Na rynku tym szybko zwiększa się liczba spółek, przez co całkowite obroty rosną dynamicznie. Jednak patrząc na poszczególne spółki, widzimy, że od dłuższego czasu sytuacja jest w miarę stabilna. Istnieje grupa akcji, gdzie średnie dzienne obroty wynoszą po kilkadziesiąt tysięcy złotych, czyli podobnie lub nawet więcej niż w przypadku mniejszych spółek z rynku głównego. To zdecydowanie wystarcza dla inwestorów indywidualnych, ale wciąż jest niewystarczające dla funduszy inwestycyjnych. Wartość obrotu jest pochodną kapitalizacji spółki i jej akcji w wolnym obrocie, a na NewConnect dominują jednak cały czas bardzo małe spółki.

3. Największym utrudnieniem w podejmowaniu decyzji dla inwestorów zainteresowanych rynkiem NewConnect jest częstotliwość publikacji danych finansowych. W przeciwieństwie do rynku głównego, nie ma tu obowiązku ogłaszania wyników kwartalnych, a jedynie wyników rocznych. Bez możliwości częstszego weryfikowania postępów w rozwoju spółki trudno zdecydować się na inwestycję. Część podmiotów przekazuje raporty kwartalne, ale należą one do wyjątków i to do nich ogranicza się zainteresowanie profesjonalnych inwestorów.



Jakub Bartkiewicz
Prezes zarządu DI Investors

1. Inwestowanie na jakimkolwiek rynku akcji przeznaczone jest dla inwestorów akceptujących wyższy poziom ryzyka. Na NewConnect notowane są przede wszystkim spółki mniejsze niż na rynku głównym GPW i o stosunkowo krótkiej historii działania. Z tego względu ryzyko inwestycyjne jest tu wyższe.

2. Ze względu na niską kapitalizację dużej części spółek płynność ich akcji jest nadal czynnikiem powodującym, że inwestorzy instytucjonalni rzadko lokują środki na NewConnect. Z drugiej jednak strony, coraz częściej na NewConnect debiutują przedsiębiorstwa, których wartość rynkowa wynosi kilkadziesiąt, lub nawet ponad sto milionów złotych. W ich przypadku płynność jest już zdecydowanie wyższa. To właśnie w ślad za nimi na NewConnect pojawiają się inwestorzy instytucjonalni.

3. Regulacje dotyczące obowiązków informacyjnych nie wymagają większych modyfikacji. W założeniach NewConnect jest przecież rynkiem nakładającym na emitentów mniejsze obowiązki niż GPW. Problemem jest raczej to, że nie wszystkie firmy pamiętają, że jakość i zakres komunikowania się z inwestorami przekładają się bezpośrednio na zainteresowanie spółką i jej wycenę.



Grzegorz Pułkotycki
Analityk DM BZWBK

ich działalności, a swoich szans poszukiwać mogą jedynie małe, nastawione na większe ryzyko firmy inwestycyjne.

3. Z własnego doświadczenia analitycznego mogę powiedzieć, że generalnie zakres oraz jakość informacji przekazywanych przez spółki notowane na NewConnect jest bardzo słaba, a ich użyteczność do tworzenia rzetelnego obrazu spółek i podejmowania na ich podstawie racjonalnych decyzji inwestycyjnych mocno ograniczona. Życzylbym sobie na przykład większej szczegółowości prezentowanych danych finansowych, w postaci szczegółowego bilansu i rachunku wyników zamiast obowiązujących obecnie jedynie wybranych pozycji, a także dołączania sprawozdania z przepływów pieniężnych, które pomaga właściwie ocenić prezentowane w rachunku zysków i strat dane. Pomimo krytycznych uwag w kwestii trudności w dostępie do potrzebnych informacji o spółkach z NC, docenić należy ich otwartość na kontakty z rynkiem, przez co rozumiem coraz częstsze konferencje z analitykami czy też współpracę z wyspecjalizowanymi firmami zajmującymi się zarządzaniem „investors relations”.



Jerzy Bednarek
DSBJ Grupa Doradcza

3. Spółki notowane na NewConnect mają uproszczone - w stosunku do rynku regulowanego - obowiązki informacyjne. Główna zmiana dotyczy braku konieczności sporządzania i audytowania sprawozdania półrocznego. Emitenci są zobowiązani do sporządzania raportów kwartalnych zawierających wybrane dane finansowe. Bezpieczeństwo obrotu mogłoby być poprawione poprzez wprowadzenie obowiązku sporządzania sprawozdania półrocznego oraz jego przeglądu przez biegłego rewidenta. Takie rozwiązanie nie zwiększyłoby nadmiernie kosztów funkcjonowania emitentów przy jednoczesnej poprawie transparentności obrotu.



Marcin Kuszyk
Analityk BM DnB Nord

1. Tak, składa się na to kilka kwestii:

- Utrzymująca się w dalszym ciągu relatywnie niższa płynność na papierach wartościowych w porównaniu do rynku głównego.
- Większy dopuszczalny zasięg zmian cenowych papierów wartościowych; większy zasięg widełek dolnych i górnych określających możliwy dzienny zasięg zmian cen akcji. Dużą zmienność podkreśla również brak widełek dynamicznych, co może przejawiać się gwałtownością i dynamizmem zmian kursowych
- Duży spread cenowy między kupnem i sprzedażą.

2. Płynność na rynku NC odbiega od płynności obserwowanej na rynku głównym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i może być istotnym argumentem zniechęcającym do inwestowania w akcje spółek notowanych w ASO. Niemniej prowadzone są prace wspierające wyższą płynność na rynku NewConnect, takie jak: obowiązek animacji i posiadanie market makera papierów wartościowych, a także utworzenie w marcu 2010 r. segmentu NewConnect Lead, w skład którego wchodzi spółki stosujące rozbudowaną politykę informacyjną oraz spełniające odpowiednie wymagania, w tym te płynnościowe.

3. Trudno powiedzieć ze względu na założenia i przeznaczenie rynku NC, który kierowany jest przede wszystkim do młodych i dynamicznie rozwijających się przedsiębiorstw. Zbyt duże wymagania informacyjne i związane z nimi restrykcje mogą zniechęcać potencjalne Spółki do wejścia na tzw. „małą giełdę”. Z drugiej strony, stosowanie dobrych praktyk informacyjnych świadczy dobrze o spółce i skutkuje większym zainteresowaniem inwestorów giełdowych. Polityka informacyjna, podobnie jak sam ASO, podlega nieustannym procesom usprawniającym obrót papierów wartościowych.

NewConnect jest dla spółek szansą na szybszy rozwój

Wywiad z Grzegorzem Wojtylakiem, Prezesem Zarządu spółki WDM Autoryzowany Doradca Sp. z o.o., będącej Autoryzowanym Doradcą rynku NewConnect

Dorota Sierakowska: Czy Spółki traktują NewConnect jako etap przejściowy w drodze na rynek główny – czy też częściej po prostu pozyskują kapitał na konkretny projekt?

Grzegorz Wojtylak: Tworząc rynek NewConnect, Giełda Papierów Wartościowych założyła, że rynek regulowany jest przeznaczony dla większych spółek, natomiast małe spółki, których kapitalizacja nie przekracza kilku – kilkunastu milionów złotych, mają swoje miejsce w alternatywnym systemie obrotu. Wraz z rozwojem spółek i wzrostem ich wartości rynkowej, naturalnym etapem jest przejście na rynek regulowany, jednakże zanim to nastąpi, spółki powinny umocnić swoją pozycję rynkową i realizować zaplanowaną strategię rozwoju, a przede wszystkim dążyć do zwiększenia wartości dla swoich akcjonariuszy. Spółki dzięki współpracy z Autoryzowanym Doradcą mają niepowtarzalną szansę wdrożyć się w spełnianie obowiązków informacyjnych, jakie nakładają na spółki publiczne różnego rodzaju regulacje oraz ustawy, a także pod stałą kontrolą Autoryzowanego Doradcy przekonać się, jak funkcjonują kanały informacyjne na GPW. Ponadto spółki funkcjonujące na NewConnect mają wyjątkowo sprzyjające warunki do postawienia pierwszych kroków w kierunku pozyskania kapitału w drodze emisji publicznej, co jest standardem na rynku regulowanym.

Zanim spółka podejmie decyzję o przejściu na rynek główny, powinna odpowiedzieć sobie na pytanie: czy wyrosła już z etapu spółki typu start-up lub etapu małej/średniej spółki oraz czy jest już gotowa samodzielnie w rzetelny sposób spełniać obowiązki spoczywające na spółkach publicznych. Dodatkowo spółka musi pamiętać, że aby przenieść się na rynek regulowany, musi ona spełnić kryterium kapitalizacji (12 mln euro) oraz odpowiedniego rozproszenia akcjonariatu (free float).

Wiele spółek określa swoją obecność na rynku NewConnect jako tymczasową i już w dniu debiutu deklaruje zamiar przeniesienia się w perspektywie dwóch, trzech lat na rynek regulowany. NewConnect jest w tych sytuacjach z reguły wybierany jako szybszy i tańszy rynek, który uczy jak funkcjonować jako spółka publiczna. Z drugiej

strony jest też spora część spółek notowanych na NewConnect, która nie planuje przenosin na rynek regulowany, a pozyskany kapitał przeznacza głównie na realizację strategicznych planów rozwoju.

DS: Jak duży odsetek firm z NewConnect staje się niewypłacalnych?

GW: Niewypłacalną staje się spółka, która nie wykonuje swoich wymagalnych zobowiązań, a także spółka, której zobowiązania, zarówno wymagalne, jak i niewymagalne, przekroczyła wartość jej majątku. W przypadku spełnienia którejkolwiek z wyżej wymienionych przesłanek zarząd spółki na obowiązek zgłosić wniosek o ogłoszenie upadłości spółki.

Mając na uwadze powyższe kryteria, za niewypłacalną można już uznać spółkę, która nie zapłaciła dwóch faktur o małej wartości pomimo tego, że generalnie spółka ta znajduje się w dobrej kondycji finansowej. Podobnie będzie ze spółką, która terminowo reguluje zobowiązania, ale z kolei posiada wysoki poziom zadłużenia. Sytuacja ta występuje niekiedy w fazie szybkiego rozwoju spółki, szczególnie w przypadku dobrej koniunktury na rynku.

Przyjmując taką definicję niewypłacalności, określoną w prawie upadłościowym i naprawczym, możemy stwierdzić, że wśród spółek funkcjonujących w Polsce, w tym notowanych na NewConnect, zapewne są i takie, które teoretycznie spełniają wskazane powyżej przesłanki ogłoszenia upadłości. Nie oznacza to jednak wcale braku perspektyw przed dalszym rozwojem spółki i paradoksalnie często staje się elementem mobilizującym spółkę do poprawy płynności, np. poprzez emisję akcji.

Do tej pory na rynku NewConnect tylko dwie spółki ogłosiły upadłość, z czego tylko jedna - Perfect Line - upadłość likwidacyjną. Mogłoby się wydawać, że spółka Perfect

Line idealnie pasowała do profilu spółki NewConnect - budowany od podstaw biznes o stosunkowo krótkiej historii, ale dobrych perspektywach i innowacyjnym charakterze. Jednakże spółka nie przetrwała kryzysu. Ponadto jedna ze spółek - Alumast, producent masztów flagowych i słupów oświetleniowych, znajduje się w stanie upadłości układowej. Biorąc pod uwagę fakt, iż obecnie na rynku NewConnect jest notowanych ponad 200 spółek, odsetek firm, w stosunku do których prowadzono postępowanie upadłościowe jest niski.

Na marginesie można wskazać, iż w cechę rynku NewConnect z samego założenia było wpisane podwyższone ryzyko inwestycyjne, które wynika z charakteru spółek notowanych na tym rynku, będących często na etapie start-up. Nie można wykluczyć, że działalność tego typu spółek może w krótkim okresie nie przynosić oczekiwanych wyników finansowych, co w konsekwencji może doprowadzić do ich niewypłacalności.

DS: Czy na NewConnect faktycznie dominują spółki technologiczne?

GW: NewConnect w zamierzeniach GPW przeznaczony był dla spółek rozwijających się, o krótkiej historii, działających głównie w innowacyjnych obszarach nowych technologii, IT, biotechnologii. Praktyka pokazała jednak, że NewConnect stał się rynkiem także dla małych i średnich spółek o ugruntowanej pozycji na rynku i planach szybkiego rozwoju. Obecnie NewConnect stanowi szansę dla wszystkich spółek na szybszy rozwój oraz daje możliwość otrzymania znacznego zastrzyku finansowego poprzez emisję nowych akcji przy wykorzystaniu oferty prywatnej, bądź w dalszym etapie wtórnej emisji akcji, bez konieczności zwiększania zadłużenia spółki.



Rozwój alternatywnego systemu obrotu skłonił władze GPW do stworzenia sektorów, w ramach których pogrupowane zostały spółki obecne na NewConnect. Dobór segmentów został dopasowany do najczęściej pojawiających się branż, w których operują emitenci. W chwili obecnej najwięcej spółek zakwalifikowanych jest w segmencie handlu i innych usług. Sektor technologie powoli schodzi na dalszy plan. Większość notowanych na NC podmiotów prowadzi biznes w tradycyjnych sektorach gospodarki, ale stosunkowo spora jest reprezentacja segmentów nowych technologii.

DS: Spółki z jakich nietypowych branż są notowane na NewConnect?

GW: Na rynku NewConnect z założenia miały być notowane spółki z innowacyjnych branż, takich jak biotechnologia, IT czy nowe technologie. Po pewnym czasie branża biotechnologiczna stała się na tyle popularna, że giełda utworzyła indeks Life Science grupujący spółki z tej branży.

W związku z rosnącą liczbą spółek z w/w branż nie możemy ich już uznać jako branże nietypowe. W obecnej chwili mamy szeroki przekrój spółek z różnych dziedzin, począwszy od producenta gier komputerowych, przez spółkę logistyczną, po klub piłkarski. Inwestorzy w dalszym ciągu mają pewne preferencje odnośnie branż, w które chcieliby zainwestować, jednakże jeżeli spółka posiada mocne fundamenty, stabilne wyniki finansowe i ustaloną strategię rozwoju, to nie ma większego znaczenia z jak bardzo „nietypowej branży” się wywodzi.

DS: Jaki jest profil przeciętnego inwestora na NC? Czy Spółki z NC są popularne wśród długoterminowych inwestorów, czy raczej przekonują spekulantów?

GW: Na rynku NewConnect dominują inwestorzy indywidualni, inwestujący krótkoterminowo, często spekulacyjnie, oczekując na szybki wzrost kursu akcji.



Wiele spółek określa swoją obecność na rynku NewConnect jako tymczasową i już w dniu debiutu deklaruje zamiar przeniesienia się w perspektywie dwóch, trzech lat na rynek regulowany. NewConnect jest w tych sytuacjach z reguły wybierany jako szybszy i tańszy rynek, który uczy jak funkcjonować jako spółka publiczna.



Duże wahania kursu, podwyższone ryzyko inwestycyjne oraz niska płynność akcji, która znacznie utrudnia sprzedaż posiadanego pakietu akcji, są głównymi powodami braku popularności rynku NewConnect wśród inwestorów długoterminowych.

DS: Czy rynek NewConnect można polecić jedynie inwestorom o niewielkiej awersji do ryzyka? Jaką część kapitału doradza Pan przeciętnemu inwestorowi przeznaczyć na zakup niewielkich spółek?

GW: NewConnect jest odpowiedzią na potrzeby inwestorów, zarówno indywidualnych jak i instytucjonalnych, zainteresowanych inwestycjami o podwyższonym ryzyku, dającymi możliwość osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków. Inwestorzy angażujący się na rynku NewConnect muszą mieć świadomość, że wyższy potencjał wzrostu notowanych spółek oznacza jednocześnie podwyższone ryzyko inwestycyjne. Ta cecha wynika ze specyficznego profilu notowanych spółek. Wyższe ryzyko jest związane przede wszystkim z tym, że na rynku alternatywnym notowane są małe, często bardzo młode podmioty o krótkiej historii działalności posiadające niską płynność. Każdy inwestor powinien sam rozstrzygnąć, jaki poziom ryzyka akceptuje i ile jest w stanie zainwestować w spółki notowane na rynku NewConnect. Oczywiście każdy inwestor powinien pamiętać o dywersyfikacji portfela inwestycyjnego i z pewnością nie inwestować całego kapitału w spółki działające w branżach o podwyższonym ryzyku.

DS: Na jakie kluczowe kwestie inwestor powinien zwrócić uwagę przed zakupem akcji spółki notowanej na NC – tak, aby uniknąć rozczarowani dużym spadkiem ich ceny?

GW: Podejmując decyzje inwestycyjne na rynku NewConnect, należy się kierować podobnymi zasadami co przy każdej innej inwestycji. Uwagę wielu inwestorów przyciąga możliwość osiągnięcia dużych zysków w krótkim czasie. Należy jednak pamiętać, iż aby skutecznie inwestować potrzebna jest wiedza, wnikliwa analiza, cierpliwość i odrobina szczęścia, w przeciwnym wypadku można się boleśnie rozczarować.

W pierwszej kolejności Inwestor powinien szczegółowo zapoznać się z Dokumentem Ofertowym, jeżeli ma zamiar wziąć udział w ofercie prywatnej, bądź z Dokumentem Informacyjnym, jeżeli ma zamiar nabyć akcje na rynku wtórnym. Dokument Informacyjny stanowi jedno z wielu źródeł informacji, na podstawie którego inwestorzy oceniają atrakcyjność oferty emitenta. Aby trafnie wybrać spółkę, w którą zamierzamy zainwestować, inwestor powinien rozpocząć analizę od sprawozdania finansowego, należy zwrócić uwagę, czy spółka z roku na rok zwiększa swoje przychody i zysk netto, jaka jest struktura zadłużenia i jak spółka prezentuje się na tle konkurencji.

Następnie należy przyjrzeć się strategii rozwoju oraz celom emisyjnym spółki określonym w Dokumencie Informacyjnym. Inwestor powinien na bieżąco śledzić komunikaty spółki związane z realizacją celów



Na rynku NewConnect dominują inwestorzy indywidualni, inwestujący krótkoterminowo, często spekulacyjnie, oczekując na szybki wzrost kursu akcji.



Niestety zdarzają się jednak sytuacje, gdy nawet kompleksowa analiza dokumentów spółki nie zagwarantuje nam powodzenia inwestycji.





Brak komunikacji z rynkiem jest działaniem krótkowzrocznym, ponieważ spółki nie biorą pod uwagę faktu, że budowanie zaufania inwestorów jest warunkiem koniecznym do powodzenia ewentualnych kolejnych emisji akcji.



i wydatkowaniem środków pozyskanych z oferty. Warto także przyrzeć się osobom wchodzących w skład organów zarządzających i nadzorujących ze szczególnym uwzględnieniem ich wiedzy i doświadczenia. Inwestorzy powinni także przeanalizować czynniki ryzyka, gdzie emitent wskazuje inwestorom zidentyfikowane obecne i ewentualne zdarzenia, które mogą mieć wpływ na jego działalność lub osiągnięte wyniki finansowe.

Niestety zdarzają się jednak sytuacje, gdy nawet kompleksowa analiza dokumentów spółki nie zagwarantuje nam powodzenia inwestycji.

DS: Jak zmieniały się obroty na NC przez ponad 3 lata funkcjonowania tego rynku? Czy można powiedzieć, że inwestorzy przekonali się do tego sposobu na lokowanie kapitału?

GW: W 2010 roku padły nowe rekordy obrotów na rynku NewConnect, a spółka Nicolas Games znalazła się w gronie 20 spółek o najwyższych obrotach na całym rynku. W 2010 roku obroty akcjami spółek z rynku alternatywnego przekroczyły 3,5 mld zł. W 2009 roku wartość obrotów była trzykrotnie niższa. Wzrost obrotów na NewConnect wynika przede wszystkim ze zwiększenia liczby notowanych spółek. Na wartość obrotów niewątpliwie wpłynęło także pojawienie się na rynku inwestorów instytucjonalnych, chociaż to w dalszym ciągu transakcje klientów indywidualnych decydują o wielkości obrotów. Fundusze inwestycyjne pojawiły się w akcjonariacie ok. 20 spółek notowanych na NewConnect – przekraczając próg 5% głosów na Walnym Zgromadzeniu, jednakże ilość spółek, w akcjonariacie których znajdują się fundusze, być może jest znacznie większa. W bieżącym roku możemy spodziewać się wzrostu zainteresowania inwestycjami w spółki NewConnect przez fundusze inwestycyjne.

DS: Czy płynność na rynku NewConnect jest zadawalająca? Jak duży odsetek spółek może pochwalić się w miarę płynnym kursem?

GW: Problem niskiej płynności towarzyszy rynkowi NewConnect od samego początku jego istnienia. Należy jednak zwrócić

uwagę na fakt, iż dotyczy on nie tylko rynku NewConnect. Również spółki z indeksu sWIG80 borykają się z tego typu problemami. Na szczęście dynamiczny rozwój rynku NewConnect spowodował znaczącą poprawę płynności spółek na nim notowanych. Główne czynniki, które na to wpłynęły, to przede wszystkim większe emisje akcji oraz coraz większe zainteresowanie rynkiem NewConnect zarówno ze strony inwestorów indywidualnych, jak i instytucjonalnych. Nie bez znaczenia pozostaje także poprawiająca się jakość notowanych spółek oraz ich rynkowa wartość. Liczę na to, że z czasem coraz większy odsetek podmiotów funkcjonujących na NewConnect będzie cechować zadowalająca płynność ich walerów.

DS: Zdarzają się na NewConnect Spółki, które przeciągają realizację projektów, na które pozyskały kapitał, kusząc inwestorów wizją świetlanej przyszłości. Czy są to powszechne praktyki? Czy powinna być tu większa rola nadzoru?

GW: W mojej opinii nie są to powszechne praktyki. W wielu przypadkach na realizację celów emisyjnych należy poczekać, czasem znacznie dłużej niż jest to określone w pierwotnych założeniach spółki w Dokumencie Informacyjnym. Przyczyn można szukać po stronie Spółki – błędne oszacowanie własnych możliwości, czy stworzenie nierealnego planu inwestycyjnego, ale niejednokrotnie jest to wynikiem działania czynników zewnętrznych – takich jak pogorszenie koniunktury w branży.

Spółka w Dokumencie Informacyjnym z reguły informuje, że istnieje ryzyko opóźnienia realizacji strategii, inwestorzy, podejmując decyzje inwestycyjne, powinni być świadomi istnienia tego typu ryzyka. Zdarzają się przypadki, w których spółki nie realizują zakładanych planów np. ze względu na pogorszenie się koniunktury w branży, której działają.

Moim zdaniem regulacje wdrożone przez GPW spełniają swoją rolę, a wprowadzenie szerszego zakresu nadzoru może jedynie ograniczyć dynamiczny rozwój rynku. Ponadto rynek NewConnect z założenia miał podlegać mniej rygorystycznym wymogom. Gdyby został poddany szerszemu nadzorowi, nie spełniałby swojej pierwotnej roli, straciłby swój alternatywny charakter.

DS: Wielu inwestorów narzeka na kiepską politykę informacyjną spółek notowanych na NC. Czy jakieś środki zostały podjęte, aby to zmienić? Jeśli nie, jak według Pana można polepszyć tę sytuację?

GW: Sytuację poprawiło wprowadzenie obowiązkowych raportów kwartalnych wraz z komentarzami Zarządu odnośnie prowadzonej działalności. Także wprowadzenie Dobrych Praktyk spółek notowanych na rynku NewConnect poprawiło jakość komunikacji emitentów z inwestorami, poprzez chociażby utworzenie „relacji inwestorskich” na stronie internetowej spółki i umieszczenie na stronie aktualności, które ze względu na swój charakter nie mogą być publikowane jako raport bieżący. Stosowanie nawet podstawowych narzędzi relacji inwestorskich informujących o działaniach emitenta buduje zaufanie, obniża koszt kapitału i przybliża do osiągnięcia pełnej wyceny spółki.

Ponadto spółki często współpracują z agencjami PR, które dbają o wizerunek emitentów na rynku. Współpraca z podmiotami wyspecjalizowanymi w zakresie relacji inwestorskich może znacznie poprawić komunikację emitenta z inwestorami, ponadto uważam, że zatrudnienie, bądź delegowanie osoby odpowiedzialnej za relacje inwestorskie oraz prowadzenie polityki informacyjnej może zwiększyć wiarygodność informacji oraz zdobyć zaufanie inwestorów.

Brak komunikacji z rynkiem jest działaniem krótkowzrocznym, ponieważ spółki nie biorą pod uwagę faktu, że budowanie zaufania inwestorów jest warunkiem koniecznym do powodzenia ewentualnych kolejnych emisji akcji.

DS: Istnieje możliwość pozyskania środków z Unii Europejskiej w celu przeprowadzenia debiutu giełdowego. Czy dużo spółek decyduje się na takie rozwiązanie?

GW: Coraz więcej spółek korzysta z tego typu dofinansowania, jednak wiedza na temat pozyskiwania funduszy unijnych jest ciągle bardzo mało powszechna wśród spółek chcących przeprowadzić ofertę akcji. Jako Autoryzowany Doradca staramy się popularyzować możliwość pozyskania dotacji na przeprowadzenie oferty i debiut. Dotacja unijna z działania 3.3.2 przeznaczona jest na usługi doradcze w zakresie przygotowania dokumentacji i analiz, niezbędnych do pozyskania inwestora zewnętrznego, w związku z czym może zostać przeznaczona na refundację kosztów poniesionych na sporządzenie Dokumentu Informacyjnego, prezentacji inwestycyjnej, czy innych dokumentów związanych z ofertą akcji i procesem upublicznienia spółki. Pozyskanie dotacji umożliwia spółkom ograniczenie kosztów i osiągnięcie maksymalnych korzyści z przeprowadzonej oferty. ■



Pytanie za bilion euro

O tym, że w strefie euro nie dzieje się zbyt dobrze, wiadomo było już od ubiegłego roku. Zaczęło się w kwietniu 2010 od Grecji, która była bliska ogłoszenia niewypłacalności. Jednak wnioski z tej lekcji nie zostały wyciągnięte i po siedmiu miesiącach w tarapatach znalazła się Irlandia. Pod koniec listopada 2010 dwaj kredytodawcy ostatniej instancji – UE oraz MFW - przyznali Irlandczykom warty 85 mld EUR pakiet pomocowy. To także nie nauczyło wiele przywódców UE, którzy zapewne potrzebowali poważniejszej lekcji.

BARTOSZ BONIECKI

23 marca br. mniejszościowy rząd Portugalii nie zdołał przeforsować pakietu oszczędnościowego. Jego celem było sprowadzenie deficytu do pożądanego poziomu 4,6% w relacji do PKB. Na drodze do tego celu (byłemu już) premierowi Socratesowi stanęła opozycyjna partia PSD. Naturalnym następstwem fiaska cięć w budżecie jest sięgnięcie przez Portugalię po pakiet pomocowy (bailout). Jego wielkość szacuje się w przedziale 50-100 mld EUR.

Są to ciężary finansowe do uniesienia przez kasy UE i MFW. Europejczy przywódcy, nie czując konieczności zmian, przesunęli decyzje o dokapitalizowaniu EFSF na czerwiec, skupiając się na pakcie Euro Plus. Wzrosty na giełdach w przedostatnim tygodniu marca świadczą o tym, że rynek przestał bać się kryzysu dłużnego. Czy jednak rzeczywiście skończy się na Portugalii?

Tabela 1. przedstawia ranking 6 państw, które najczęściej wymienia się w kontekście kryzysu dłużnego. Wybrałem osiem wskaźników, które mogą zasygnalizować słabe punkty gospodarek tych państw. 7 plusów i minus (przy opisach kolumn) pokazują kierunek zależności pomiędzy wskaźnikiem, a wrażliwością konkretnego kraju na ryzyko. Wszystkie zmienne wyrażono w postaci wystandardyzowanej, czyli są bezpośrednio porównywalne i można je sumować.

JKP to jednostkowe nominalne koszty pracy (+, czyli zależność proporcjonalna), a relacja D/PKB(+) wyraża deficyt publiczny w % produktu krajowego brutto. Z kolei 10Y B +) i CDS(+) to odpowiednio rentowności 10-letnich obligacji i kwotowania swapów CDS. Odzwierciedlają opinię inwestorów rynków dłużnych na temat tych państw. U(+), I(+) oraz Z_K(+) są miernikami: bezrobocia, inflacji i odsetka złych kredytów.

Tabela 1. Wskaźniki słabości wewnętrznych oraz zewnętrznych krajów.

	JKPn (+)	D/PKB (+)	10Y B (+)	CDS (+)	U (+)	I (+)	Z_K (+)	T/PKB (-)	Ranking
Grecja	0,32	1,58	1,89	1,88	0,37	2	1,58	0,16	9,46
Hiszpania	0,53	0,46	-0,54	-0,7	2,27	0,93	-0,03	-0,09	3,01
Irlandia	-0,08	1,32	1,05	0,62	0,57	-0,93	-0,03	-0,37	2,89
Portugalia	0,73	-0,01	0,36	0,38	-0,07	0,86	-0,83	0,33	1,09
Włochy	0,73	-1,07	-0,67	-0,93	-0,65	-0,68	1,58	1,86	-3,55
Belgia	-2,13	-0,87	-0,85	-0,79	-0,69	0,66	-0,83	2,27	-7,77

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: D.Gros, T. Mayer, *How to deal with sovereign default in Europe: Create the European Monetary Fund now!*, "Policy Brief", 202/2010; E. Parisi-Capone, Ch. Menegatti, N. Roubini, *Comparing Spain With Ireland and Other PIIGS: Better in Some Ways, More at Risk in Others*, Roubini.com.

Wreszcie, T/PKB(-) pokazuje dochody z podatków w relacji do PKB. Podatki działają jak automatyczny stabilizator.

O ile „pierwszeństwo” Grecji nie dziwi – długo pracowała na tą pozycję – o tyle drugie miejsce Hiszpanii jest nieco zaskakujące. Kondycja gospodarcza tego kraju (a dokładniej wybrane jej obszary) jest gorsza niż w przypadku Irlandii czy Portugalii! Kiepsko wypadły koszty pracy, bezrobocie, a także inflacja. Pozostałe obszary też nie podniosły oceny. Największy „wkład” w miejsce na podium miało szalejące bezrobocie, które sięga ponad 20%.

Jakie wnioski płyną z rankingu? – Przede wszystkim wymienione państwa należą do dwóch grup: PIG (Portugal, Ireland, Greece) i BIS (Belgium, Italy, Spain). Pierwszą stanowią kraje, które już stały się ofiarami kryzysu dłużnego, a drugą – państwa kandydujące do tej roli. W najgorszej sytuacji jest Grecja, która uzbierała ponad 9 punktów. Druga Hiszpania legitymuje się trzykrotnie niższym (lepszym) od Grecji wynikiem na poziomie 3,01. To i tak dużo, a przynajmniej więcej od Portugalii i Irlandii. Z kolei Włochy i Belgia, mimo wyraźnych kryzysów politycznych (kłopoty z prawem Berlusconi i niemal 300 dni bezkrólewia w Belgii), wydają się (jeszcze) być w bezpiecznej odległości.

Jeżeliby te kraje miały zwrócić się po pomoc finansową do UE czy MFW, pieniędzy na ratunek nie wystarczy. Ostrożne szacunki mówią o skali pomocy dla Portugalii rzędu 50-100 mld EUR. Doświadczenia Irlandii pokazały, że właściwe koszty mogą być nawet dwuipółkrotnie wyższe. To oznaczałoby nawet 250 mld euro dla Portugalii. Przy proporcjonalnie większej pomocy dla Hiszpanii, rachunek wystawiony UE przez inwestorów sięgnąłby 1,25 bln euro. Pytanie za bilion brzmi więc: czy skończy się na Portugalii? ■



Północnoafrykańska Wiosna Ludów

Po pierwszych zamieszkach w Egipcie przeczytałem gdzieś, że Amerykanie mieli kilkadziesiąt scenariuszy opracowanych na wypadek rewolucji w Iranie, natomiast ani jednego na okoliczność podobnego procesu w Afryce Północnej. Można się oczywiście oddać refleksji, że niespodziewane zjawiska są chyba jedynym, co się kiedykolwiek dzieje na świecie, można jednak również wykorzystać ten czas, żeby przyjrzeć się sytuacji Afryki z ekonomicznego punktu widzenia i spróbować zrozumieć, jakich zjawisk jesteśmy świadkami teraz, a jakich możemy być w przyszłości.

MACIEJ PYKA

Na początek

Porzucmy złudzenie, że powodem rewolucji w Afryce Północnej jest wolność, równość i braterstwo. Nie mówię tego dlatego, że jak niektórzy zachodni politycy odmawiam światowi arabskiemu praw do demokracji. Absolutnie nie – wszystkie narody powinny mieć prawo decydować, kto nimi rządzi. Chodzi mi raczej o to, że zamieszki wywołane są przede wszystkim z powodów czysto ekonomicznych; pogorszenie warunków życiowych jest dużo większą motywacją do demonstracji niż kolejne dekady z ciągle tym samym władcą. Polski komunizm również

nie chwiał się za Gierka, ale w atmosferze gospodarczej stagnacji lat osiemdziesiątych.

Nie czarujmy się, zamieszki w Afryce Północnej z romantycznym zrywem wolnościowym mają tyle wspólnego, co większość rewolucji w historii ludzkości, czyli nic. Do czynienia mamy po prostu z buntem głodnych, bezrobotnych, biednych i pozbawionych perspektyw ludzi, którzy chcą swoją złość wyładować na rządzących, ponoszących mniejszą lub większą odpowiedzialność za zapaść ich kraju. Innymi słowy źródła afrykańskiej wiosny ludów powinno się poszukiwać przede wszystkim w czynnikach ekonomicznych. Sytuacja jest co prawda na tyle zmienna, że

opisywanie jakichkolwiek krótkoterminowych trendów może się przerodzić w pracę archiwisty, jednak u podstaw obecnego stanu rzeczy stoją również zjawiska charakteryzujące światową gospodarkę od dłuższego czasu.

Niedawno zetknąłem się z katastroficzną prognozą (bo tylko takie mają szansę dostać się do druku) mówiącą, że fala wzrostu cen żywności doprowadzi w najbliższych latach do zamieszek w najbiedniejszych krajach świata. Całkiem prawdopodobne wydaje się, że Afryka Północna będzie pierwszym przejawem tego nowego trendu. Można oczywiście powiedzieć, że obecne ceny to wina naturalnych kataklizmów oraz spekulacji, jednak, co gorsza, za podwyżkami stoją również czynniki instytucjonalne. Obywatele krajów rozwijających się bogacą się szybko i wreszcie zaczęło się to przekładać na zmiany w ich dietach. Problemem nie jest tylko to, że jedzą więcej, ale że z pożywienia na bazie zbóż przerzucają się na mięso, którego pro-

dukcja wymaga dużo większych nakładów wspomnianych roślin. Aby otrzymać kilogram mięsa potrzeba siedmiu kilogramów zboża, więc popyt na to ostatnie znacznie się zwiększył w wyniku wspomnianych zmian, co naturalnie musiało odbić się na cenach. Wzrosty te odczuwane są najbardziej przez tych, których dieta jest oparta głównie na zbożach, a więc przez najbiedniejszych. Jeżeli dodać do tego szaleństwo z biopaliwami, które jeszcze bardziej ogranicza ilość roślin, które zjedzone zostaną przez ludzi, oraz wspomniane czynniki pozainstytucjonalne, to otrzymujemy 25-procentowy wzrost cen żywności w 2010. Jest to uciążliwe dla obywatela Zachodu, jednak dla mieszkańca Afryki Północnej, którego wydatki na żywność stanowią dużo większy odsetek domowego budżetu, jest to już powód do demonstracji.

Nie należy zapominać również o ogólnym stanie gospodarek Afryki Północnej. Kryzys gospodarczy zawitał także tutaj, przekładając się na bezrobocie, zaś wysokie ceny ropy z pewnością nie pomagają uspokoić społecznych rozruchów. Dodatkowo w krajach tych miejsce miała zmiana pokoleniowa, a młodzi obywatele mają już dosyć bycia pozbawionym perspektyw Trzecim Światem.

Co więcej, niebezpieczne w obecnym procesie jest to, jak wiele kanałów transmisji na inne państwa on posiada. Mniej lub bardziej restrykcyjne reżimy, podobne do tych, jakie właśnie upadają w Afryce Północnej, znaleźć można w wielu krajach arabskich, więc do zamieszek dojść może również w państwach, które są eksporterami ropy. Problem polega na tym, że wiele skostniałych monarchii czy rządzących po 30 lat prezydentów (podobnymi okresami sprawowania władzy mogą pochwalić się tylko burmistrzowie w niektórych polskich małych miasteczkach) subsydiuje drogie paliwo dla swoich poddanych, żeby ukryć fakt ogólnej gospodarczej stagnacji. Przychodzi to łatwo w roponośnej Libii, gorzej w krajach takich jak Egipt, które są importerami netto czarnego złota. Obecne zamieszki już podbiły cenę ropy, a jeśli arabscy władcy ostatecznie skapitulują przed prawami rynku i cofną dopłaty, może dojść do kolejnych rewolucji. Niepokoje te stanowią będą następne głązy w lawinie, która ogarnie świat arabski, a może nawet niektóre spośród krajów rozwijających się w Azji czy Ameryce Południowej. Chiny już wysłały na libijskie wody kilka swoich jednostek biorących udział w manewrach w tym regionie. Oficjalnie chodzi im o bezpieczną ewakuację własnych obywateli żyjących w tym kraju, jednak prawdopodobnie chcą oni również z bliska zobaczyć zjawisko, którego obawiają się we własnym państwie.



Co afrykańska wiosna ludów oznaczać może dla Europy?

Przed wszystkim zalew nielegalnych imigrantów. Mimo że oczywiste jest, iż mieszkańcy Afryki Północnej będą chcieli uciec z rejonów zagrożonych zamieszkami, to nie należy zapominać, że i wcześniej mieli oni powody, aby opuścić swoje biedne ojczyzny i zamieszkać w europejskiej ziemi obiecanej. Podstawowa zmiana polega na tym, że upadające afrykańskie reżimy miały z Europą porozumienia, hamując te migracje. Chociaż obecnie najchętniej usunąłby go ze wszystkich wspólnych zdjęć, Silvio Berlusconi był do niedawna bliskim przyjacielem Muammara Kaddafiego i współpraca obu panów obowiązywała również w kwestii nielegalnych imigrantów. Libia jest czymś w rodzaju bramy do Europy i kieruje się tam wielu Afrykańczyków min. z Nigeru i Sudanu, którzy chcą na Starym Kontynencie szukać lepszej przyszłości. Z Libii starają się oni przedostać do Włoch, skąd mogą już swobodnie podróżować po całym terytorium Wspólnoty. Dotychczas reżim pułkownika kontrolował to zjawisko (okazjonalnie strasząc nim Europejczyków, jeśli akurat potrzebował karty przetargowej), więc nietrudno się domyślić, co stanie się, gdy rejon ten ogarnie chaos.

Jak to wszystko wpłynie na Polskę? Ciężko sobie wyobrazić, żeby afrykańscy imigranci obrali sobie za cel akurat nasz kraj, zwłaszcza jeśli do wyboru mają państwa takie jak Francja czy Niemcy. Polska

skutki rewolucji odczuć może nieco określoną drogą. Europa od zawsze związana była z południowym wybrzeżem Morza Śródziemnego, więc chociażby z czysto ekonomicznych pobudek nie pozostawi tego rejonu samemu sobie. Już dzisiaj nieoficjalnie mówi się, że Unia na pomoc Afryce Północnej przeznaczy pieniądze, które miały pójść na Partnerstwo Wschodnie – firmowany przez nasz kraj projekt zacieśniania współpracy z krajami takimi, jak Ukraina czy Mołdawia. Generalnie, cała nasza prezydencja w Unii może upłynąć pod znakiem Afryki Północnej, a polscy politycy będą zmuszeni zajmować się tematem, który jest dla nich odległy, zaś dla samego kraju niezbyt istotny.

Krótko mówiąc

Przyszłość nie maluje się w jasnych barwach. Europejska, a szerzej patrząc, światowa gospodarka, będzie musiała się zmierzyć z kolejnymi zawirowaniami akurat, gdy zaczynała się podnosić po ostatnim kryzysie. Wyższe ceny ropy, fale imigrantów i niepokoje społeczne będą karą za ignorowanie Afryki Północnej i zakładanie, że w miarę stabilny dyktator jest w zasadzie dobrym partnerem biznesowym.

Oczywiście wszystko to jest jedynie domysłem – jak już wspomniałem na początku – przeważnie dzieją się rzeczy, które nie zostały uwzględnione w żadnych prognozach. Najlepiej świadczy o tym fakt, że kiedy zaczynałem pisać ten artykuł, największym problemem Japonii był powolny wzrost gospodarczy. ■



CO SŁYCHAĆ NA WALL STREET?

Korekta okazją do kupna akcji

PIOTR KUCZYŃSKI

Wreszcie przyszła pora na korektę na rynku akcji. Piszę „wreszcie”, bo im dłużej rosną indeksy, tym większy jest strach przed korektą. W tej sytuacji bykom, paradoksalnie, pomaga to, że gracze postanawiają zrealizować część zysków. Problemem jednak był powód pojawienia się korekty, bo w oczy inwestorom zajął strach.

Nie chodziło o dane makro, bo one były mniej więcej zgodne z prognozami. Co w takim razie wystraszyło obóz byków? Perspektywa rozlewania się niepokojów poza Libię, Egipt, Tunezję itp. Inwestorzy obawiali się, że „zima ludów” zawita i do krajów takich jak Arabia Saudyjska czy Bahrajn. Nie muszę pewnie mówić, co stałoby się z ceną ropy, gdyby tak się stało. Poza tym w Iranie aresztowano liderów opozycji po tym jak zapowiedzieli na wtorek protesty. Widać było, że do spokoju na Bliskim Wschodzie i w Afryce Północnej jest jeszcze daleko.

Były też i inne czynniki. W Chinach nieoczekiwanie odnotowano w lutym deficyt handlowy, w Japonii PKB spadł w czwartym kwartale o 1,3%, a agencja ratingowa Moody's obniżyła Hiszpanii rating. W końcu potężne trzęsienie ziemi uderzyło w Japonię, za nim poszły fale tsunami, a potem pojawił się problem japońskich elektrowni nuklearnych. Szczególnie niepokoiło czekanie na wstrząsy wtórne, które mogły dokonać dzieła zniszczenia.

I bez tego jednak pożary w japońskiej elektrowni doprowadziły część świata do prawie hysterii z powodu obaw o promieniowanie. Mocno przysłużyły się niedźwiedziom wypowiedzi Guenthera Oettingera, unijnego komisarza ds. energii. Powiedział on, że sytuacja w Japonii jest „faktycznie poza kontrolą” i „w kolejnych godzinach mogą mieć miejsce dalsze katastroficzne wydarzenia”. Poza tym Międzynarodowa Agencja Energii Atomowej oświadczyła, że w czterech reaktorach uszkodzone są rdzenie. W domyśle – grozi to potężnym skażeniem radioaktywnym.

Na domiar złego w Bahrajnie ogłoszono stan wyjątkowy, a wojska saudyjskie wkroczyły do tego kraju z braterską pomocą. Przypominam, że system bankowy Bahrajnu ma zobowiązania na kwotę 168 mld USD w stosunku do banków spoza tego kraju. Można do tego wszystkiego dodać jeszcze to, że agencja ratingowa Moody's obniżyła rating Portugalii. Jest takie powiedzenie z Wall Street: when in doubt sell out (kiedy masz wątpliwości, to sprzedawaj). Dlatego indeksy spadały.

W ostatniej dekadzie marca giełdy zaczęły redukować skalę spadków. Wspólna interwencja G-7 na rynku walutowym w celu osłabienia jena po to, żeby pomóc gospodarce japońskiej oraz rezolucja Rady Bezpieczeństwa ONZ zawierającej zakaz lotów nad Libią i żądanie zawieszenia ognia skierowane do obu stron konfliktu były czymś, co graczom się spodobało. Wojna w Libii podnosiła ceny

ropy, ale wzrost był umiarkowany. To nawet mogło pomagać bykom (drożały akcje w sektorze surowcowym). Gracze liczą na szybką wygraną koalicji i mogą się przeliczyć, ale jeśli Muamar Kaddafi nie zacznie podpalać instalacji wydobywczych, to ten problem będzie pod kontrolą.

Warto jeszcze spojrzeć na rynek walutowy. Graczom bardzo się spodobały wyniki szczytu strefy euro. Postanowiono tam wstępnie przyjąć pakt o konkurencyjności, przewidujący m.in. liberalizację sztywnych rynków pracy, wprowadzenie mechanizmów wolnorynkowej konkurencji do sektora usług i zwiększenie wydajności pracy. Zgodzono się też na powiększenie zakresu działania europejskiego funduszu stabilizacyjnego (EFS). Teraz będzie mógł on kupować nowe obligacje państwowe (następny drukarz pieniędzy). Zmniejszone zostało też oprocentowanie pożyczek udzielanych Grecji. To wszystko doprowadziło do dużych wzrostów kursu EUR/USD. Osłabienie dolara jest tym, na co ciągle liczy administracja amerykańska i Fed. Słabszy dolar będzie pomagał gospodarce USA.

Walka byków z niedźwiedziami była w marcu pasjonująca. Chodziło nie tylko o anulowanie wyłamania dołem z kanału trendu – to się nie udało i powstał sygnał sprzedaży. Chodziło też o niedopuszczenie do przebiecia średniej 50. sesyjnej (okolice 1.300 pkt.). Gracze w USA bardzo mocno wierzą, że średnia ta jest zamiennie oporem (jeśli indeksy jest poniżej) lub wsparciem (jeśli jest powyżej). Bykom obrona tego wsparcia też się nie udało, ale ja bym tego nie traktował jako średnioterminowego sygnału sprzedaży. Korekta była po prostu niezbędna. Jeśli nic nowego światem nie zatrzęsie, to trzeba się przygotować na testowanie szczytu z lutego (1.344 pkt.). Dopiero pokonanie tego poziomu będzie sygnałem dla kontynuacji hossy. ■



Światowy problem z żywnością

„Statystyki (jeśli im wierzyć, rzecz jasna) są przytłaczające. Ludzi na świecie, którzy kopią sobie spożywczy grób (szacunki z 2006 r. mówią nawet o miliardzie osób z nadwagą), jest obecnie więcej niż tych, którzy nie mają wystarczająco dużo jedzenia, by przeżyć (na niedożywienie cierpi 800 mln ludzi). Liczba otyłych dzieci i dorosłych w wielu krajach - w tym w USA, Kanadzie i Europie Zachodniej wzrosła trzy- lub czterokrotnie w ciągu ostatnich 30 lat. Odsetek ten zwiększa się również szybko w Azji, Ameryce Południowej, a nawet w Afryce.” (Focus, Michael Halon „Kilogramy zakaźne”, marzec 2011)

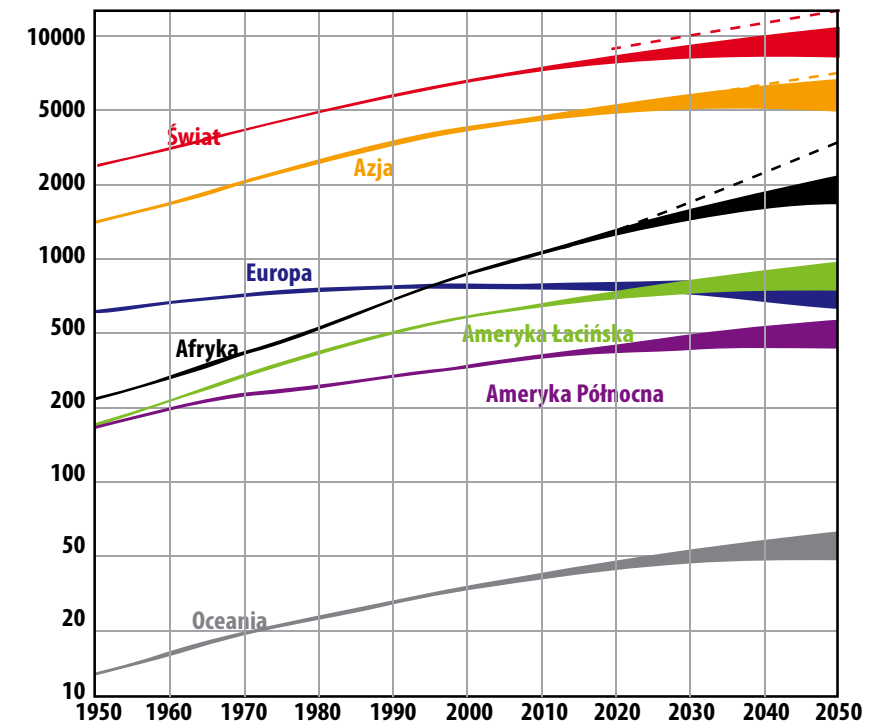
MICHAŁ BIEŃKOWSKI

To rzeczywiście ciekawe obserwacje, jeśli weźmiemy pod uwagę fakt, że ten trend może się wkrótce odwrócić. Możliwe, że już wkrótce liczba ludzi niedożywionych przegoni liczbę otyłych. Wszystko zaczęło się w zeszłym roku suszami w Rosji, a później w Argentynie, ulewami deszczami zmywającymi uprawy z powierzchni ziemi w Australii i Kanadzie. W samym Sasketchwanie (prowincja Kanady) ulewy trwały na tyle długo, że farmerzy nie mogli obsiać pszenicą 10 mln akrów pól uprawnych. Ceny pszenicy notowanej na Chicago Board of Trade wzrosły o 74% w ciągu ostatniego roku. Ceny kukurydzy wzrosły w tym samym czasie o 87%. Do już istniejących problemów z uprawami dodać należy obawy przed nadchodzącą suszą w Chinach, które są największym producentem pszenicy na świecie. Jak podaje Minister Rolnictwa Han Changfu, osiem chińskich prowincji odpowiadających za 42% krajowej produkcji tego ziarna zostało dotknięte suszami. Do małej podaży zbóż na rynkach dodaje się jeszcze nadmiar pieniądza spowodowany dodrukowywaniem pieniędzy przez Fed (quantitative easing) oraz inwestorów poszukujących wysokich stóp zwrotu przy niskich stopach procentowych. Więcej nie potrzeba do wywołania efektu owczego pędu i dalszego wzrostu cen. Jak twierdzi Jason Lejonvarn, strateg surowcowy Hermes Fund Managers z Londynu, w roku 2012 trzeba by dwóch perfekcyjnych zbiorów zbóż, aby odbudować ich zapasy do akceptowalnego poziomu. Już wiemy, że będą one dalekie od perfekcyjnych.

Od czerwca 2010 roku rosnące ceny zbóż zepchnęły kolejne 44 miliony ludzi na świat do kategorii ekstremalnie biednych. Teraz jest nas na planecie 7 mld, a do 2050 ma być 10 mld (Wykres 1), według prognoz ONZ. Co więcej, najbardziej potrzebne kraje płacą za żywność

W międzyczasie amerykańska komisja do spraw handlu kontraktami terminowymi planuje wprowadzenie ograniczeń co do ilości kontraktów kupowanych przez jednego inwestora. Miałoby to pomóc w ograniczeniu spekulacji na rynkach surowców i tym samym doprowadzić do wolniejszego wzrostu ich cen. W samym grudniu 2010 inwestorzy kupili produkty oparte na surowcach za wartość 2,6 mld USD. W porównaniu do grudnia 2009 obserwujemy wzrost napływu środków na rynki surowcowe o 160%. Taka masa pieniądza musiała znacząco wypchnąć ceny. Oczywiście zyski inwestorów to straty ponoszone przez konsumentów, zarówno tych biednych, jak i bogatych. Bogaci tego nie odczują, a biedni będą głodować jeszcze bardziej. W tym przypadku nawet wskazany byłby krach na rynkach surowców, jednak tutaj nie jest to takie oczywiste. Krachy występują po znacznym wzroście cen niepopartym fundamentalnymi zmianami w gospodarce, natomiast na rynkach żywności zmiany fundamentalne jak najbardziej są widoczne. ■

Wykres 1. Liczba ludności na świecie (w mln osób)





Wzloty i upadki MŚP na rynku NewConnect

Pozyskanie kapitału wraz z wprowadzeniem papierów wartościowych na rynek NewConnect staje się wśród polskich i europejskich firm coraz bardziej popularne. Szczególnie wśród młodych przedsiębiorstw, które nie spełniają wszystkich warunków wejścia na główny parkiet giełdowy.

AGNIESZKA GUGAŁA

Czym jest rynek NewConnect?

NewConnect jest rynkiem akcji, opartym na Alternatywnym Systemie Obrotu

(ASO) prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. od sierpnia 2007 roku. Rynki alternatywne są przeznaczone dla spółek młodych, dynamicznych i innowacyjnych. ASO oferuje

niezwykle kuszące dla emitentów niskie stawki wprowadzenia walorów do obrotu, złagodzone wymogi formalne i obowiązki informacyjne, a także tańsze funkcjonowanie na parkiecie już po debiucie spółki. Zgodnie z intencjami GPW, NewConnect stworzony został z myślą o mniejszych spółkach, posiadających krótką historię działalności i główne aktywa w postaci know-how, ale za to legitymujących się ciekawą wizją biznesową. Zainteresowane powinny być głównie spółki reprezentujące innowacyjne sektory polskiej gospodarki, oparte na aktywach niematerialnych, takich jak np. IT, media elektroniczne, telekomunikacja, biotechnologia, ochrona środowiska, energia alternatywna, nowoczesne usługi, ale także innowacyjne przedsiębiorstwa z innych sektorów.

Wejście na NC umożliwia firmom pozyskanie bezzwrotnego kapitału przy utrzymaniu kontroli nad firmą, uzyskanie szerszego dostępu do dalszych źródeł finansowania, a także wzmacnia wizerunek marki i poprawia pozycję konkurencyjną spółki. Dodatkowy kapitał umożliwia realizację określonych strategii rozwoju firmy, trudnych do osiągnięcia w oparciu jedynie o własne zasoby. Młode przedsiębiorstwa widzą w NC idealną szansę na rozwój. Dzięki dobrze zainwestowanym środkom z emisji akcji mają szansę wynieść swoją spółkę na wyższy poziom. Poza tym liczą na większą konkurencyjność i prestiż. Wchodząc na rynek NewConnect, mają okazję do promocji i wyróżnienia się z tłumu.

Rynek alternatywy ma jeszcze jeden cel - przygotowywać spółki do przejścia na główny parkiet. Od kwietnia 2010 roku wprowadzono nowy segment na rynku o nazwie NewConnet LEAD, żeby popularyzować handel na NC. Zostały w nim umieszczone największe i najpłynniejsze spółki, które mają szansę spełnić kryteria dopuszczenia na główny parkiet giełdowy.

Ile kosztuje wejście na NC?

Cały proces wejścia spółki na rynek NC wiąże się z kosztami wynagrodzenia kancelarii prawnej w zakresie zweryfikowania lub napisania odpowiednich dokumentów (np. statuty) oraz ze zbadaniem sprawozdania finansowego przez biegłego rewidenta. Do tego dochodzą koszty wynagrodzenia dla doradcy za pomoc w napisaniu dokumentu dopuszczeniowego, opłaty bezpośrednie związane z dopuszczeniem instrumentów do obrotu, itp. Ponadto, doliczyć należy prowizję od wielkości środków, pozyskanych przez podmiot, z którym firma będzie współpracować oraz koszty promowania sprzedawanych akcji na rynku kapitałowym.

Spółki chcące rozpocząć notowania własnych akcji na rynku regulowanym

muszą się liczyć z wydatkiem średnio 4,5 mln zł (dane za 2010 rok). W przypadku NewConnect wydatki są dużo niższe. Emitenci nie muszą sporządzać prospektów emisyjnych ani korzystać z usług domów maklerskich. Opłata za wprowadzenie instrumentów do obrotu jest stała i wynosi zaledwie 3 tys. zł. Identyczne koszty trzeba również ponieść w ramach opłaty rocznej, ale emitent w pierwszym roku notowań jest z niej zwolniony.

Z początkiem 2011 roku ruszył innowacyjny serwis doradczy www.boomway.pl, dzięki któremu MŚP mogą otrzymać szczegółowe informacje na temat wymogów kwalifikujących ich spółki do wejścia na NC, na temat przewidywanych kosztów czy np. optymalnego czasu debiutu. Odpowiedzi na powyższe pytania (również bezpłatnie) udzielają eksperci na co dzień zajmujący się danym tematem.

Jakie branże dominują na NC?

Obecny przekrój spółek na rynku NewConnect to prawdziwa różnorodność branż (od zaawansowanych IT po pizzerię) oraz wielkości spółek. Na ASO istnieje ok. 185 spółek pogrupowanych w 13 głównych sektorów: budownictwo, inwestycje (działalność brokerska, fundusze inwestycyjne), technologie (elektronika, przemysł elektromaszynowy), wypoczynek (restauracje, hotele), e-handel, handel, informatyka, media, nieruchomości, ochrona zdrowia, telekomunikacja, usługi finansowe oraz usługi inne.

W pierwszej połowie 2010 roku najliczniejszym sektorem rynku NewConnect były usługi inne. W tej grupie znalazło się 18 spółek. Na drugim miejscu uplasował się handel (17 spółek), a na trzecim branża technologiczna (15 spółek). Te trzy sektory zrzeszają nieco poniżej 30% wszystkich spółek. Najmniej licznym sektorem gospodarki występującym na NC jest branża telekomunikacyjna (3 spółki) i e-handel (4 spółki).

W przeciągu 2010 roku najlepsze wyniki osiągnęły firmy z sektora usług finansowych (441,35%) oraz sektor usług innych (106,46%). Trzecie miejsce pod względem najwyższej rocznej stopy zwrotu osiągnął sektor inwestycji. Natomiast najgorszy wynik zanotowała branża wypoczynku, (-53,86%), sektor nieruchomości (-42,29%) i handlu (-40,25%).

Ile spółek bankrutuje?

Rynek NewConnect startował w bardzo niesprzyjającym okresie kryzysu finansowego i odnotował wtedy duże straty. Jednak już od 2009 roku zmienił się trend i sytuacja na rynku NC stale się polepsza. W 2010 roku oprócz wzrostów nastąpiły również rekordowe obroty, a indeks NCIndex wzrósł o 38%. Wartość handlu akcja-



mi na rynku NewConnect była wyższa aż o 202% w porównaniu z poprzednim rokiem. Specyficzną cechą ASO jest nieprzewidywalność, dlatego nie każda spółka odnosi sukces na rynku NewConnect. Często nie da się przewidzieć wielkości ruchów cenowych. Ciężko jest prognozować zyski lub straty w momencie debiutu, ponieważ spółki są młode i innowacyjne. Na koniec 2009 roku na rynku NC zanotowano 107 spółek, w tym 26 debiutów. Na koniec 2010 roku liczba zanotowanych spółek wzrosła do 185, a liczba debiutów do 86.

W pierwszym półroczu 2010 r. największą stratę (91 proc.) na zamknięciu w dzień debiutu uzyskał Atlantis, firma która zajmuje się pozyskiwaniem energii ze źródeł odnawialnych (np. woda, biomasa, czy wiatr). Tak duża obniżka nie zdarza się jednak zbyt często. Drugą spółką z największą stratą (63 proc.) była Infinity, która zadebiutowała na początku lipca 2010 roku. Spółka tworzy portal społecznościowy, którego użytkownicy mają możliwość zachowania materiału genetycznego dla potomnych. Infinity jest 35 zeszłorocznym debiutem na rynku NC i 139 emitentem na tym rynku.

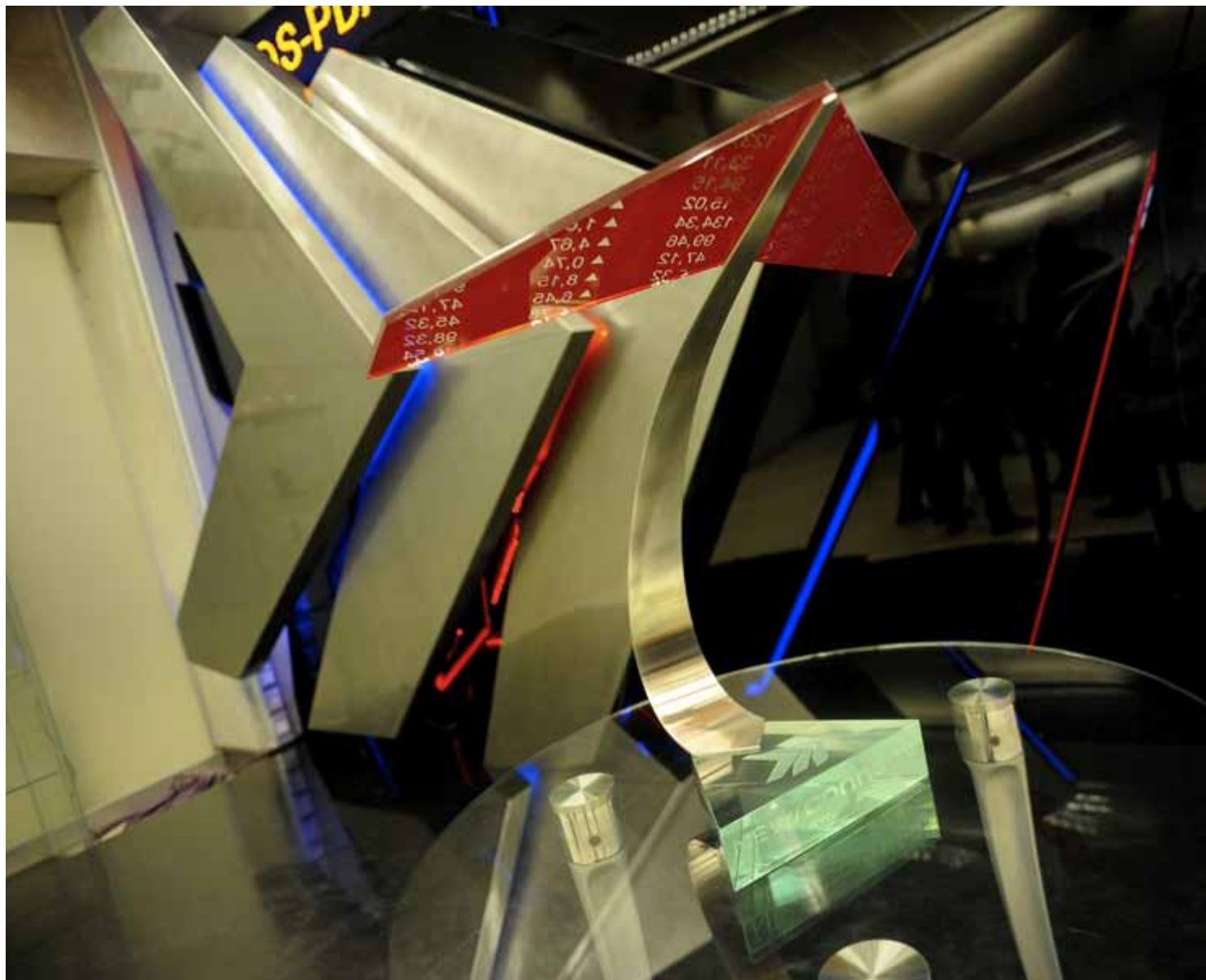
W 2011 roku największy spadek odnotowała spółka Victoria Asset Operation Centre, której wartość akcji spadła o 60 proc. Zaraz za nią, ze spadkiem nieco ponad 54 proc. uplasowała się debiutująca w styczniu spółka Nemex. Kolejną spółką, która odnotowała spadek kursu akcji o bli-

sko 50 proc. był producent przekąsek pod markami „Chrupcie” i „Lajkonik”, firma Eurosnack.

Podsumowanie

Rynek NC w Polsce rośnie w siłę i stale się rozwija. Staje się coraz bardziej dostrzegany przez przedsiębiorstwa, które nie chcą być gorsze i również planują swoje debiuty. W 2010 roku do obrotu wprowadzone zostały instrumenty finansowe 86 spółek. W gronie debiutantów znalazły się spółki z rozmaitych sektorów reprezentowane zarówno przez małe, nieznane kancelarie, jak i doświadczone domy maklerskie. Styczeń 2011 r. okazał się rekordowy – w przeciągu jednego miesiąca do obrotu wprowadzone zostały akcje 14 nowych emitentów. Świadczy to o niesłabnącej chęci spółek do wchodzenia na rynek alternatywny. Według opinii wielu analityków i zarządu GPW do końca bieżącego roku grono uczestników rynku NewConnect ma się powiększyć do około 300 spółek.

Inwestorzy powinni jednak uważać, ponieważ wśród debiutantów z 2010 roku aż 12 spółek musiało korygować prognozy swoich wyników. Skrajnym przykładem jest spółka Microtech International, która prognozowała w 2010 roku zysk na 1,1 mln zł, a ostatecznie zakończyła zeszły rok ze stratą 550 tys. zł. Zarządy tych spółek tłumaczyły niewykonanie planów przypadkami losowymi, zaostrzeniem konkurencji i pogorszeniem kondycji branży. ■



Grzechy główne NewConnect

Kolejna sesja giełdowa na rynku NewConnect. Inwestorzy z niecierpliwością oczekują na rozpoczęcie notowań ciągłych. Przecież dzisiaj debiutuje spółka X! Notowania ruszają, kurs szybuje do nieba, pełna ekstaza w mediach i na parkiecie przy Książęcej. Takie miłe wspomnienia przywołuje inwestor dla uspokojenia, gdy wystawia zlecenie sprzedaży znakomitych walorów. Kupował je za cztery złote, sprzedaje też za cztery... grosze.

MARCIN RÓŻOWSKI

Rynek NewConnect miał pierwotnie być szansą na pozyskanie kapitału dla mniejszych podmiotów. Z perspektywy czasu można najpewniej uznać jego działanie za spory sukces polskiego rynku kapitałowego. Spółki zbyt małe, by wejść na rynek główny GPW, wreszcie pozyskały inne źródło finansowania niż dług czy fundusze private equity. NC otworzył także nowe pole dla inwestorów, szczególnie tych indywidualnych. Poszukiwanie perełek obiecujących zyski idące w setki procent stało się chlebem powszednim spekulantów. Każdy debiut jest traktowany niemalże jako obietnica pewnego zasilenia rachunku.

Nic dziwnego, że, żerując na chciwości ludzkiej, szybko pojawiły się podmioty, które w pełni postanowiły wykorzystać ułomności raczkującego nadal rynku.

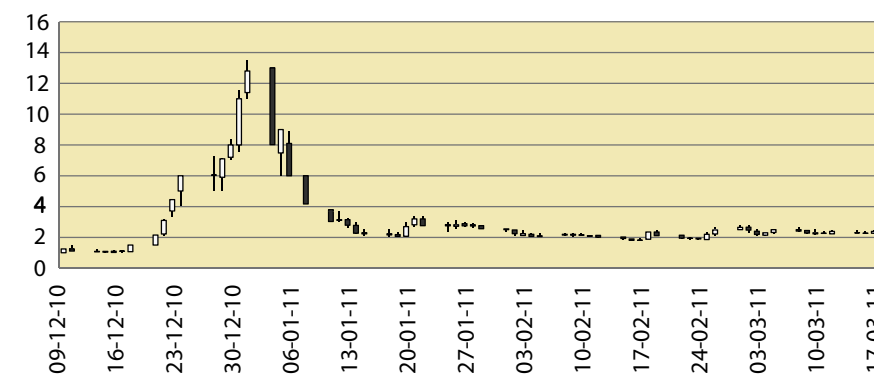
O czym mowa

NewConnect to tzw. Alternatywny System Obrotu. Jest to zorganizowane miejsce obrotu akcjami, ale poza rynkiem regulowanym prowadzonym przez GPW. Został założony w 2007 przez wspomnianą instytucję, a pierwsza sesja odbyła się 30 sierpnia 2007. Rynek pierwotnie był przeznaczony dla podmiotów reprezentujących branże szeroko pojętych nowych technologii – porównywalno go nawet do amerykańskiego NASDAQ.

Z czasem jednak stał się mini-parkietem dla mniejszych podmiotów, które albo nie spełniały kryteriów rynku regulowanego, albo obawiały się kosztów związanych z „prawdziwym” debiutem giełdowym. Na chwilę pisania artykułu na NC notowanych było 213 spółek, co w pewnym sensie potwierdza sukces warszawskiego ASO.

Na NewConnect nie liczy się wielkość czy transparentność, a pomysł i to on jest najczęstszym wabikiem na inwestorów. Spółki, które zaprezentują ciekawą ideę – tym lepszą, im bardziej wyimaginowaną – mogą liczyć na sukces. Części spółek faktycznie udaje się przebić, a pozyskany kapitał pozwala im się rozwinąć na tyle, by móc przenieść się na rynek główny. Zdarza się też, że wkrótce po debiucie papiery wartościowe danej spółki są warte tyle, ile dolar Zimbabwe. Można by rzec, zwykły rynek papierów wartościowych. Ale NewConnect ma także swoje ciemne strony, które rzucają cień na jego reputację. To o nich jest ten artykuł.

Prawa do akcji Teliani Valley - wykres dzienny



Grzech pierwszy – pusty karnet

Polska GPW nie jest rynkiem płynnym. Dzielne obroty rzadko przekraczają 1 mld złotych, co dla dużych graczy światowych jest wartością znikomą. Swobodny handel odbywa się tylko na walorach największych spółek i kontraktach indeksowych. Tymczasem miesięczne obroty na NewConnect rzadko przekraczają 20 mln złotych. Można sobie w związku z tym wyobrazić, jak niewielka jest płynność na popularnych „maluchach”, jak czasem określa się spółki z NC. Arkusze zleceń często goszczą tylko animatora danej spółki, a każde większe zlecenie może potężnie zachwiać kursem. Jest to w pewnym stopniu spowodowane brakiem widełek dynamicznych oraz szerokim rozwarciem widełek statycznych – 20% od kursu odniesienia (z możliwością rozszerzenia do 44%). Cudze zlecenie PKC (Po Każdej Cenie) może zatem z inwestora szybko uczynić zarówno bogacza, jak i biedaka. Naturalnie z podobnymi zdarzeniami mamy do czynienia także na głównym parkiecie, ale tam płynność jest jednak wyższa, a widełki dynamiczne bronią inwestorów przed skokami kursu o kilkanaście procent. Pusty karnet jest niestety wykorzystywany przez spekulantów albo do manipulowania kursem, albo do szybkiego nadmuchiwania baniek spekulacyjnych, często znacznie bardziej spektakularnych niż w przypadku spółek z rynku regulowanego. Praktycznie nie ma tygodnia, by nie pojawiła się nowa gwiazda parkietu, rosnąca bez wydawalałoby się żadnego powodu o dziesiątki procent. Oto najbardziej interesujące przykłady.

8 grudnia 2010 roku zadebiutowały na rynku prawa do akcji (PDA) spółki Teliani Valley – przedsiębiorstwa handlującego winem. Kto trzymał PDA aż do końca grudnia, mógł zarobić blisko 1729%. Znakomity prezent na święta. Problem w tym, że do końca lutego te same PDA straciły na wartości blisko 90%, praktycznie zerując wcześniejszą zwyżkę.

Co ciekawe, spektakularny wzrost odbywał się przy wolumenie symbolicznym, natomiast druga fala spadkowa to już rekordowy obrót na papierach spółki. Ten, kto spróbo-

wał złapać nóż, licząc na powrót do zwyżek, musiał w końcu lutego szukać swoich dłoni na podłodze. Warto być może zauważyć, że spółka nie poinformowała nawet na swojej stronie o fakcie debiutu na NC. Wyjątek od reguły? Niestety, raczej smutna rzeczywistość.

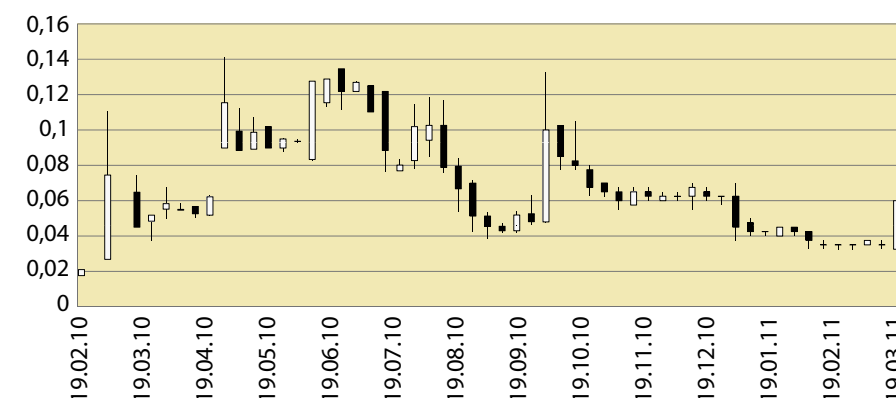
Wyliczenie nieuzasadnionych zwyżek prawdopodobnie przekroczyłyby objętość „Trendu”. Można próbować je tłumaczyć, jeśli zwyżce towarzyszą wyższe obroty, co jest sygnałem zaufania od rynku. Sytuacja przedstawia się gorzej, gdy zmiany kursu są osiągnięte dzięki tylko symbolicznej wymianie papierów. Idealnym reprezentantem jest tu sytuacja, która przydarzyła się spółce Pharmena 7 marca bieżącego roku. Kurs wzrósł o 19,25% przy obrocie wynoszącym... dwie sztuki (co przekłada się na wartość 58zł). Smaczku sprawie dodaje fakt, że spółka wchodzi w skład w zamierzeniu prestiżowego indeksu Life Science z wagą aż 30%. Skutkowało to wzrostem indeksu o ponad 5%. Trawestując popularne od blisko roku powiedzenie – jaki obrót, taki prestiż.

Racjonalny inwestor powinien unikać nie płynnych walorów. Najwyższa stopa zwrotu jest wartością zaledwie księgową, gdy inwestycji nie można zamknąć.

Grzech drugi – grosz do grosza

Spory udział wśród spółek notowanych na NC mają tzw. spółki groszowe, tj. o kursie poniżej 1 zł. Oznacza to, że zmiana kursu o jeden tick prowadzi za sobą sporą zmianę

Wykres tygodniowy Atlantis Energy



procentową kursu. A przecież to spekulanci lubią najbardziej – duży zysk, jak najszybciej. Na rynku głównym jest sporo takich spółek mających swoich wiernych fanów – najpopularniejszym „okrętem flagowym” tejże grupy był przez długi czas Bioton, wchodzący w skład indeksu Wig20 aż do grudnia 2010. Ale dopiero NewConnect okazał się on prawdziwą mekką dla łowców podobnych okazji.

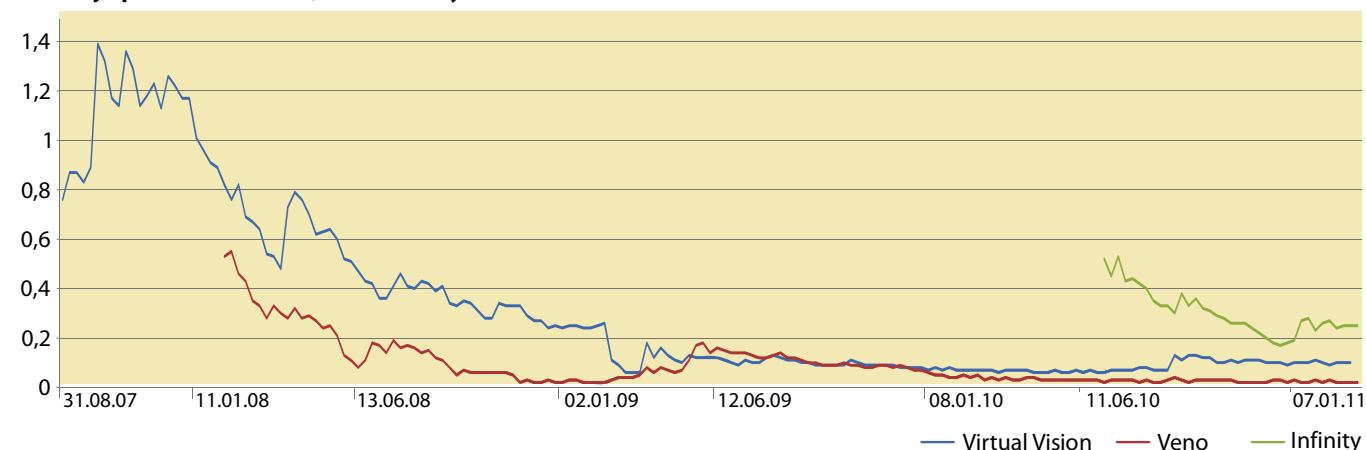
W zestawieniach spółek o najwyższych wzrostach i spadkach, sporządzanych po każdej sesji, królują właśnie takie spółki. Ilustruje to poniższa tabela, sporządzana dla największych spadkowiczów w dniu 16.03.2011:

Spółka	Spadek w procentach	Spadek w złotych	Obrót
GPFCausa	-16,67%	-0,01	32676
ATSEnergy	-14,29%	-0,02	242181
AkceptFin	12,50%	-0,15	43970
Visctoria	-11,11%	-0,01	352249
Seretrnity	-11,11%	-0,03	353772

Oczywiście to nie sam fakt, że spółka jest groszówką, powinien budzić zaniepokojenie potencjalnego inwestora. Powinien się on obawiać raczej podwyższonej zmienności, która jest determinowana przez tak niski kurs. Zwolennicy analizy portfelowej prawdopodobnie doznali by palpitacji serca, próbując skonstruować portfel z mniej popularnych spółek na NC. Jeśli dodamy do tego niską płynność, wejście w podobną spółkę niebezpiecznie zbliża się do hazardu.

Nie bez powodu spółki o niskim nominalnie rzadko są mile widziane na rynku głównym GPW. Wystarczy sobie przypomnieć, że jeden z wielkich debiutantów roku 2010, Tauron Polska Energia, został poproszony o scalenie swoich akcji przed debiutem. Władze giełdy zwyczajnie obawiały się, że cena emisyjna na poziomie 57 gr. zniechęci inwestorów instytucjonalnych

Kurs akcji spółek Virtual Vision, Veno i Infinity



i popchnie potencjalną gwiazdę parkietu w objęcia spekulantów. Spółka podzieliła te obawy i po scaleniu cena emisyjna wyniosła 5,13zł.

Grzech trzeci – gruszki na wierzbie

Z poprzednimi niedoskonałościami rynku można żyć, o czym świadczy dynamiczny rozwój NC. Brak płynności i niskie nominaly są charakterystyczne dla wielu rynków (także parkietu głównego GPW), różnią się co najwyżej skalą zjawiska. Tym jednak, co zdecydowanie negatywnie wpłynęło na reputację rynku, jest udział w obrocie spółek, które nigdy nie powinny się tam znaleźć. Przykładów jest wiele, ale podium okupują niezmiennie trzy wyjątkowo spektakularne projekty.

Pierwszym jest Virtual Vision, spółka zajmująca się w teorii tworzeniem animacji komputerowych na potrzeby kinematografii. Firma na swojej stronie internetowej stawia sobie za cel dorównanie takim tuzom z branży jak Pixar lub Dreamworks. Została założona w lipcu 2007, a już 30 sierpnia tego samego roku zadebiutowała na rynku – była więc jedną z pierwszych notowanych na ASO spółek. Inwestorzy skuszeni wizją polskiego Shreka ruszyli na zakupy, płacąc na zamknięciu 60 gr przy cenie emisyjnej 4 grosze. W szczytowym momencie za akcję płacono 1,94 zł. Dopiero w 2008 roku inwestorzy zorientowali się, że polskie ToyStory to tylko wabik na naiwnych i w przeciągu 12 miesięcy stracili spółkę do groszowego piekła – aktualnie najbardziej sprytni gracze próbują nabyć jej walory za 9 groszy, by odsprzedać za 10. A tymczasem Virtual Vision emituje kolejne akcje, ustępując pod tym względem chyba tylko pewnej spółce z GPW, która bardzo intensywnie poszukuje ropy. Co więcej, od 4 (!!!) lat szuka grafików do swojego studia. Może któryś z Czytelników pomoże?

Na miejscu drugim uplasowała się spółka Veno. „Robimy ekskluzywny samochód sportowy, piekielnie szybki, piękny i podrasowany w wersji roadster oraz coupé. Opylający w bajery —zapewnia Arkadiusz Kuch, prezes Veno ¹⁾. Te słowa obieły media

tempem, którego pewnie nie powstydziliby się projektowany samochód. Nad Wisłą zapachniało luksusem i wielkim światem, oto Rzeczpospolita miała mieć swoje Ferrari. Trzeba pamiętać przy tym, że Veno to nie General Motors, tylko fundusz typu private equity, inwestujący kapitał w projekty, takie jak opisany powyżej samochód Jamesa Bonda. Pozostałe inwestycje Veno nie są tak spektakularne, za to zostały wymiernie wycenione przez rynek. Na pierwszej, bardzo dziwnej, dodajmy, sesji za walory płacono nawet 2,18 zł, ale także... 27 groszy – ostatecznie kurs zameldował się na zamknięciu na poziomie 80 groszy. Nawet jak na NewConnect jest to zmienność „znacząca”. Od tego czasu kurs systematycznie spadał i osiągnął dno na poziomie 2 groszy za walor. Zdarzały się okresowe korekty nawet do poziomu 18 groszy, ale walor szybko wracał na należne mu miejsce. A samochód?: „Obecny etap prac jest już wysoce zaawansowany, a ukończenie prototypu jest planowane już wkrótce.” - podaje strona internetowa spółki. I tak niezmiennie od 3 lat, podczas gdy kurs wesoło „szura” po dnie.

Osiągnięcia poprzedników błędną w porównaniu do dokonań spółki Infinity S.A (obecnie Green Technology S.A). Projekt sygnowany nazwiskiem Piotra Tymochowicza, znanego specjalisty od wizerunku, przyciągnął rzesze inwestorów swoją innowacyjnością. Jeszcze przed emisją ciężko było zrozumieć, czym tak naprawdę spółka ma zamiar się zajmować, tym trudniejsze jest to teraz, pod nowym szyldem i ukierunkowaniem bardziej na ekologię. W wielkim skrócie – tworzone projekty o nazwie Solaris Gate, który miał być w zamysle portalem społecznościowym i rewolucją na miano stworzenia samego internetu. Pojawiały się wzmianki o przetwarzaniu DNA, przechowywaniu wspomnień. Spółka obiecywała ekspansję oraz ośmiocyfrowe zyski. Tymczasem w prośpekcie emisyjnym można było znaleźć informację, że do głównych rodzajów działalności spółki należy obróbka szkła, produkcja opakowań i produkcja wyrobów jubilerskich. Efekt? Spółka pozyskała z emisji blisko 3 miliony zł, a w dniu debiutu płacono za jej ak-

cje nawet 2,39 zł. To była cena maksymalna, a minimalna tegoż dnia? 1,1 zł co oznaczało spadek o blisko 63%. Inwestor zapisujący się na akcje po 3 zł (istniała także transza po 55 groszy, ale niewielu szczęśliwców otrzymało zaszczyt jej objęcia) mógł się pocieszać, że mimo wszystko nie był to największy spadek na debiucie w historii NewConnect. Palmę pierwszeństwa dzierży Atlantis Energy ze spadkiem ok. 90%, Infinity zajmuje zaś tuż po emisji wycofał się ze spółki, potęgując tylko spadki, które wkrótce rozpoczęły się na dobre. Historyczne dno uplasowało się na poziomie 15 groszy, a inwestorzy chcący za-inwestować w spółkę swoje pieniądze mogą aktualnie nabywać walory po 25 groszy. Będą oni odrabiać straty w nieskończoność – nazywa Infinity bądź co bądź zobowiązuje.

Kiedys odbije...

Czytając artykuł, można by odnieść wrażenie, że autor opisuje inwestorskie piekło. Nie jest to naturalnie prawda – rynek NewConnect pozwolił wypromować się wielu ciekawym spółkom, a przed inwestorami otworzył nowe możliwości. Niestety, skala nieuczciwości i manipulacji na metrach kwadratowych parkietu są tu duże. Przy inwestycji w spółki innowacyjne, ale też nieznane, trzeba być szalenie ostrożnym. W przeciwnym przypadku straty poniesione na akcjach będą praktycznie nie do odrobienia.

Wiele osób w takich chwilach zastanawia się nad rolą nadzoru. Czy winien się on ograniczyć wyłącznie do badania zgodności prawnej, czy może jego kompetencje powinny być szersze, z wydawaniem opinii włącznie? To temat na osobny artykuł, ale jedno jest pewne – za swoje decyzje zawsze będzie odpowiadał inwestor. I to własnymi pieniędzmi, niestety. Działa tu fascynujący mechanizm. Gdyby na pobliskim bazarze ktoś próbował nam sprzedać np. buty, dzięki którym (niby) mielibyśmy biegać dwa razy szybciej, najprawdopodobniej zadzwonilibyśmy na policję, podczas gdy na projekt Solaris Gate wykładano grube tysiące bez mrugnięcia okiem. Takie rzeczy tylko na giełdzie. ■

ODPOWIEDZIALNI ZA SUKCESY SWOICH KLIENTÓW



ZAUFAŁI NAM M.IN.:



KOMPLEKSOWA OBSŁUGA MARKETINGOWA I PR
RELACJE INWESTORSKIE DLA SPÓŁEK GIEŁDOWYCH
WŁASNE KANAŁY DYSTRYBUCJI INFORMACJI
DOŚWIADCZONY ZESPÓŁ REDAKTORÓW
DOSKONAŁA ZNAJOMOŚĆ RYNKU FINANSOWEGO I KAPITAŁOWEGO

IPO SA | e-mail: info@ipo.pl | tel.: +48 71 78 02 730

1. „Puls Biznesu”, 23.07.2008

Udany start na wysoką orbitę

Potężny pracodawca
to potężne perspektywy

www.kariera.kpmg.pl

Największe inwestycje 2010 roku

MAŁGORZATA KOSIECKA

3

Największe inwestycje krajowe

W 2010 roku inwestycje krajowe realizowano głównie w sektorach związanych z infrastrukturą, a wiele z nich współfinansowanych było za pomocą środków unijnych.

Największa inwestycja przeprowadzana była przez grupę kapitałową Lotos, która zajmowała się rozbudową Rafinerii Gdańskiej (II etap). Działania prowadzono w ramach Programu 10+ będącego kompleksowym programem modernizacji i rozbudowy rafinerii, mającego na celu zwiększenie możliwości przerobu ropy naftowej. W samym 2010 roku projekt ten pochłonął 6,3 mld złotych.

Kolejna, warta 3,8 mld złotych, inwestycja realizowana była przez PKN Orlen. Zlokalizowana we Włocławku i Płocku, największa w Polsce i jedna z największych w Europie instalacja petrochemiczna będzie wytwarzała m.in. składniki niezbędne do produkcji tkanin polarowych, elany czy też opakowań i naczyń z tworzyw sztucznych. Cały projekt został rozpoczęty w 2008 roku, a produkcja ma ruszyć już w II kwartale 2011 roku.

Trzecią największą inwestycję zrealizowały PKP Polskie Linie Kolejowe (PKP PLK) odpowiadające za infrastrukturę linii kolejowych, które na modernizację trasy Warszawa – Gdynia wydały w 2010 roku około 3,5 mld złotych. Prowadzone prace mają na celu skrócenie czasu podróży pomiędzy miastami (obecnie trwa on około 6 godzin) i mają zakończyć się w 2012 roku. Budżet całego projektu wyniesie około 10 mld złotych, z czego prawie 80 procent ma pochodzić z funduszy unijnych.

W pierwszej piątce znalazły się także: projekt węzła komunikacyjnego S8 o wartości 2,1 mld złotych, prowadzony przez Generalną Dyрекcyję Dróg Krajowych i Autostrad (GDDKiA) oraz projekt dewelopera Ebejot, który przeznaczył 1,2 mld złotych na warszawskie osiedle Skorosz. ■



3

Największe inwestycje zagraniczne

Inwestujące w Polsce podmioty zagraniczne zainteresowane były głównie przedsięwzięciami związanymi z budową nieruchomości handlowych lub biurowych.

Największa inwestycja należy do dewelopera Ikea Centre Group, który specjalizuje się w budowaniu i zarządzaniu centrami handlowymi. Spółka zajmowała się budową galerii handlowej w Łodzi, której wartość oceniono na 816 mln złotych.

Drużga z kolei inwestycja to warta 664 mln złotych farma wiatrowa o mocy 120 MW znajdująca się w wielkopolskim Margoninie. Jej budowę zajęła się portugalska Grupa EDP Renováveis, która planuje w Polsce jeszcze kilka inwestycji tego typu.

Trzecie miejsce należy do duńskiej spółki Braaten+Pedersen Plus Partners, która była deweloperem wartego około 367 mln złotych obiektu handlowo-rozrywkowego w centrum Bytomia – Agora Bytom. Budowa galerii rozpoczęła się w 2008 roku, a do użytku została ona oddana w połowie listopada 2010 roku.

W zestawieniu warto wspomnieć też o łódzkiej inwestycji osiedle Barciński Park, realizowanej przez SGI Baltis (deweloper) i wartę 335 mln złotych oraz o budowie fabryki szyb w Środzie Śląskiej - projekcie Pittsburgh Glass Works wycenianym na 200 mln złotych. ■



inwestycje.pl

Codzienna dawka informacji



GIEŁDY
AKCJE
WALUTY
FUNDUSZE
BIZNES
NIERUCHOMOŚCI
SUROWCE
KREDYTY
PRZETARGI
GOSPODARKA
TECHNOLOGIE

Cenisz swój czas i pieniądze?

Dołącz do grona 600.000 czytelników
portalu Inwestycje.pl

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

TREND

KWIECIEŃ 2011

TEMAT NUMERU

Inwestor pyta, a spółka...milczy

Rok 2010 był rekordowy dla rynku NewConnect, zarówno pod względem liczby debiutów (86), jak i wartości ofert (237 mln zł). Rynek ten staje się coraz bardziej atrakcyjny dla inwestorów instytucjonalnych, których udział w obrotach systematycznie rośnie (w II połowie 2010 r. wyniósł 13%). Nie zmienia to jednak postaci rzeczy, NewConnect to rynek inwestorów indywidualnych (w II połowie 2010 r. odpowiadali oni za 84% obrotów) i najprawdopodobniej przez najbliższych kilka lat się to nie zmieni. Warto zatem sprawdzić, czy spółki traktują przysłówiowych Kowalskich z odpowiednim szacunkiem.

ARTUR SZCZEPKOWSKI

Jednym z głównych celów stworzenia rynku NewConnect przez Giełdę Papier-

rów Wartościowych było udostępnienie kapitału młodym, dynamicznym i innowacyjnym firmom. Firmy te, z racji krótkiego okresu istnienia, słabych wyników

finansowych, bądź niewielkiej wartości, nie mogłyby szukać kapitału na rynku głównym. Problemem mogłoby być także pozyskanie środków na rozwój z banku. GPW, tworząc sformalizowany rynek, niemniej o zdecydowanie mniejszych wymogach od rynku głównego, dała gwarancję inwestorom, że notowane spółki są już pod wieloma aspektami sprawdzone, co znacząco obniża ryzyko straty zainwestowanych środków. Z drugiej jednak strony, GPW postanowiła nie obciążać spółek notowanych na NewConnect wieloma obowiązkami informacyjnymi, co wiązałoby się ze sporymi kosztami. Zamyśl okazał się słuszny, NewConnect rozwija się bardzo dynamicznie, głównie dzięki inwestorom indywidualnym. Tylko oni bowiem decydują się na podjęcie sporego ryzyka. Czy da się je jednak ograniczyć?

Ryzyko inwestycji na NewConnect da się ograniczyć i nie musi się to wiązać ze sporymi kosztami. Istotna jest jednak współpraca między samymi emitentami oraz inwestorami (indywidualnymi i instytucjonalnymi), która zaowocuje zwiększeniem płynności. Niska płynność jest bowiem aktualnie jedną z głównych bolączek rynku alternatywnego. Kluczową rolę odegrać tu może poprawa relacji inwestorskich. Inwestorzy indywidualni doskonale znający spółki z NewConnect zaczęli nimi bowiem chętniej handlować. Rosnąca płynność zaś przyciągnie instytucje. Pozwoli to znacząco ograniczyć problem płynności.

Czym są relacje inwestorskie? Bez wątpienia są elementem zarządzania strategicznego firmy, wymagającym sporego wysiłku i integracji większość departamentów (od finansowych po sprzedażowe), mającym na celu efektywną komunikację firmy z otoczeniem. Jakość relacji inwestorskich bezpośrednio przekłada się na wycenę spółki.

W przypadku rynku NewConnect relacje inwestorskie są z zasady kierowane w stronę inwestorów indywidualnych. Może to rodzić wiele problemów. Część spółek może bowiem poważnie podchodzić do tematu jedynie podczas debiutu. Później, gdy środki zostaną już pozyskane, relacje inwestorskie mogą zostać odsunięte na bok. Spółka może nie mieć bowiem bodźca utrzymywania równie pozytywnych reakcji z inwestorami („bo po co?”). Trochę inaczej by to wyglądało, gdyby w akcjonariacie spółki znajdowali się inwestorzy instytucjonalni. Ci mają bowiem odpowiednio dużą siłę przebicia, oraz sposoby na przekonanie spółek do utrzymywania prawidłowej komunikacji z rynkiem. Z pomocą inwestorom



indywidualnym przyszła GPW ustanawiając zbiór „Dobrych Praktyk na rynku NewConnect”.

Wprowadzone „Dobre Praktyki na rynku NewConnect” mają za zadanie promować ideę dobrych praktyk, nie powodując jednocześnie dodatkowych obciążeń dla spółek. Idee te są jak najbardziej słuszne. Z pewnością przyczyniają się bowiem do poprawy transparentności i jakości rynku. Tym samym pozwalają budować trwałą wartość spółek notowanych na NewConnect, co nadaje prestiżu samemu rynkowi. Przestrzeganie zasad buduje także właściwe relacje między inwestorem a spółką.

Podstawą relacji inwestorskich jest posiadanie przez spółkę strony internetowej pozwalającej na szybki i bezproblemowy dostęp do informacji. Spółki powinny na niej szczegółowo opisać profil prowadzonej działalności. Jednocześnie warto, aby na stronie znalazły się także informacje o otoczeniu konkurencyjnym i zasadach panujących w branży. NewConnect jest rynkiem dla spółek innowacyjnych, nie każdy inwestor musi być biegły w sprawach związanych, np. z biotechnologią. Oczywiście strony internetowe powinny być też często aktualizowane, nie ma bowiem nic gorszego niż najświeższe aktualności sprzed kilku miesięcy.

Jak inaczej komunikować się z inwestorami? Idealnie byłoby, gdyby spółki orga-

nizowały cykliczne spotkania, na których każdy zainteresowany mógłby porozmawiać z Zarządem. Niestety jest to bardzo rzadko praktykowane. Pod tym względem rynek alternatywny (ale i główny) musi dojrzeć. Są to bowiem ogólnie przyjęte standardy na bardziej rozwiniętych giełdach. Standardem powinien być także ogólnodostępny adres e-mail oraz numer telefonu, pod którymi inwestorzy mogliby uzyskać konkretne informacje o spółce, bez potrzeby wertowania dokumentów informacyjnych i sprawozdań, które nie zawsze są napisane przyjaznym językiem. Spółki powinny współpracować także z firmami analitycznymi. Aktualnie trudno znaleźć raporty dla małych spółek. Ich większa ilość z pewnością zwiększyłaby wartość rynku.

Przeprowadźmy mały eksperyment. Pan Tomasz, fikcyjny początkujący inwestor na rynku NewConnect, postanowił sprawdzić, jak firmy podchodzą do relacji inwestorskich w praktyce. Postanowił wysłać e-maile z zapytaniem o kilka kluczowych dla niego kwestii do wszystkich firm notowanych na rynku alternatywnym. E-maile zostały wysłane do 209 firm (tyle było notowanych na NewConnect w połowie marca). Niestety część pozostała bez odpowiedzi. Inwestor zapewne nie kupi ich akcji.

Pan Tomasz wysłał e-maile o następującej treści:

*Witam serdecznie.
Jestem nowym inwestorem na rynku NewConnect. Państwa spółka wydaje mi się bardzo ciekawa, w związku z czym planuję zainwestować w jej akcje. Niestety nie potrafię znaleźć odpowiedzi na wszystkie interesujące mnie kwestie. Proszę o pomoc. Wdzięczny będę za szybką odpowiedź na poniższe pytania (za co z góry dziękuję):*

- 1. Czy spółka sporządza i audytuje raporty półroczne?*
- 2. Czy spółka opublikowała prognozy wyników finansowych?*
- 3. Czy spółka zamierza przenieść się na rynek regulowany?*
- 4. Jaka jest polityka spółki w zakresie wypłat dywidendy?*

*Pozdrawiam
Tomasz Koroński*

Satysfakcjonujący czas na odpowiedź to 48 godzin, czyli dwa dni robocze. Pan Tomasz był jednak w stanie poczekać niespełna 4 dni – zapytania rozesłał we wtorek przed południem, natomiast z odpowiedziami zapoznał się na spokojnie w weekend. O ile oczywiście odpowiedzi były. Dodatkowo sam fakt otrzymania informacji zwrotnej nie świadczył wcale o tym, że była ona satysfakcjonująca. Niemniej po kolei.

Rozesłanych zostało 209 wiadomości. Odpowiedzi przyszło zaś 128, czyli ok. 61%. Do tego można doliczyć dodatkowe 4 e-maile, które zostały wysłane po ok. 5-7 dniach od zapytania. Jest to jednak zbyt długi okres, biorąc pod uwagę fakt, że wysłane pytania nie były skomplikowane. Duży pozytyw należy się dla 64 firm (31% całości), które odpowiedzi wysłały tego samego dnia. Miłym zaskoczeniem okazały się informacje z 3 spółek - zostały nadane we wtorek po godzinie 20. Widać wyraźnie, że każdego potencjalnego inwestora traktują poważnie.

Czas odpowiedzi (w dniach)	Odpowiedzi	
	(liczba)	(%)
0	64	30,62%
1	45	21,53%
2	9	4,31%
3	10	4,78%
więcej lub brak	81	38,76%

Rozczarowujące jest, że 39% spółek notowanych na NewConnect nie podchodzi poważnie do zapytań inwestorów, nie odpowiadały one na zapytanie pana Tomasza. Gdy uwzględnimy kolejnych 14 firm, których odpowiedzi nic nie wniosły, okazuje się, że aż 45% spółek nie zależy na zachowaniu przyzwoitych relacji z inwestorami. Jakie odpowiedzi należy uznać za nic nie wnoszące? Były to odesłania na strony www (bez słowa wyjaśnienia) lub zasłanianie się tajemnicą. Jedna ze spółek napisała, że nie odpowiada na zapytania indywidualne inwestorów. Nieciekawie wyglądała także odpowiedź innej firmy – nie dość, że nic nie wniosła (odesłanie na www), to była napisana dużymi literami, co zgodnie z zasadami netykiety oznacza krzyk. Co to za spółki? Uznajmy, że to badanie miało na celu promowanie dobrych zachowań. Tych było zaś całkiem sporo.

Jaką odpowiedź należy uznać za wzorcową? Pytania jakie były zadane nie były skomplikowane. Część z firm przesłała odpowiedzi na zasadzie tak/ nie, i to z pewnością usatysfakcjonowałoby inwestora. Znalazły się jednak spółki, które rozwinęły odpowiedzi, o np. bieżącą sytuację, otoczenie konkurencyjne, plany na przyszłość czy też strategię. Takie zachowania należy promować. Warto także dodać, że kilka firm przesłało dodatkowo swoją prezentację (bardzo dobry pomysł), trochę częstsze było zaś umieszczanie linków do konkretnych stron, na których można znaleźć rozwinięcie odpowiedzi na zadane pytanie. Bardzo miłe wrażenie wywarła

firma LUG. Pan Tomasz został zaproszony do zapisania się na newsletter dla inwestorów a dodatkowo po dwóch dniach otrzymał zaproszenie na spotkanie inwestorów z Prezesem Zarządu.

Analizując wszystkie otrzymane wiadomości, wybrałem te najlepsze. Inwestor, po przeczytaniu odpowiedzi, z pewnością nie miałby wątpliwości, że zainteresował się dobrą spółką. Jeśli zaś miałby dodatkowe pytania, skorzystałby z propozycji dalszego kontaktu mailowego, bądź telefonicznego, które to zazwyczaj były proponowane. Na pochwałę zasługują 22 firmy. Sporo, to bardzo cieszy. Niemniej jest to jedynie 10% całości. Miejmy nadzieję, że ta grupa będzie się systematycznie powiększać. A szanse na to są. Czasem wystarczy jedynie spróbować zrozumieć, o co chodzi inwestorowi i dostarczyć mu oczekiwanych informacji. Napisanie właściwej odpowiedzi nie powinno zająć więcej niż 15-20 minut. Z tych 22 spółek wybrałem dodatkowo 8, które zasłużyły na szczególne wyróżnienie – są to ALKAL, AQUA, AUXILIUM, EGB INVESTMENTS, EKO-

POL GÓRNOŚLĄSKI HOLDING, EURO-TAX.PL, INWESTYCJE.PL oraz TELEMEDYCYNA POLSKA.

Spora ilość odpowiedzi na pytania zadane przez potencjalnego inwestora świadczy o tym, że spółki z rynku alternatywnego dosyć poważnie podchodzą do tematu relacji inwestorskich. Jednak dużo można w tej kwestii jeszcze zrobić. Inwestor został zignorowany w jednej firmie na trzy. Zarządzający firmami prędzej czy później zrozumieją, jak ważne jest utrzymywanie dobrego kontaktu z inwestorami - oby nie w chwili, gdy będą potrzebowali dodatkowego kapitału. Firm na rynku jest bowiem sporo, a zniechęcony inwestor wybierze inne walory. Później zaś nie wróci. Osoby odpowiedzialne za relacje inwestorskie na pewno to rozumieją, pan Tomasz od kilku firm dostał ponowne, znacznie lepsze odpowiedzi na zadane pytania. Widocznie informacja o prawdopodobnym audycie szybko rozeszła się po rynku. ■

L.p.	Spółka	Skrót
Szczególne wyróżnienia		
1	ALKAL SPÓŁKA AKCYJNA	ALKA
2	AQUA SPÓŁKA AKCYJNA	AQA
3	AUXILIUM SPÓŁKA AKCYJNA	AUX
4	EGB INVESTMENTS SPÓŁKA AKCYJNA	EGB
5	EKOPOL GÓRNOŚLĄSKI HOLDING SPÓŁKA AKCYJNA	EGH
6	EURO-TAX.PL SPÓŁKA AKCYJNA	ETX
7	INWESTYCJE.PL SPÓŁKA AKCYJNA	INW
8	TELEMEDYCYNA POLSKA SPÓŁKA AKCYJNA	TMP
Pozostałe wyróżnienia		
9	AGROLIGA GROUP PLC	AGL
10	BIOMAXIMA SPÓŁKA AKCYJNA	BMX
11	DENT-A-MEDICAL SPÓŁKA AKCYJNA	DAM
12	IAI SPÓŁKA AKCYJNA	IAI
13	GRUPA KONSULTINGOWO-INŻYNIERYJNA KOMPLEKS SPÓŁKA AKCYJNA	KMS
14	LAUREN PESO POLSKA SPÓŁKA AKCYJNA	LPS
15	LIBERTY GROUP S.A.	LTG
16	LUG SPÓŁKA AKCYJNA	LUG
17	MEDIACAP SPÓŁKA AKCYJNA	MCP
18	MONDAY DEVELOPMENT SPÓŁKA AKCYJNA	MDV
19	MAŁKOWSKI-MARTECH SPÓŁKA AKCYJNA	MMA
20	PLASMA SYSTEM SPÓŁKA AKCYJNA	PSM
21	DOM MAKLERSKI TMS BROKERS SPÓŁKA AKCYJNA	TMS
22	VIDIS SPÓŁKA AKCYJNA	VDS



Ciąć czy nie ciąć? Czyli o wydatkach budżetowych

Kraje zachodnioeuropejskie coraz poważniej traktują problem rosnących deficytów publicznych. Wielka Brytania zdecydowała się na drastyczne cięcia wydatków socjalnych w celu ratowania nadwyżonego budżetu centralnego. W Niemczech ustanowiono w konstytucji zapis ograniczający dopuszczalną wielkość strukturalnego deficytu rządowego¹ do 0,35% PKB. W tym samym czasie amerykańscy ekonomiści doradzają administracji Baracka Obamy dalsze stymulowanie gospodarki wydatkami publicznymi, zarzucając jednocześnie Angeli Merkel szkodenie gospodarce. Kto zatem postępuje słusznie?

MAREK IGNASZAK

Sukces keynesistów za oceanem

Opublikowana niedawno analiza przeprowadzona przez dwóch profesorów Dartmouth College: James'a Feyrera oraz Bruce'a Sacerdote'a, pokazuje, że pakiety stymulacyjne zaaplikowane przez rząd Baracka Obamy istotnie wpłynęły na redukcję bezrobocia, a tym samym zwiększyły wzrost PKB. Naukowcy sprawdzali skuteczności bodźców

1. Strukturalna część deficytu budżetowego to ta nie związana z fazą cyklu koniunkturalnego.

fiskalnych na poziomie stanowym. Oszacowany przez nich koszt utworzenia jednego miejsca pracy wyniósł 400 tys. dolarów. Po wyłączeniu wydatków na edukację, które okazały się nieskuteczne w przeciwdziałaniu recesji², koszt utworzenia jednego miejsca pracy szacowany jest na około 100 tys. dolarów. To nieco lepszy efekt niż ten oczekiwany przez administrację jeszcze przed implemencją pakietów fiskalnych. Wyniki te impli-

2. Powodem braku wpływu wydatków na edukację na stopę bezrobocia jest uwzględnianie w badaniu jedynie krótkoterminowych efektów.

kują wartość keynesowskich mnożników w przedziale między 0,5 a 1,0³ (i aż 1,5-2,0 po wyłączeniu wydatków na edukację).

Wydaje się więc, że stymulowanie gospodarki opłaciło się. Koszty pakietu były relatywnie niewielkie w stosunku do otrzymanych efektów. W „normalnych” czasach ekspansja fiskalna wiąże się ze wzrostem stóp procentowych oraz kosztów obsługi zadłużenia. Jednak operacje banku centralnego w ramach programu quantitative easing sztucznie utrzymują stopy procentowe na rekordowo niskich poziomach, przeciwdziałając efektem ubocznym interwencji gospodarczej. Taki stan nie może jednak trwać wiecznie. Pozytywne efekty luzowania polityki fiskalnej obserwowane są tylko w krótkim okresie. Długoterminowe koszty generowane

3. Wartość mnożnika 0,75 oznacza, że pakiet fiskalny w wysokości tysiąca dolarów zwiększył PKB o 750 dolarów.

przez deficyt budżetowy, do których należą m.in.: konieczność podniesienia podatków w przyszłości, wypychanie wydatków pro-zwojowych przez koszty obsługi długu, zmniejszenie stopy oszczędności i wiele innych, sprawiają, że należy spodziewać się w niedalekiej przyszłości początku cyklu zacieśniania polityki fiskalnej przez rząd amerykański. Czy po odłączeniu fiskalnej kropłówki gospodarka amerykańska stanie na nogi o własnych siłach? Ekonomiści nie są na razie zgodni co do odpowiedzi na to pytanie. Jeśli czegoś nauczył nas niedawny kryzys, to tego, że o powodzeniu projektu decyduje jego długoterminowa stabilność, a nie sukcesy w pogoni za ryzykownymi, krótkoterminowymi korzyściami.

Europejska rewolucja

Inną drogę wybrały najważniejsze kraje zachodniej Europy. W 2009 roku administracja Angeli Merkel preforsowała wprowadzenie obowiązującego od 2015 roku konstytucyjnego ograniczenia strukturalnego deficytu centralnego do 0,35% PKB. W czerwcu 2010 rząd Niemiec zaproponował pakiet oszczędnościowy opiewający na 80 mld euro do 2014 roku. Ofiarą cięć padły głównie świadczenia socjalne. Przewiduje się m.in. likwidację dodatkowych świadczeń dla bezrobotnych, rezygnację z opłacania przez państwo ubezpieczenia rentowego dla osób długotrwale pozbawionych pracy, a także nieznaczne zmniejszenie zasiłków rodzicielskich i stopniowe podniesienie wieku emerytalnego. W Wielkiej Brytanii rząd Davida Camerona zapowiedział cięcia budżetowe, których celem jest wyeliminowanie wynoszącego 109 mld funtów deficytu strukturalnego. Największą uwagę zwraca się na usuwanie barier utrudniających życie przedsiębiorcom, reformę edukacji, komercjalizację służby zdrowia, zamrożenie płac budżetówki, zmianę zasad przyznawania zasiłków społecznych, zwiększenie wieku emerytalnego i wiele innych. Podobne reformy przygotowują kolejne rządy, m.in. francuski czy szwedzki. W krajach z południa Europy oraz w Irlandii pakiety oszczędnościowe stały się koniecznością ze względu na problemy z regulowaniem bieżących zobowiązań. Czy Europejczycy decydenci popełniają błąd ograniczając wydatki publiczne, skoro luźna polityka fiskalna pomogła zwalczyć recesję w USA? Czy mając na uwadze problemy z obsługą zadłużenia przez coraz większą liczbę krajów, administracja Obamy myli się, podtrzymując dodatkowe ulgi podatkowe przy deficycie budżetowym stanowiącym ponad 11% PKB? Wydaje się, że ani jedno, ani drugie.

Rynek pracy, czyli dlaczego Europa nie może dogonić USA

Przez dekady państwa europejskie wydawały miliardy na pomoc dla bezrobotnych czy zasiłki socjalne. Kryzys unaoczniał im, że

były to całkowicie zmarnowane pieniądze. Wadliwe instytucje rynku pracy przyczyniły się do utrzymania europejskiego bezrobocia na wysokim poziomie. Zbyt duża siła przetargowa tzw. *insiderów*, czyli już zatrudnionych, którzy blokują dopływ nowych pracowników do firm doprowadziła do utrzymywania się długoterminowego bezrobocia. Efekt ten spotęgowany został przez nieodpowiedzialną politykę społeczną zniechęcającą do poszukiwania pracy. Restrykcyjna ochrona miejsc pracy, która zwiększa koszty zatrudnienia pracownika, ogranicza ilość wakatów oferowanych przez firmy. Wynikiem takiej strategii jest bezrobocie mające tendencję do utrzymywania się na relatywnie wysokim poziomie. Przez długi czas bezrobocie w Unii Europejskiej nie przekraczało 4%. Po kryzysie gospodarczym na początku lat 80. nastąpił jego nagły wzrost do 10%. Wadliwe mechanizmy polityki rynku pracy uniemożliwiły powrót do wartości początkowych po wyjściu z recesji oraz doprowadziły do istotnego problemu długoterminowego bezrobocia. Odsetek osób bezrobotnych od ponad pół roku w stosunku do bezrobotnych ogółem sięga prawie 60% (ponad 40% przed kryzysem). Bezrobocie w UE nigdy nie powróciło do poziomów sprzed 1980 roku. Nieefektywne i kosztowne mechanizmy pomocy społecznej usztywniły rynek pracy oraz zmusiły do utrzymywania wysokich podatków, tłamsząc rozwój gospodarczy.

Stany Zjednoczone nie mają takich problemów. Odsetek osób bezrobotnych dłużej niż przez pół roku był historycznie na bardzo niskim poziomie. Uległ co prawda istotnemu zwiększeniu do 43% w wyniku niedawnego kryzysu gospodarczego, jednak w przeszłości po pokonaniu przez kraj recesji wskaźnik ten powracał do poziomów kilkunastoprocentowych. To istotnie mniej niż w Unii Europejskiej. Ochrona zatrudnienia jest znacznie mniej restrykcyjna od europejskiej. Instytucje rynku pracy skuteczniej łączą poszukujących pracy z wakatem a decentralizacja związków zawodowych i niewielka siła przetargowa insiderów poprawia elastyczność rynku pracy. Zasiłki dla bezrobotnych są

porównywalnie hojne z europejskimi, jednak przyznawane są po spełnieniu bardziej restrykcyjnych wymogów i, co najważniejsze, szybko maleją wraz z wydłużeniem się okresu pozostawania bez pracy, co mobilizuje do poszukiwania zatrudnienia. Relatywnie niższa płaca minimalna niż w krajach europejskich ułatwia wejście na rynek osób niedoświadczonych oraz o niskich kwalifikacjach. Te wszystkie uwarunkowania sprawiają, że po pierwsze: system ten jest tani, umożliwiając utrzymanie niższej stopy opodatkowania i po drugie: rynek pracy błyskawicznie internalizuje negatywne szoki. Średnia stopa bezrobocia była od lat 80. w USA o połowę niższa niż na Starym Kontynencie. Po okresach recesji bezrobocie szybko powracało do niskich poziomów, udowadniając sprawność amerykańskiego rynku pracy.

Nowa doktryna polityki społecznej

Sytuacja, z którą przyszło zmierzyć się liderom państw europejskich znacznie różni się od tej, z którą zmagać musi się administracja Białego Domu. Redefinicja paradygmatu prowadzenia europejskiej polityki społecznej stała się koniecznością. Szereg badań naukowych wytyka błędy w sposobie rozdysponowywania pomocy socjalnej w Europie, sugerując efektywniejsze rozwiązania. Skostniały rynek pracy na Starym Kontynencie uniemożliwia realne dostosowania wewnętrzne go rynku, takie jak na przykład deprecjacja płacy realnej w przypadku wysokiego bezrobocia. Ważniejsze od tego, ile pieniędzy jest wydawane, jest to, jak skutecznie poprawiają one sytuację najuboższych i czy pozytywnie wpływają na rynek pracy. Obecne cięcia budżetowe mają raczej charakter racjonalizacji systemu zabezpieczenia społecznego niż walki ze skutkami kryzysu. USA natomiast posiadają przestrzeń do dalszego luzowania polityki fiskalnej. Niskie stopy procentowe i elastyczny rynek pracy redukują część kosztów interwencji gospodarczej. Pozwala to mieć nadzieję, że forsowane przez Białą Dom propozycje skutecznie pomogą zrównoważyć amerykańską gospodarkę i wygenerować w długim terminie nadwyżkę finansową pozwalającą spłacić zaciągnięte zobowiązania. Za wcześniej jednak, aby wyrokować, czy polityka ta odniesie sukces. ■



Barbarzyńcy u bram



“Ten biznes, z prawnego punktu widzenia, to oszustwo. Oczywiście, jak wszędzie, potrzeba Ci kasy. Jednak niezbyt wiele. Szczerze powiedziawszy, potrzebujesz więcej pieniędzy, by zostać pucybutem, niż by stać się menedżerem dwumiliardowego przedsiębiorstwa. (...) To biznes dla ludzi, którzy nie mają kasy, jednak znają kogoś, kto ją ma, lecz kto także jej nie wyklada.”

Jackie Mason – What the hell is an LBO?

MICHAŁ ZIELIŃSKI
PAWEŁ ZIOŁKOWSKI

Wykup lewarowany (*ang. Leveraged Buyout, LBO*) jest transakcją, w której grupa nabywców, składająca się z aktywnych inwestorów finansowych i menedżerów, przejmuje kontrolę nad istniejącą spółką w celu restrukturyzacji i zwiększenia wartości jej akcji, a następnie ich sprzedaży i realizacji zysku. Cechą wyróżniającą transakcję LBO jest struktura finansowania przejęcia przedsiębiorstwa. Grupa kupująca angażuje niewielką w stosunku do całości transakcji wartość kapitału własnego, zaś większość pozyskiwanych do transakcji środków finansowych to instrumenty dłużne. Cechą charakterystyczną transakcji jest przede wszystkim wysoki udział długu w finansowaniu przejęcia, który w skrajnych przypadkach osiąga nawet 90 procent.

Transakcją zbliżoną w swojej konstrukcji i procesie realizacji do wykupu lewarowanego jest **wykup menedżerski** (*ang. Management Buy Out, MBO*), który polega na tym, iż wiodącą rolę odgrywają menedżerowie i w konsekwencji ich udział w kapitale firmy jest wyższy niż w transakcjach LBO i wynosi co najmniej 10-15%.

Pieniądz nie śpi

Kompleksowa struktura finansowania jest najistotniejszym czynnikiem wyróżniającym wykup lewarowany od innych operacji fuzji i przejęć. Zastosowanie znacznego udziału długu w strukturze finansowania jest jednym z głównych czynników zapewniających wysoki zwrot z zainwestowanego kapitału jej właścicielom. Kluczowym źródłem finansowania jest

snym. Obejmuje ono całą gamę instrumentów będących efektem rozwoju inżynierii finansowej w latach 80. Najpopularniejszym instrumentem o charakterze mezzanine są pożyczki podporządkowane (*ang. subordinated loans, junior debt*). Różnią się one od zwykłej pożyczki (*senior debt*) tym, że należności z tego tytułu są spłacane w ostatniej kolejności w razie upadłości dłużnika.

Jak kreowana jest wartość?

Warto zapytać, jakie firmy stają się najczęściej celem wykupu. Potencjalny kandydat powinien spełniać część, jeśli nie większość podanych kryteriów, związanych z finansową i operacyjną sytuacją firmy:

- duże i stabilne przepływy pieniężne
- niski poziom zadłużenia
- silna pozycja na rynku
- odpowiednia baza aktywów, w szczególności duże zasoby po stronie gotówki i majątku trwałego

Powyższe kryteria odnoszą się głównie do możliwości utrzymania i spłycenia ogromnego napływu nowego zadłużenia, nałożonego na firmę przy użyciu spółki specjalnego przeznaczenia.

Wykup lewarowany, jako specyficzna forma lokowania kapitału charakteryzuje się bardzo zróżnicowanymi motywami do zawarcia transakcji, a co za tym idzie różnymi sposobami postępowania po przejęciu. Można jednak wyróżnić pewne podstawowe grupy strategii, w obrębie których działają inwestorzy LBO. Są to:

- wykorzystanie nieefektywnej wyceny rynkowej
- wyzwolenie innowacyjności
- uwolnienie firmy z rąk nieefektywnego zarządu
- efekt synergii

Zakupy w promocji

Jednym z głównych celów inwestorów LBO są konglomeraty, czyli koncerny składające się z wielu jednostek gospodarczych o bardzo różnym profilu biznesowym i działalności. Ta różnorodność w dużym stopniu utrudnia efektywną wycenę całej spółki, co stwarza możliwość arbitrażu. Sytuacja, w której wartość poszczególnych jednostek przekracza wycenę spółki, określana jest mianem conglomerate discount.

Doskonałym przykładem ilustrującym tę sytuację jest firma Beatrice Foods. Warta niemal 4,3 miliarda dolarów spółka została sprzedana w roku 1986 za kwotę 6,2 miliarda. Mimo znaczącej, 45-procentowej premii transakcja okazała się strzałem w dziesiątkę. By zwiększyć efektywność, zarządzono odsprzedaż części tych aktywów, które nie są kluczowe w działalności operacyjnej przedsiębiorstwa. W ciągu dwóch lat sprzedano aktywa w wysokości 7 miliardów dolarów, która to kwota przekracza cenę wykupu o 800 milionów, a pierwotną wycenę aż o 3,7 miliarda. Widać, więc wyraźnie, iż konglomeraty nie są w pełni rozumiane przez analityków rynkowych.

Uwolnij swoją innowacyjność

Kolejna strategia LBO jest również związana z konglomeratami. Tym razem jednak inwestorzy poszukują niechcianych lub nieefektywnych dywizji wewnątrz dużej firmy. Często te dywizje nie mogą osiągnąć swojego potencjału z powodu natłoku biurokracji w spółce-matce. Wtedy to często menedżerowie dywizji postanawiają przejąć ją na własność. Przykładem wykupu tego typu jest znana firma Duracell.

W 1988 roku Duracell był częścią dużej firmy spożywczej Kraft Foods. Dywizja zbytnio różniła się od głównej działalności pozostałych części Kraft Foods, by pozyskać uwagę lub pieniądze na rozwój. W związku z tym osoby odpowiedzialne za Duracell zdecydowały się na MBO. Uwolnienie się od spożywczego koncernu umożliwiło przeznaczenie dużych środków na badania i rozwój produktów, jak również zastosowanie bardzo innowacyjnego wówczas konceptu *economic value added* (EVA).

W efekcie produkty Duracell przewyższały jakością konkurencję, były bardziej przyjazne środowisku, a w połączeniu z agresywnym marketingiem i efektywnymi metodami zarządzania spowodowały gwałtowną ekspansję firmy na wiele nowych rynków. W ciągu 6 lat cena akcji Duracell skoczyła do 45 dolarów (z początkowych 5), co dało średnio 40% zysku rocznie.

Chciwość jest dobra?

W poprzednim akapicie mieliśmy do czynienia z efektywnym zarządem w nieefektywnej firmie. Tym razem jednak zajmujemy się przedsiębiorstwem, którego potencjał jest marnowany przez jego zarząd. By zilustrować ten problem, posłużymy się firmą RJR Nabisco, która była celem najsłynniejszego i największego wykupu lewarowanego w historii.

RJR Nabisco to modelowy przykład koncernu, którego zarząd nadużywa swojej pozycji i przywilejów, kosztem wyników przedsiębiorstwa. F. Ross Johnson, prezes firmy, obciążał spółkę kosztami wynagrodzenia dwóch służących oraz obsługi 10 samolotów, nazywanych siłą powietrzną RJR. Nie szczędził również pieniędzy na rozrywkę, wydając miliony dolarów na grę w golfa z celebrytami. W takiej sytuacji inwestorzy LBO wyrzucili obecny zarząd i koncentrują się na cięciu narosłych przez lata niepotrzebnych kosztów. W tym szczególnym przypadku transakcja LBO okazała się porażką, która mocno odbiła się na inwestorze. Wina jednak nie leżała w zastosowanej strategii, a w wojnie ofertowej (*bidding war*) między inwestorem a dotychczasowym zarządem, który naturalnie był niechętny tego typu zmianom.

Realizacja zysku

Najbardziej pożądanym sposobem realizacji zysku przez inwestorów w LBO jest publiczna sprzedaż akcji przejętej firmy (*ang. going public, reverse LBO*). Korzystając z tego rozwiązania, inwestorzy otrzymują średnio najwyższą stopę zwrotu. Również często spotykanym sposobem

realizacji zysku jest odsprzedaż akcji przejętego przedsiębiorstwa inwestorowi strategicznemu (*ang. trade sale*). W tym przypadku inwestorzy LBO odsprzedają całościowy pakiet akcji pojedynczemu inwestorowi strategicznemu. Z reguły w tego typu transakcjach jest to inwestor działający w tej samej branży co przejęte przedsiębiorstwo. Wadą takiego rozwiązania jest niższa stopa zwrotu niż w przypadku sprzedaży poprzez giełdę papierów wartościowych, lecz środki mogą być otrzymane w znacznie krótszym okresie. Rzadziej stosowanymi metodami wyjścia z inwestycji są: ponowny wykup akcji (*ang. buy back*), kiedy menedżerowie przedsiębiorstwa samodzielnie nabywają jego akcje oraz powtórna sprzedaż (*ang. secondary sale*), kiedy pakiet akcji sprzedawany jest nowej grupie aktywnych inwestorów finansowych.

To, co warto robić, warto robić dla pieniędzy

Na pierwszy rzut oka wydaje się, iż transakcja LBO jest bardzo lukratywna. Zwiększenie efektywności spółki skutkuje często ogromnym zwiększeniem przepływów pieniężnych do spółki (ok. 96% w ciągu 3 lat). Jednak osoby zaangażowane w wykup otrzymują mniej niż można by się spodziewać. Wbrew oczekiwaniom na transakcji najlepiej wychodzą dotychczasowi akcjonariusze firmy przejmowanej, gdyż w przypadku LBO znacząca część wzrostu wartości akcji akcjonariuszy wynika z ponad przeciętnego wzrostu akcji spółki przejmowanej na giełdzie. Zwykle cena nabycia oferowana przez grupę kupującą jest dużo wyższa od przeciętnej ceny giełdowej. Struktura transakcji LBO wymaga bowiem przejęcia większościowego pakietu akcji przedsiębiorstwa, zaś badania empiryczne dowodzą, że cena akcji podczas nabywania dużych pakietów akcji jest wyższa od cen odpowiadających mniejszym pakietom, traktowanych przez inwestorów jako pasywne inwestycje portfelowe. Nadwyżka ceny płaconą przez inwestorów przy nabywaniu dużych pakietów akcji nazywana jest **premią za kontrolę** (*ang. control premium*) i należy przy tym podkreślić, iż premia ta jest dodatnio skorelowana z wielkością pakietu przejmowanych akcji.

Drugim bardzo ważnym powodem oferowania tak wysokiej premii jest tzw. **efekt gapowicza** (*ang. free rider problem*). Jak wcześniej wykazano, polityka wprowadzana po transakcji LBO w dużym stopniu zwiększa wartość firmy. Akcjonariusze podejrzewający, że spółka zyska na wartości, nie są skłonni sprzedawać akcji po cenie rynkowej lub nawet zbliżonej. Jak więc widzimy, osoby zaangażowane w LBO przepłacają z powodu samego faktu uczestnictwa w LBO.

Mimo to badania empiryczne wskazują na to, iż wykup lewarowany był jednym z najbardziej efektywnych sposobów inwestowania środków. W okresie ostatnich 10 lat w krajach Unii Europejskiej średnioroczna stopa zwrotu z inwestycji w LBO/MBO wyniosła aż 18 procent i była o prawie 10 procent wyższa od średniorocznej stopy zwrotu uzyskiwanej z inwestycji w akcje spółek notowanych (EuroEquity)

oraz 14 procent wyższa od średniej stopy zwrotu uzyskiwanej z inwestycji w papiery dłużne przedsiębiorstw (EuroBond).

Co z tą Polską?

Mimo udowodnionego w powyższym artykule pozytywnego wpływu wykupów lewarowanych na efektywne zarządzanie i wycenę rynkową przedsiębiorstw, transakcje tego typu w dalszym ciągu nie odgrywają znaczącej roli w praktyce rynkowej w Polsce. Można się dopatrzeć kilku powodów warunkujących to zjawisko. Po pierwsze, istnieje niewystarczająca ilość doświadczonych managerów gotowych podjąć wysokie ryzyko inwestując swój własny kapitał. Z danych wynika, że średni wkład członka zarządu w MBO wynosi równowartość 1-2 lat jego wynagrodzeń. Co więcej w Polsce nie istnieje tak szeroko rozwinięty system finansowania jak na Zachodzie (mezzanine, junk bonds). Udział kredytowania w Polsce dochodzi do 80% wartości transakcji. To zdecydowanie więcej niż w Europie Zachodniej, z tego powodu banki nie są tak chętne do udzielania kredytów na ryzykowne przedsięwzięcia w obliczu możliwości inwestycji w atrakcyjne z punktu widzenia instrumenty o niskim ryzyku (np. obligacje skarbowe).

Z powodu małej aktywności krajowych inwestorów większość transakcji odbywa się poprzez zagraniczne fundusze private equity. Z reguły przedmiotem transakcji są udziały o wielkości rzędu kilkuset milionów złotych. Jedną z najbardziej znaczących transakcji LBO był wykup operatora kablowego Aster w 2003 r. przez brytyjski fundusz Hicks Muse za kwotę ok. 440 mln zł. Firma ta już trzy lata później została przejęta przez fundusz Mid Europe Partners za 1,6 miliarda złotych, ponownie z wykorzystaniem LBO.

Najbardziej aktywnym graczem na polskim rynku LBO jest działająca od 1990 roku grupa Enterprise Investors. Była ona zaangażowana w przejęcie takich firm jak Grupa Skarbiec, Komfort, Artima, Gamet, Nomi, Nordglass, Hygienics i DGS.

Jednym z obszarów działalności EI są wykupy menedżerskie. By rozwijać ten rodzaj transakcji firma od 2004 roku sponsoruje Klub MBI/MBO. Instytucja ta skupia menedżerów z Europy Środkowej i Wschodniej, zainteresowanych możliwościami jakie dają wykupy lewarowane.

Zaobserwowany w latach 2003-2010 wzrost transakcji LBO pozwala bardzo optymistycznie patrzeć na perspektywę ich rozwoju w naszym kraju. Powoli do transakcji lewarowanych przekonują się fundusze wysokiego ryzyka, które w ostatnich latach znacząco zwiększyły udział LBO w swoich portfelach.

(W celu pogłębienia wiedzy na temat LBO i MBO autorzy artykułu odsyłają do książek „Fuzje i przejęcia. Wykup lewarowany i wykup menedżerski” Michała Wrzesińskiego oraz „Barbarians at the Gate” Bryana Burrougha i Johna Helyar’a.) ■



Generał w służbie emeryturze

W związku z toczącą się debatą publiczną na temat przyszłości OFE i ścierania się opinii różnych środowisk, coraz częściej przywołuje się system emerytalny w Chile. Kilkadziesiąt lat temu podjęto tam bardzo radykalne kroki, które zmieniły zupełnie oblicze zabezpieczenia emerytalnego. Przez niektórych traktowane jest ono jako remedium na wszystkie bolączki, przez innych jako niezbyt trafiony eksperyment. W obliczu przełomowych decyzji, które być może podejmie polski rząd, warto bliżej przyjrzeć się rozwiązaniu zza oceanu.

ANNA PATEK
MACIEJ GRZESIEWSKI

Historia systemu

Chile wprowadziło rewolucyjną reformę systemu zabezpieczeń społecznych w maju 1981r., kiedy to zastąpiono system socjalny systemem prywatnego planu emerytalnego. Kreatorem zmian był José Piñera, minister pracy oraz emerytur w rządzie Augusto Pinocheta. Rozwiza-

nie to zainteresowało wiele krajów świata z uwagi na swój początkowy sukces oraz problemy fiskalne spowodowane nieefektywnością działania dotychczasowego systemu redystrybucyjnego, który był i nieestety jest powszechny w innych częściach globu. Do momentu reformy w Chile funkcjonował tzw. system PAYGO (ang. *Pay-as-you-go*), który był finansowany przez państwo. PAYGO, czyli typowy system repartycyjny, zakłada kapitalizację środ-

ków pobieranych od obywateli przy użyciu wcześniej określonej stopy wzrostu. Reforma o charakterze fundamentalnym nie mogła odbyć się z dnia na dzień. Rząd Chile zapoczątkował program naprawczy na długo przed wprowadzeniem zmian w systemie emerytalnym. W latach 1974-1979 udało mu się zacieśnić politykę fiskalną, co spowodowało wytworzenie się nadwyżki, z której mogły zostać sfinansowane koszty reformy emerytalnej. W efekcie udało się zmniejszyć wydatki budżetowe, co miało długookresowy pozytywny wpływ na poziom płac oraz wielkość konsumpcji. Wypracowaną nadwyżkę udało się częściowo sfinansować z wpływów z tytułu prywatyzacji kopalni miedzi. Dodatkowo wyemitowane zostały obligacje emerytalne o momencie zapadalności w chwili przejścia na emeryturę. Warunkiem ich otrzymania było przejście do systemu kapitałowego, a wartość obligacji determinowana była wysokością środków zgromadzonych przez przyszłego emeryta w systemie redystrybucyjnym. Zmiany przygotowawcze dotyczyły również unifikacji prawa emerytalnego oraz zmian w wieku emerytalnym kobiet i mężczyzn, który został wydłużony o 5 lat do odpowiednio 60 i 65 lat. Reforma wprowadziła tak zwane AFP (*Administradoras de Fondos de Pensiones*), czyli wyspecjalizowane fundusze emerytalne zarządzane przez profesjonalnych menedżerów. Uczestnictwo w nowym systemie stało się obowiązkowe dla wszystkich, którzy stawali się dopiero aktywni zawodowo. Dla pozostałej grupy przynależność do AFP była dobrowolna, chociaż korzyści z przystąpienia do niej były bardzo mocno akcentowane. Minimalne składki do systemu opartego o AFP były o 11 procent niższe niż składki do starego systemu emerytalnego. Dla większości obywateli okazało się to być wystarczającą przesłanką do zmiany formy ubezpieczenia.

Dokąd zmierza system emerytalny w Chile

W wyniku reformy Chilijczycy zyskali możliwość wyboru AFP, swobodnego transferu środków pomiędzy nimi oraz posiadania dobrowolnych kont oszczędnościowych. System ten jest tak zwanym systemem *defined contribution*, co oznacza, że wielkość wpłacanych składek do systemu jest względnie stała. Wpłaty do systemu wynosiły 10 procent miesięcznego wynagrodzenia, nie więcej jednak niż 2000 dolarów. Dodatkowo istniała możliwość podniesienia miesięcznych składek o 3 punkty procentowe, dzięki czemu ubezpieczenie ulegało rozszerzeniu na wypadek śmierci bądź kalectwa.

Wymiar ten uległ jednak zmianie w wyniku reformy systemu emerytalnego, która miała miejsce w marcu 2008r. Zmiany w tym zakresie zostały zainicjowane przez

Michelle Bachelet, a konkretnie przez powołaną komisję, której pracami kierował Mario Marcel. Zgodnie z informacjami z końca 2010 r. miesięczne składki do systemu emerytalnego oscylują w okolicach 20 proc. dochodów uzyskiwanych z tytułu stosunku pracy, natomiast górny limit składek jest indeksowany o wartość inflacji, która oszacowywana jest przy użyciu jednostek rozliczeniowych UF (*Unidad de Fomento*) i przeszacowywana względem peso (CLP). Składka przekazywana AFP dzielona jest w określonych proporcjach. Szacuje się, że 11 proc. miesięcznego dochodu trafia bezpośrednio na indywidualne konto emerytalne, z którego oprócz emerytury i renty finansowane są zapomogi pośmiertne dla rodzin, 7 proc. stanowi natomiast pokrycie ubezpieczenia zdrowotnego. Począwszy od 2009 r. przedsiębiorcy zatrudniający co najmniej 100 pracowników zmuszeni są do opłacania miesięcznych składek na ubezpieczenie wypadkowe (SIS), które od lipca 2011 r. stanie się obowiązkowe dla wszystkich pracodawców. System emerytalny w Chile w obecnym kształcie dopuszcza możliwość przejścia na wcześniejszą emeryturę, która determinowana jest annuitetem w wysokości średniej pensji z ostatnich 10 lat, która nie może być niższa niż 110 proc. minimalnej emerytury. Wysokość emerytury gwarantowanej przez państwo (tylko emerytura po osiągnięciu wieku emerytalnego jest gwarantowana) wynosi obecnie 4,5 UF miesięcznie, która to wartość indeksowana jest o inflację.

Najważniejsze zmiany w systemie emerytalnym, o których wprowadzeniu wspomniano powyżej, dotyczyły struktury samego systemu. Dostrzeżono potrzeby osób najbiedniejszych, dla których utworzono dotowany przez państwo fundusz solidarności społecznej. Docelowo ma nim być objętych 60% populacji, zaś wypłacana z tego tytułu emerytura wynosi 118 dolarów miesięcznie. Ważne zmiany dotyczyły również osób prowadzących działalność gospodarczą, co do których można stwierdzić fakt samozatrudnienia. Do 2008 r. zwolnieni byli oni z konieczności pono-

szczenia opłat z tytułu składek na system emerytalny. W wyniku reformy składki na ubezpieczenie emerytalne stały się w ich przypadku obligatoryjne i kształtować się mają w ciągu 4,5 i 6 lat (od reformy licząc) na poziomie odpowiednio 40, 70 oraz 100 proc. podstawy opodatkowania. Podjęto decyzję, po jednoznacznym stanowisku AFP, o wzroście udziału inwestycji w akcje i instrumenty pochodne w portfelu inwestycyjnym funduszy. Zmiana ta była stopniowa przez poziom 60 proc. udziału osiągnięty w 2009 r. i 80 proc. docelowego udziału w 2010 r.

Chilijski system emerytalny wzbogacił się w 2002 r. o nowe zasady (*Ahorro Previsional Voluntario - APV*), które umożliwiły wprowadzenie w październiku 2008 r. systemu zbiorowych dobrowolnych ubezpieczeń emerytalnych (*ahorro provisional voluntario colectivo - APVC*). System ten oparty jest o zakładowe fundusze emerytalne, na które wpłacana jest dodatkowa składka stanowiąca procent dochodów podatnika. Często ciężar składki ponoszony jest w całości przez pracodawcę i, wzorem państw rozwiniętych, system ten przybiera postać zdefiniowanego świadczenia, którego wysokość uzależniona jest od wielkości pobieranego wynagrodzenia. W przypadku kont indywidualnych wymiar składki jest dobrowolny i ustalany przez zainteresowanego. Różnica pomiędzy kontami indywidualnym a zbiorowymi jest zasadnicza. Składki dobrowolne na konta indywidualne mogą zostać wycofane przez uzyskaniem prawa do emerytury. Wtedy beneficjent zmuszony jest odprowadzić podatek z tytułu nagromadzonego kapitału w wysokości od 3 do 7 proc. Osoby posiadające składki w zakładowych planach emerytalnych nie mają prawa do z akumulowanych funduszy do momentu uzyskania prawa do emerytury.

Współodpowiedzialność państwa i funduszy

Odpowiedzialnością zarządzających funduszami emerytalnymi w Chile jest zbieranie składek od ubezpieczonych, bieżące utrzymywanie kont pracowniczych, inwestowanie oraz współpraca w zakresie ubezpieczeniowym, o którym mowa powy-

żej, z towarzystwami ubezpieczeniowymi, jak również wypłata świadczeń emerytalnych w przyszłości. Działalność ta podlega kontroli i nadzorowi specjalnych jednostek, tak zwanemu Nadzorowi nad systemem emerytalnym oraz Nadzorowi finansowemu i ubezpieczeniowemu. Ten sam system zabezpieczenia społecznego obowiązuje w przypadku wszystkich zatrudnionych, również pracujących na rzecz państwa. Odmienny system emerytalny stosowany jest względem żołnierzy zawodowych, którzy nie podlegają wymogom emerytury kapitałowej. Dodatkowo należy nadmienić, że państwo gwarantuje obywatelom emeryturę minimalną oraz pełne zabezpieczenie na wypadek bankructwa funduszu emerytalnego. Pewne zagrożenie, a zarazem wzrost konkurencyjności rynku, pojawiło się wskutek silnej dywersyfikacji na rynku funduszy emerytalnych. Dzięki temu na rynku istnieje wiele podmiotów zarządzających składkami ubezpieczonych, co wpływa na jakość świadczonych przez nie usług w sposób pozytywny, choć może rodzić problemy natury jakościowej. Ubezpieczeni mają prawo do zmiany swojego AFP za 30-dniowym wypowiedzeniem wcześniejszej umowy. Pewnym ułatwieniem jest również deklaracja o likwidacji funduszu nieprzynoszącego określonej stopy zwrotu, który w efekcie może zostać zamknięty, zaś zgromadzone w nim aktywa netto przekazane innym, lepiej zarządzanym AFP.

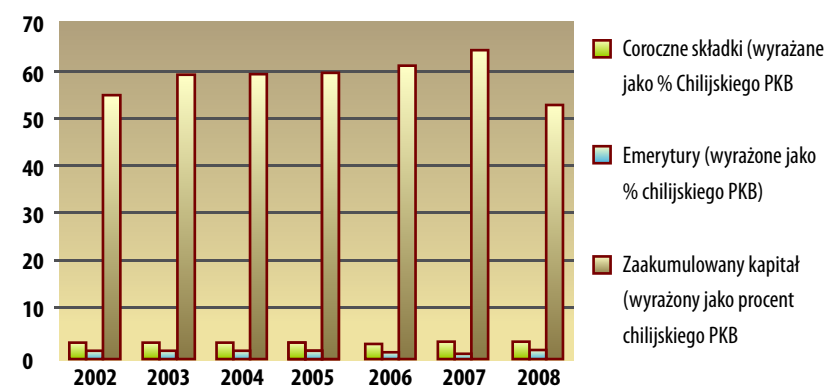
Nikt nie jest odporny na kryzys

System chilijski oparty jest w szczególności o światowe rynki kapitałowe. Zgodnie z raportem UK Trade & Investment, aktywa netto AFP wyniosły na koniec 2009 r. ponad 118 miliardów dolarów, z czego 60 proc. mogło zostać zainwestowanych w zagraniczne aktywa, w szczególności aktywa notowane na rynkach amerykańskim oraz europejskim. Wszystko zależne jest jednak od wyboru subfunduszu w obrębie AFP, w którym pracować mają pieniądze na przyszłą emeryturę świadczeniobiorcy. Wybór subfunduszy bardzo dobrze przedstawiony został w poniższej tabeli:

Typ sub-funduszu	Maximum inwestycyjne (proc.)	Minimum inwestycyjne (proc.)
Fundusz A	80	40
Fundusz B	60	25
Fundusz C	40	15
Fundusz D	20	5
Fundusz E	0	0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportu UK Trade & Investment

Dodatkowe informacje o systemie chilijskim



Powyższe limity inwestycyjne odnoszą się do udziału instrumentów o zmiennym dochodzie (czyli głównie akcji i instrumentów pochodnych) w portfelu inwestycyjnym chilijskich funduszy emerytalnych. Limity te obowiązują od 2010 r., wcześniej były one nieznacznie bardziej restrykcyjne. Fakt otwartości względem gospodarki światowej zrodził pewne problemy w sytuacji kryzysu gospodarczego lat ubiegłych. Okazało się bowiem, że najbardziej ryzykowne fundusze, jak pokazują dane CENDA, straciły 17 proc. wartości. Warto nadmienić, że większość ubezpieczonych lokowała swoje aktywa w subfundusze typu A, które oferował w ujęciu historycznym dwukrotnie wyższą stopę zwrotu od inwestycji w subfundusze typu E. Stąd istnieje konieczność analizy możliwości przesunięcia środków zgromadzonych w ramach funduszy ryzykownych w kierunku bardziej bezpiecznych aktywów przy zbliżaniu się przyszłego świadczeniobiorcy do osiągnięcia wieku emerytalnego. Takie rozwiązanie jest aktualnie dyskutowane i ma podnieść bezpieczeństwo działania całego systemu.

Odniesienie do Polski

Przypadek Chile pokazuje, że system oparty tylko na emeryturze kapitałowej ma rację bytu i jest obecnie jedyną alternatywą dla źle funkcjonujących systemów redystrybucyjnych. Rzecz jasna model chilijski wymaga korekt natury technicznej, aby mógł być uznany za w pełni wartościowy, ale, w obliczu zmian demograficznych oraz ekonomicznych, po prostu brak jest lepszej alternatywy. Stąd też z niepokojem należy odbierać sukcesy rządu na polu legislacji dotyczące zmniejszenia składki przekazywanej do OFE. Co prawda w krótkim okresie owe sukcesy przełożą się na ograniczenie wzrostu gigantycznego deficytu (który wyniósł na koniec ubiegłego roku 162 mld zł – w ujęciu ubytku składek wpływających do systemu zabezpieczeń społecznych od 1999 r.), ale w długim terminie doprowadzą do skokowego ujawnienia się długu ukrytego. Zmiany forsowane przez rząd doprowadzają się do zaciągania przez rząd olbrzymiego zobowiązania na przyszłość, które wynika nie tylko z konieczności sfinansowania przyszłego deficytu, ale również indeksacji quasi-kont emerytalnych o nominalną stopę wzrostu PKB.

Trudno jednoznacznie przewidzieć wpływ takiej polityki na strukturę budżetu państwa, ale nie trzeba być znawcą, aby przewidzieć, iż będzie ona miała negatywne konsekwencje na płynność systemu finansów publicznych. A przecież istniało wiele innych możliwości na zmniejszenie deficytu systemu zabezpieczeń społecznych. Reforma emerytur mundurowych oraz KRUS oczekują na odważnych polity-

ków już od lat. A tylko w ubiegłym roku oba komponenty systemu wygenerowały łącznie 26 mld zł deficytu. Rzecz jasna odpowiedzialność za taki stan rzeczy nie może spłynąć wyłącznie na konto obecnie rządzących, chociaż ich zachowanie budzi wiele zastrzeżeń.

Konieczność przenoszenia środków oraz zaciągania zadłużenia na rzecz następnych pokoleń to efekt zaniedbań systemowych narosłych od wielu lat. A przecież przykład Chile pokazuje, że wprowadzenie korzystnych reform wymaga nie kilku miesięcy, a co najmniej kilku lat. Zmiany w systemie emerytalnym wymagają przygotowania budżetu państwa, zmniejszenia poziomu jego deficytu, wprowadzenia nie tyle restrykcyjnej, co skutecznej polityki fiskalnej. Bez takiego przygotowania zawsze pojawiać się będzie problem dysproporcji pomiędzy wpływami do i wydatkami z systemu zabezpieczeń społecznych, któ-

ry może owocować w decyzjach podejmowanych pod wpływem impulsu. Trzeba bowiem pamiętać, że ktoś, kto mówi o bieżących kosztach systemu emerytalnego wyraża jedynie pogląd o bezwzględnych wartościach nominalnych, a nie rozpatruje wpływu aktualnych decyzji na sytuację przyszłych pokoleń.

Skoro mały Jaś nie chce chodzić do szkoły, twierdząc, że znajomość tabliczki mnożenia jest dla niego wystarczająca, to obowiązkiem rodziców jest perswazja prawidłowych zachowań. Bez tej perswazji za kilkanaście lat duży Jan miałby z pewnością problemy odnalezienia swojego miejsca w strukturach społecznych. Podobnie jest z reformą systemu emerytalnego. Szkoda, że możliwości perswazji w tym zakresie są ograniczone. Pozostaje mieć nadzieję, że rządzącym nie zabraknie czasu na wprowadzenie systemu chilijskiego w Polsce. ■



Social lending w czasach wygody

Otrzymanie kredytu nie jest sprawą prostą, a perspektywę pożyczania środków dodatkowo psuje horrendalnie wysokie oprocentowanie proponowane przez banki. Historia znana od zawsze. Od kilku lat komputerowi użytkownicy mogą jednak korzystać z alternatywnego rozwiązania. Chodzi o social lending, polegający na pożyczaniu pieniędzy od innych ludzi za pośrednictwem specjalnych serwisów internetowych. Platformy, które znacznie ograniczyły opłaty i prowizje, odniosły już sukces m.in. w USA, Niemczech i Wielkiej Brytanii. Czy teraz przyszedł czas na Polskę?

ALEKSANDER KUTNIK

Social lending, czyli w polskim tłumaczeniu „pożyczki społecznościowe”, to zjawisko, które pojawiło się na światowym rynku w 2005 roku. Ideą tego typu rozwiązania jest umożliwienie ludziom bezpośrednich pożyczek internetowych bez znaczącego udziału instytucji finansowych. Znaczy to tyle, że użytkownik zarejestrowany na portalu pożyczki ściąga środki nie od banku lub innego rodzaju placówki kredytowej, lecz od osoby fizycznej, którą może być: zamożny biznesmen, właściciel firmy, ale też emeryt lub posiadający oszczędności student. Tylko z jednej strony chodzi tu o tanią pożyczkę, bo social lending to także forma nowoczesnej inwestycji.

A działa to tak

Na social lendingowych portalach użytkownicy sami ustalają, na jakich warunkach są gotowi wziąć pożyczkę. Platformy działają na podobnych zasadach, co popularne serwisy aukcyjne. Z tą różnicą, że przedmiotem transakcji nie jest telefon, książka czy płyta, lecz pieniądź. Osoby potrzebujące gotówki wystawiają więc ofertę pożyczki, określając: kwotę, wysokość oprocentowania oraz liczbę rat. Oferta, wraz z propozycjami innych pożyczkobiorców, jest do wglądu dla drugiej grupy użytkowników – inwestorów – którzy zapoznają się z jej szczegółami i podejmują decyzję o udzieleniu pożyczki.

Na stronach startowych portali pożyczek społecznościowych znajduje się także dodatkowe ułatwienie w postaci kalkulatorów, z pomocą których użytkownicy natychmiastowo dowiadują się o wielkości przyszłych spłat. Wystarczy więc, że określą się wymienione parametry, a kalkulator automatycznie pokaże całkowitą kwotę, którą trzeba oddać oraz ratę miesięcznych spłat. – Dzięki innowacyjnym rozwiązaniom, jakie proponują platformy social lendingowe, użytkownik nie traci czasu na długotrwałe wyliczenia – pożyczkobiorca od razu wie, na jaki rodzaj pożyczki go stać, a inwestor, ile zarobi na inwestycji. – mówi Szymon Mydlarz, prezes portalu pożyczek społecznościowych Pożycz.pl.

Pomysłowa Anglia, rozwojowe USA

Pierwszym serwisem pożyczek społecznościowych w Internecie była brytyjska Zopa.com, która powstała w 2005 roku. Portal szybko odniósł sukces na Wyspach, uzyskując niezwykle pozytywny odzew użytkowników. Przez pierwsze dwa lata swojego istnienia, na Zopa.com zarejestrowało się ponad 170 tysięcy ludzi. Społecznościowa opcja pożyczania i inwestowania stała się tam bardzo istotną alternatywą dla kredytów bankowych, co widać szczególnie podczas ostatnich lat funkcjonowania portalu.



Serwis osiągnął swój największy przychód właśnie w 2009 i 2010 roku, kiedy za jego pośrednictwem udzielono ponad 250 tys. pożyczek o wartości przekraczającej 70 mln funtów. Brytyjczycy przekonali się do korzystania z platform social lendingowych, bo proponowały one znacznie niższe opłaty i prowizje niż instytucje finansowe. Zopa.com pobierała od swoich użytkowników 0,5-procentową prowizję od kwoty transakcji, co zdecydowanie konkurowało z wysokimi kosztami w bankach.

Wkrótce po debiucie Zopa.com kreowanie trendu na korzystanie z usług portali pożyczek społecznościowych na amerykańskim rynku rozpoczął serwis Prosper.com. Pomyślowawcy platformy także się nie zawiedli. Obecnie korzysta z niej ponad 1 milion osób, a kwota pożyczonych przez użytkowników pieniędzy przekroczyła już 220 milionów dolarów. Dzięki tym rezultatom Prosper jest największym na świecie graczem, proponującym społeczne pożyczki.

Bardzo dobre wyniki finansowe platform spowodowały ekspansję tego typu przedsięwzięć na całym świecie. Obecnie funkcjonuje ponad 100 serwisów typu social lending, których łączna suma pożyczonych pieniędzy wynosi obecnie prawie 6 mld dolarów.

Odepchnąć polski lek

Idea opartych na zaufaniu pożyczkach zadomowiła się także w Polsce. Na naszym rynku funkcjonuje obecnie kilka portali typu social lending. Najstarszym z nich jest Kokos.pl, który działa od ponad 3 lat, a za jego pomocą użytkownicy pożyczili ponad 40 mln złotych. Niewiele mniejszą sumą może pochwalić się również serwis Finansowo.pl – platforma pośredniczyła w operacjach o łącznej wartości bliskiej 35 mln złotych.

Część ekspertów uważa jednak, że to wciąż mało i tak naprawdę social lending w Polsce się nie przyjął. Argumentują to dużą liczbą niewykorzystanych obszarów. Przykład – wartość kredytów konsumpcyjnych w polskim sektorze bankowym, która wyniosła w 2009 roku ponad 154,5 mld złotych. Wartość udzielonych przez rodzime serwisy pożyczek społecznościowych pożyczek znacznie odbiega od tej sumy.

Oczywiście pojawia się kilka wątpliwości, odnoszących się do samej idei social lending. Jedną z nich jest brak możliwości renegotjowania oprocentowania pożyczki. Wystawiając ofertę, użytkownik deklaruje, że spłaci ją we wskazanych na portalu ratach. Może mieć to znaczenie, jeśli weźmiemy pod uwagę dłuższą pożyczkę, na przykład 3-letnią. Niezależnie bowiem od tego, co wydarzy się przez ten czas na rynku, wielkość rat nie ulegnie zmianie. Problemem jest także przesył prywatnych danych – nikt nie lubi tego robić, ale ze względu na konieczność zapewnienia bezpieczeństwa, jest to wymóg konieczny.



Wszystko to jednak nie zniechęca kolejnych podmiotów, wkraczających na nieutralizowany w świadomości konsumentów rynek. Jeszcze w ubiegłym roku swoją działalność rozpoczął serwis Sekrata.pl, a na początku obecnego – portal Pożycz.pl. Dużą rolę mogły odegrać w tym zakresie – mimo wszystko – dobre dla polskiego social lendingu ostatnie dwa lata, podczas których znacząco wzrosła liczba zainteresowanych korzystaniem z usług platform użytkowników.

Bezpieczeństwo i tworzenie społeczności

Właściciele nowych portali liczą, że social lending może zdobyć wkrótce w Polsce znaczącą grupę zwolenników, poszukujących coraz wygodniejszego pożyczania i inwestowania pieniędzy w sieci. Dlatego tak ważną rolę widzą w szerzeniu wiedzy na temat działania platform pożyczek społecznościowych.

Duża liczba użytkowników nie jest przekonana do korzystania z serwisów social lending, ponieważ dokładnie nie wie, na jakich zasadach one funkcjonują. Ludzie wciąż pytają o legalność tego typu transakcji, z niedowierzaniem zastanawiają się, w jaki sposób mieliby pożyczyć środki nieznannej osobie, w dodatku przy użyciu Internetu. I z tego powodu tak istotne jest przekazywanie im informacji o możliwych korzyściach finansowych, a przede wszystkim o wysokim bezpieczeństwie takich portali, porównywalnym do tego, jakie oferuje bank – podkreśla Szymon Mydlarz z Pożycz.pl.

Bezpieczeństwo inwestorów i pożyczkobiorców zapewnia współpraca portali z działającymi na polskim rynku biurami informacji gospodarczej oraz firmami windykacyjnymi. Podobnie radzą sobie w tym zakresie komercyjne placówki bankowe. Standardami są także obowiązkowe weryfi-

kacje, m.in. dokumentu tożsamości, indywidualnego konta bankowego, czy numeru telefonu. Wszystko po to, aby zapewnić maksymalną ochronę użytkownika.

Innym kluczowym zabiegiem, który ma rozpromować wśród użytkowników ideę bezpośrednich pożyczek w sieci, jest społecznościowy charakter portali. Za cel platform uważa się bowiem nie tylko korzystne pożyczanie i inwestowanie pieniędzy. Mają one także tworzyć trwałe grupy ludzi, którzy opierając się na wzajemnym zaufaniu, będą racjonalnie zarządzać swoimi środkami.

Polskie portale typu social lending starają się zachęcać do aktywnego udziału w swoich społecznościach. Jednym z przykładowych zabiegów, które mają prowadzić do uściślenia się związków między korzystającymi z jednego serwisu użytkownikami, są organizowane przez portal Pożycz.pl webinaria, czyli cykliczne, internetowe spotkania z inwestorami i pożyczkobiorcami. Podczas nich twórcy starają się m.in. wyjaśniać, dlaczego social lending jest korzystnym rozwiązaniem oraz na czym polegają stosowane na portalu zabezpieczenia.

Czas na nas?

Idea social lendingu dopiero dojrzeć, ale perspektywiczne wyniki polskich portali pożyczek społecznościowych w ostatnich dwóch latach napawają optymizmem. Sceptyczne nastawienie części użytkowników jest zjawiskiem normalnym. Internetowy gigant, jakim jest serwis Allegro, także potrzebował czasu, zanim Polacy przekonali się, że zakupy w sieci nie zawsze wiążą się z otrzymaniem kartonu z ziemniakami zamiast zamawianego towaru. Podobna sytuacja dotyczyła bankowości elektronicznej, do której przekonano się dopiero po pewnym czasie. Ze społecznymi pożyczkami może być tak samo. ■



Orzeł nie lot

„Tak, ja nie mam nic, ty nie masz nic, on nie ma nic - zaśmiał się głośno. - To razem właśnie mamy tyle, w sam raz tyle, żeby założyć wielką fabrykę.” Ten cytat z filmu „Ziemia Obiecana” Andrzeja Wajdy dokładnie opisuje sytuację spółki Orzeł S.A.

ALEKSANDRA PANEK
AGNIESZKA ŻMIGRODZKA

Orzeł wizjoner

Spółka Orzeł S.A. powstała w 1984 roku, jednak wtedy zajmowała się produkcją kapsli do butelek oraz detali do wag i maszyn rolniczych. Dopiero w 1998 roku właściciele postanowili zająć się sprzedażą opon, obecnie głównym źródłem przychodów spółki jest sprzedaż opon przez Internet. W 2007 roku spółka Orzeł zadebiutowała na giełdzie, na rynku NewConnect.

Spółka Orzeł S.A. jest spółką rodzinną: prezesem Zarządu jest syn Jacek Orzeł – absolwent studiów podyplomowych w SGH, resztę Zarządu stanowi mama Halina Orzeł, żona Magdalena Orzeł oraz Dyrektor Operacyjny Radosław Nowak. W skład Rady Nadzorczej wchodzi reszta rodziny Orzeł z ojcem Józefem jako przewodniczącym oraz dwóch niezależnych specjalistów. Właści-

ciele spółki mają wizję rozwoju swojej firmy i konsekwentnie wdrażają w życie coraz to nowe pomysły. Niestety, ciężko zauważyć pozytywne efekty ich działań.

Właściciele są dumni ze zwiększenia przychodów swojej spółki, co było konsekwencją wprowadzenia sprzedaży opon przez Internet. Rzeczywiście, przychody wzrosły w 2010 roku o 48% w porównaniu do 2009 roku (z 17 do 25 mln złotych), jednak nie zmienia to faktu, że spółka osiąga stratę już na poziomie sprzedaży (520 tys. złotych w 2009 roku, 325 tys. złotych w 2010) – zdarza się nawet, że cena opon sprzedawanych przez Internet jest niższa niż cena zakupu opon od producenta, choć całkowita marża ze sprzedaży w 2010 roku wyniosła 5% (jest to poziom typowy dla branży internetowej).

Ciekawym elementem sprawozdania spółki jest jej rachunek przepływów pieniężnych (niestety niedostępny jeszcze za 2010

rok). Spółka praktycznie nie generuje środków z działalności operacyjnej, natomiast mocno inwestuje, a wszystkie środki pieniężne w spółce pochodzą jedynie z działalności finansowej. Właściwie spółka Orzeł może funkcjonować tylko dzięki licznym dotacjom ze środków Unii Europejskiej, które pozwalają finansować nowe pomysły właścicieli.

Jednym z nich jest strategia rozwoju spółki w branży motoryzacyjnej poprzez akwizycję spółek, związanych z tym sektorem. Pierwszą spółką, którą Orzeł postanowił przejąć, jest Astor S.A. – spółka zajmująca się obsługą flot samochodowych. Przejęcie to zostało sfinansowane ze środków pożyczanych na giełdzie poprzez kolejną emisję akcji.

To nie jedyny pomysł właścicieli spółki na poprawę jej rentowności. Państwo Orzeł planują zbudowanie fabryki, w której spółka będzie przetwarzała zużyte opony na granulaty gumowy najwyższej jakości. Spółka, która nie posiada większego majątku trwałego (w 2009 roku aktywa trwałe spółki wynosiły 9 mln złotych, w 2010 już 28 mln złotych z czego 18 mln to środki

trwale w budowie) oraz co roku generuje stratę, zaciągnęła dług w wysokości 7,2 mln złotych na rynku obligacji (obligacje spółki Orzeł są jednymi z najbardziej rentownych na rynku – odsetki wynoszą 15%), wyemitowała akcje o wartości 2,5 mln złotych oraz otrzymała dotację ze środków Unii Europejskiej w wysokości 17,4 mln złotych na budowę fabryki, której koszt budowy szacowany jest na 26 mln złotych. Kto nie ryzykuje, ten nie ma – a pan prezes Jacek Orzeł jest pewny, że jego ryzyko się opłaci, gdyż pytany na konferencji prasowej przez dziennikarzy, jaka jest przewidywana marża netto na sprzedaży granulatu gumowego, który będzie produkowany w nowej fabryce, pełen pewności i powagi odpowiada, że 50%.

Orzeł na NewConnect

Nie dziwi fakt, że właściciel i pomysłodawca budowy fabryki granulatu gumowego jest święcie przekonany o nadchodzącym sukcesie spółki i pełnym powodzeniu tego przedsięwzięcia. Jednak na rynku znalazło się jeszcze kilkudziesięciu innych inwestorów, którzy skłonni byli zaufać prezesowi spółki i zainwestować swoje środki w przyszłościowy biznes. Z tej perspektywy jest to liczba niemalże oszałamiająca, jednak patrząc realnie, przy takiej liczbie akcjonariuszy, akcje spółki nie posiadają praktycznie żadnej płynności – wizjonerom, którzy zainwestowali swoje środki, pozostaje tylko czekać, aż fabryka granulatu gumowego zacznie przynosić zyski, a spółka Orzeł S.A. stanie się potentatem branży motoryzacyjnej – wtedy będą mogli zrealizować swoje długo oczekiwane zyski. Mimo wszystko należy oddać sprawiedliwość inwestorom, którzy kupili akcje spółki w dniu debiutu (kosztowały one wtedy 1,75 PLN) - jeśli uda im się je sprzedać, to osiągną niebagatelny zysk, sięgający 164%, gdyż obecnie kurs akcji spółki wynosi 4,62 PLN. Trzeba jednak pamiętać, że taka cena akcji zapewne jest konsekwencją spekulacji, gdyż nie ma ona pokrycia w fundamentach spółki.

Inwestycje w spółki notowane na NewConnect zazwyczaj wiążą się z ogromnym ryzykiem, ale wizja zysków i tak skusi niejednego inwestora. Jednak w przypadku spółki Orzeł S.A. nie ma żadnego ryzyka – to po prostu nie może się udać. ■



Orzeł Opony to przykład ciekawej firmy rodzinnej. Warto pochwalić spółkę za dywersyfikację źródeł finansowania. Pozyskała ona najpierw kapitał, wchodząc na rynek NewConnect, a następnie przeprowadziła dwie emisje z prawem poboru. Ponadto firma wyemitowała obligacje notowane na rynku Catalyst. Potężny zastrzyk gotówki dla spółki to jednak dotacje unijne.

Firma mocno zwiększyła przychody. Sprzedaż w ostatnim kwartale 2010 roku wzrosła w porównaniu do poprzedniego analogicznego okresu o 57 procent. Niestety jednocześnie wzrosły koszty sprzedanych towarów, co spowodowało spadek marży na sprzedaży z 18 proc. zanotowanych w ostatnim kwartale 2009 roku do obecnych 12,6 proc. Przez to kwartalny zysk brutto na sprzedaży zwiększył się już tylko o 10 procent. Należy uznać to za spory minus w opublikowanym raporcie kwartalnym spółki. Nie tak przecież powinien wyglądać efekt skali. Dodatkowo przedstawione rezultaty były niższe niż prognozy spółki z początku 2010 roku, gdzie zakładano utrzymywanie rentowności sprzedaży. Wyszło trochę inaczej.

Orzeł Opony posiada stosunkowo niski rating Altmana wyliczany w portalu StockWatch na poziomie CCC-. Jego przyczyny to ujemny kapitał obrotowy netto, słabe wyniki operacyjne (ujemny EBIT), brak zysków zatrzymanych oraz spore zadłużenie ogólne na poziomie 70 procent.

Analizując sytuację finansową spółki, trzeba też pamiętać o wpływie wyemitowanych obligacji na przyszłe wyniki finansowe spółki. Na razie odsetki powiększają wartość budowanego środka trwałego jakim jest nowy zakład. Jednak po jego oddaniu kwartalnie odsetki od obligacji będą obciążać wynik finansowy o ponad 200 tysięcy złotych.

Mimo niskiego ratingu Altmana, czy raportu finansowego za ostatni kwartał, który nie zachwycił, Orzeł Opony to prawdziwa tegoroczna gwiazda rynku NewConnect. Kurs od początku roku prawie się podwoił. Wszystko za sprawą kolejnych transz dotacji na budowę zakładu recyklingu opon. Inwestorzy wiążą z tą działalnością duże nadzieje. Ma to być kolejny silny filar działalności spółki.

KAMIL GEMRA, ANALITYK STOCKWATCH.PL



Mukesh Ambani indyjski magnat

Mukesh Ambani już od kilku lat utrzymuje się w czołówce najbogatszych obywateli świata. Wszystko to dzięki jego dominującemu udziałowi (48%) w firmie Reliance Industries, największego indyjskiego przedsiębiorstwa prywatnego, które swój główny biznes opiera na przemyśle naftowym.

ANNA GRODECKA

Wszechstronne wychowanie

Mukesh Ambani urodził się 19 kwietnia 1957 roku w Bombaju. Wychowywał się z młodszym bratem i dwiema siostrami w skromnych warunkach, w dwupokojowym mieszkaniu. Jego ojciec, Dhirubhai Ambani, rozpoczął swoją przygodę z biznesem od handlowania przyprawami, potem przerzucił się rynek tekstyliów, a w 1958 roku założył Reliance Industries,

która nadała kierunek życiu jego syna. Kiedy rodzina była już zamożna, ojciec



Ciekawostki

- Mukesh Ambani prowadzi zdrowy tryb życia - jest wegetarianinem i abstynentem.
- Anil Ambani, młodszy brat Mukeshiego, jest celebrytą w porównaniu z bratem-domownikiem. Ożenił się z Tiną Munim, sławną bollywoodzką aktorką.
- Śpięcia pomiędzy braćmi Mukeshem i Anilem Ambani mają przyczynę w braku jednoznacznego testamentu ich ojca.

dbał o to, żeby dzieci nie straciły kontaktu z rzeczywistością – razem z opiekunem uczestniczyły w wycieczkach do dzielnic robotniczych, na wieś (miały za zadanie np. kupić bilet do środków transportu). Dhirubhai pragnął, aby jego dzieci rozwijały się na wielu płaszczyznach.

Mukesh studiował inżynierię chemiczną w Indiach, którą zakończył z tytułem licencjata. Studiował również MBA na Uniwersytecie Stanforda, ale po roku wrócił do Indii. Dołączył do załogi Reliance w 1981 roku. Już od dzieciństwa wiedział, że chce zostać kimś sławnym oraz wiele osiągnąć w życiu – i rzeczywiście mu się to udało.

Rodzinny konflikt

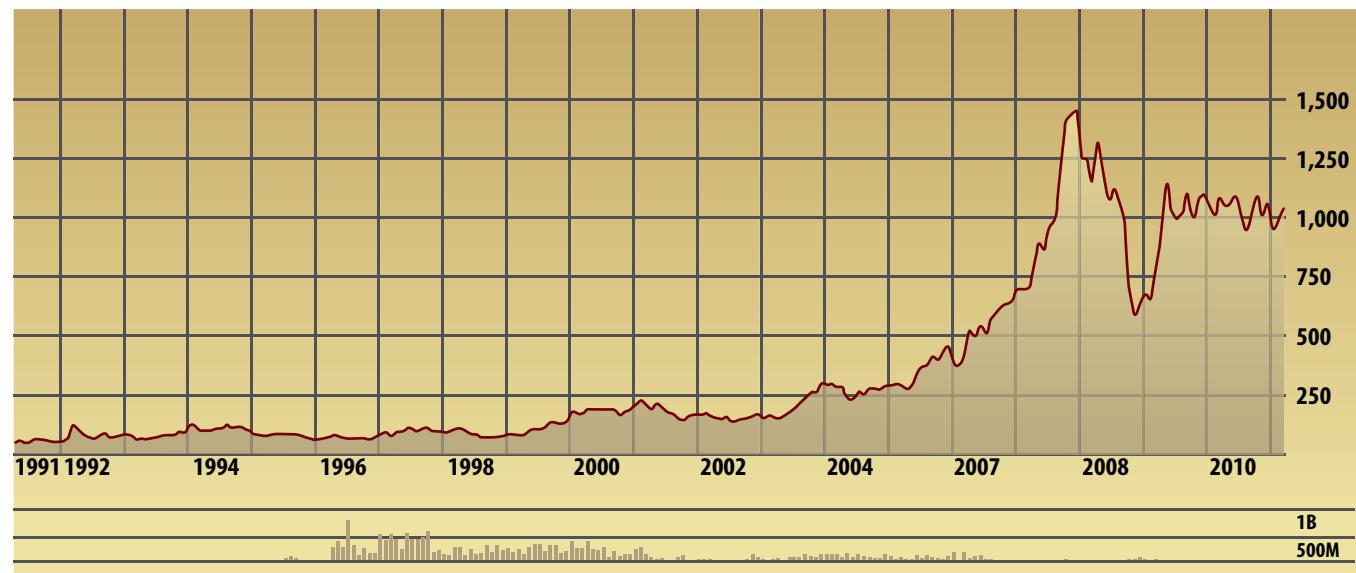
W 1986 roku Dhirubhai Ambani miał atak serca, po którym zdecydował się przekazać zarząd firmą swoim synom – Mukeshowi i Anilowi. Jednak bracia nie byli w stanie harmonijnie kierować wspólnym przedsiębiorstwem i kiedy ojciec zmarł, konflikty uniemożliwiły dalszą współpracę. W rezultacie firma została podzielona w 2006 roku na Reliance Industries, którą kieruje Mukesh, oraz Reliance Anil Dhirubhai Ambani Group, którą kieruje Anil.

Dzisiaj Reliance Industries koncentruje się głównie na przemyśle petrochemicznym, ale jako konglomerat obejmuje również spółki tekstylne, handlowe, telekomunikacyjne, a także inwestuje w specjalnych strefach ekonomicznych. Dynamiczny rozwój spółki to zasługa Mukesha – zaczął on stosować zasadę integracji pionowej i przeprowadził wiele udanych inwestycji.

Życie w luksusie

Mukesh Ambani, w przeciwieństwie do wielu miliarderów, nie problemu z wydawaniem pieniędzy i pokazywaniem swojego statusu. Razem z żoną Nitą i trojgiem dzieci żyje w 27-piętrowym domu w Bombaju, którego powierzchnia wynosi 400 tys. metrów kwadratowych. Aż siedem poziomów zajmuje parking. Apartamentowiec o nazwie nawiązującej do legendarnej wyspy Antilia ma własne ładowisko, basen, studio jogi, mini-teatr, salę balową. Plotki mówią, że znajduje się w nim również pokój, w którym można wytwarzać sztuczną pogodę – np. śnieg. Podobno jest to najdroższy dom w historii. Nie jest to dobrze widziane przez mieszkańców Indii, ➤

Wykres akcji Reliance Industries Ltd 1991-2011

Źródło: <http://www.reuters.com/finance/stocks/chart?symbol=RELI.BO>

których uwadze nie ucieka egoizm i chciwość indyjskich miliarderów, niechętnie i skąpo wspierających fundacje charytatywne.

Z drugiej strony, innowacyjne rozwiązania Ambaniego pomagają Indiom w społecznej i przemysłowej transformacji, więc pośrednio jego praca ma dobroczynny wpływ na społeczeństwo. Jeden z indyjskich przedsiębiorców powiedział o nim: „Kiedy mówimy o Rockefellerze, Carnegie i im podobnych przedsiębiorcach, każdy z nich rzeczywiście zmienił

cały przemysł. Ale kiedy patrzysz na to, czego dokonał Mukesh Ambani, on zmienił trzy z czterech przemysłów.”

Miliarder jest tajemniczy i nie zdradza zbyt wiele o sobie, nawet zaufanym osobom. Jest przywiązany do indyjskiej tradycji i ogląda co najmniej trzy filmy Bollywood na tydzień. Podobno nie obawia się zaangażować w pracę podległych mu zakładów – lubi je zwiedzać i poznawać techniki produkcji, mimo iż czasem oznacza to, że musi zapomnieć o swoim garniturze i czystych dłoniach. ■

SPROSTOWANIE

W związku z wyemitowanym artykułem „Certyfikaty międzynarodowe - potwierdzenie profesjonalnej wiedzy” autorstwa Małgorzaty Kosieckiej w wydaniu marzec 2011 miesięcznika TREND, chcielibyśmy dokonać sprostowania informacji o wysokości niektórych opłat i terminów egzaminacyjnych ACCA. Opublikowane zostały dane z roku 2010 zamiast z 2011.

Podstawowe informacje na temat certyfikatu ACCA na 2011 r.:

- maksymalnie podejść można do czterech egzaminów w sesji
- rejestracja na sesję czerwcową – do 31 grudnia
- rejestracja na sesję grudniową – do 15 sierpnia
- opłata rejestracyjna – 72 GBP
- opłata roczna – 72 GBP
- opłaty za poszczególne egzaminy: poziom Knowledge 57 GBP, poziom Skills 72 GBP, poziom Professional 84 GBP.

Redaktor Naczelna miesięcznika TREND
Dorota Sierakowska



**PIERWSZY W POLSCE
BEZPŁATNY MIESIĘCZNIK
O SZTUCE INWESTOWANIA
@RCHIWUM
MIESIĘCZNIK TREND DOSTĘPNY ONLINE
WWW.GAZETA TREND.PL**

Sezon rowerowy czas rozpocząć



Słońce, śpiew ptaków, rozwijające się pąki kwiatów... Jednym słowem, nastała upragniona i wyczekiwana przez wszystkich wiosna, a razem z nią sezon rowerowy. W weekendy w parkach, na deptakach, skwerach i wszystkich innych miejskich terenach zielonych pełno jest wielbicieli tego sportu. Obecnie jazda na rowerze to nie tylko sposób przemieszczania się, ale i sposób życia. Wielu mieszkańców wielkich miast świadomie przesiada się na rower, aby zadbać o otaczające ich środowisko oraz o swoje zdrowie. Jazda na rowerze jeszcze nigdy nie była tak pożądana jak obecnie, może i Ty dołączysz do rowerowych zapaleńców?

ANNA PATEK

3 razy tak

Trzy najważniejsze powody, dla których warto już dziś wygrzebać rower z piwnicy tudzież zaopatrzyć się w topowy model, to przede wszystkim: zdrowie, relaks, świetna zabawa. Po pierwsze - zdrowie. Podczas przejażdżki wzmacniamy cały nasz organizm. Zyskuje przede wszystkim nasze serce, na które zbawienny wpływ mają ćwiczenia typu cardio. Zwiększa się nasza odporność, normalizuje poziom cukru we krwi, wzmacniają mięśnie (zwłaszcza rąk, nóg, pleców). Dawka tlenu i endorfin, jaką może otrzymać nasz organizm podczas przejażdżki to zastrzyk energii na cały dzień, znacznie lepszy niż poranna czarna z mlekiem. Po drugie - relaks. Czy można wyobrazić sobie coś bardziej przyjemnego niż przejażdżka przez pachnący świeżością las w letni wieczór? Jazda na rowerze po pracy czy nauce pozwala zdystan-

sować się do problemów dnia codziennego. Po trzecie - świetna zabawa i sposób na spędzenie wolnego czasu. W weekend można zorganizować piknik za miastem i razem ze znajomymi dotrzeć na miejsce na rowerach - jest to oszczędność środowiska i portfela, a z drugiej strony zyskujemy piękną sylwetkę i zdrową skórę. Dla bardziej zaawansowanych najlepsze będą przejażdżki po górskich serpentynach bądź zjazdy rowerami MTB, które z pewnością spodobać się wielbicielom sportów ekstremalnych.

Wymarzone dwa kółka

Mało kto wie, że pierwszy projekt roweru powstał już w XV w. Jego autorem był Leonardo da Vinci. Od tamtego czasu zmieniło się sporo. Oferta z roku na rok jest coraz bardziej bogata i dzięki temu lepiej dostosowana do indywidualnych preferencji. Bardzo łatwo pogubić się w sklepowym gąszczu. Różnice między modelami nie zawsze konieczne

wynikają z kolorów i odcieni :). Podstawowe pytanie, jakie powinien sobie zadać rozpoczynający pedałowanie, to: gdzie najczęściej będę jeździć na rowerze? Dla osób, które planują dłuższe maratony po równej nawierzchni, zdecydowanie poleca się rower o dużych, cienkich oponach, tzw. rower szosowy. Pozwala na szybką jazdę, jednak należy pamiętać, że kosztem wygody użytkownika. Dla rowerzystów, którzy wolą szusować po leśnych drogach, off-road, najlepszym rozwiązaniem będzie zakup roweru górskiego. Najczęściej wyposażone są one w amortyzatory, które pozwalają na łagodniejszą jazdę. Dla niezdecydowanych i tych, którzy chcieliby połączyć funkcjonalność dwóch powyższych modeli strzałem w dziesiątkę będzie rower trekkingowy. A dla pań i panów, którzy cenią sobie styl i szyk, nawet podczas jazdy na jednoślady, przeznaczony jest rower miejski, najlepiej z wiklinowym koszykiem.

Gdzie po rower?

Zdecydowanie polecam sklep specjalistyczny. Warto zainwestować w dobry rower, który nie zawiedzie nas w najmniej spodziewanym momencie. Unikajmy rowerów z supermarketów, które są imitacją znanych i renomowanych marek takich jak Giant, Trek, GT, Merida, Scott, Author, Mongoose. ➤

Ich marketowe odpowiedniki to między innymi: Gigant, Trekk, GTi, Meririoda, Scout, Sconn, Authur, Mongus¹. Różnice w cenach są bardzo duże, podobnie jak różnice w jakości wykonania, użytych materiałach, osprzęcie. Często dzieje się to kosztem bezpieczeństwa rowerzysty- np. zastępuje się metalowe hamulce ich plastikowymi zamiennikami. Warto znaleźć na stronie producenta interesujący nas model i następnie przejrzeć Internet w poszukiwaniu najlepszej ceny. Dużo sklepów stacjonarnych oferuje swoje produkty poprzez portale aukcyjne. Warto się rozejrzeć za rowerem już teraz, aby najciekawsze modele nie zostały sprzątnięte nam sprzed nosa!

W grupie różnych

Istnieje wiele grup, które organizują się, żeby wspólnie przecierać „rowerowe szlaki”. Najpopularniejszą organizacją, która walczy o prawa rowerzystów i większą liczbę ścieżek rowerowych, jest Masa Krytyczna. Warszawski oddział raz w miesiącu, w ostatni piątek każdego miesiąca, bez względu na panujące warunki pogodowe, organizuje przejazd ulicami miasta. Frajda jest ogromna, zwłaszcza gdy się patrzy na oszołomionych kierowców, którzy muszą poczekać kilkanaście minut, aż „masa” przejedzie. Być może powyższa inicjatywa jest dosyć odważna, jednak z pewnością pozwala zauważyć problemy rowerzystów. Do innych inicjatyw grupy należą: Masa Powstańcza, Masa WOŚP. Cel organizacji jest jasny: *Warszawa miastem przyjaznym rowerzystom, w którym można swobodnie i bezpiecznie poruszać się na rowerze oraz go bezpiecznie parkować*².

Gdzienarower.pl

Inspiracją dla wycieczek rowerowych może być strona internetowa gdzienarower.pl. W bazie stworzonej przez użytkowników znajduje się ponad 3000 propozycji wycieczek rowerowych, zarówno dla początkujących, jak i zaawansowanych. W rankingu najpopularniejszych ścieżek wygrywają następujące trasy³:

- Runda-Szosa Warszawa-Góra Kalwaria-Warszawa (76,26 km)
- Puszczykowo-Warta (28,63 km)
- Na Jaworzynę Krynicką (25,67 km)
- Do bunkrów i Modlina (70 km)
- Rowerowy Szlak Orlich Gniazd + Pierścień Jurajski (273,54 km)

Z pewnością wartości podane w nawiasach robią wrażenie, zwłaszcza na początkujących, jednak zapewniam Was, wszystko przed Wami! Zaczynajcie od krótszych tras, a nim się obejrzyicie, ze znajomymi będziecie pedałowali wzdłuż Rowerowego Szlaku Orlich Gniazd ;) ■

1. Źródło: www.rower.pl

2. Źródło: <http://www.masa.waw.pl/index.php/o-masie>

3. Źródło: gdzienarower.pl

Rodzaje rowerów



BMX



Szosowy



Górski



Miejski



Trekkingowy

Budżet od kuchni

„Budżet i polityka podatkowa. Wybrane zagadnienia”
Jerzy Żyżyński, Wydawnictwo Naukowe PWN, 2009

MAREK IGNASZAK

Książka dr hab. Jerzego Żyżyńskiego, profesora Uniwersytetu Warszawskiego, pt. „Budżet i polityka podatkowa. Wybrane zagadnienia” jest poświęcona podstawowym kwestiom polityki fiskalnej. Autor analizuje miejsce i cele sektora publicznego w gospodarce. Profesor Żyżyński omawia podstawowe zależności makroekonomiczne, rozważając różne mechanizmy interakcji między sektorem publicznym a prywatnym i modelując ich skutki. Opisuje szeroką gamę form opodatkowania oraz analizuje wpływ każdej z nich na sytuację gospodarczą. Autor omawia także mechanizmy tworzenia oraz charakterystykę budżetu

centralnego, rozkładając na czynniki pierwsze przepływy pieniężne między rządem a sferą realną oraz wnikliwie analizując skutki takiej interakcji podmiotów gospodarczych.

Praca w sposób przejrzysty przedstawia podstawowe zagadnienia ekonomii sektora publicznego, obrazując je prostymi modelami oraz porównaniami stosowanych w Europie oraz USA form prowadzenia polityki fiskalnej. Lektura pozwoli lepiej zrozumieć sposób, w jaki rządy gospodarują zebranych podatkami oraz z jakimi wyzwaniem przychodzi zmierzyć się urzędnikom ministerstwa finansów.

Ze względu na kompleksowość analizy wielu bardzo podstawowych problemów makroekonomicznych oraz prostą charakterystykę



kę mechanizmów polityki fiskalnej omawiana książka jest idealną pozycją dla uczniów liceów oraz studentów kierunków niezwiązanych bezpośrednio z ekonomią. Przeczytanie „Budżetu i polityki podatkowej” nie wzbogaci jednak wiedzy osób, które mają już za sobą kurs podstawowej makroekonomii. ■

O metodologii ekonomii

„Meandry historii ekonomii. Między matematyką a poezją”
Adam Glapiński, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2006

ANNA GRODECKA

Zarówno tytuł, jak i okładka „Meandrów historii ekonomii” są mylące. Adam Glapiński, wykładowca Szkoły Głównej Handlowej, skupia się bowiem w swojej książce nie na historii ekonomii, ale na rozważaniach o metodologii ekonomii.

Początkowe rozdziały są poświęcone miejscu ekonomii w krainie nauk i próbie zdefiniowania jej jako nauki. Profesor przy-

tacza przy tym opinie znanych ekonomistów na ten temat, odnosi się do roli matematyki i eksperymentu w ekonomii. W swoich rozważaniach poświęconych rozwojowi tej nauki odnosi się również do greckich filozofów i niektórych wydarzeń z historii ekonomii.

„Meandry historii ekonomii” to teoretyczna książka o metodologii ekonomii, która ze względu na formalny język ma szansę dotrzeć tylko do zainteresowanych myślą ekonomiczną. Lektura z pewnością spodoba się



wszystkim, którzy lubią rozważać o miejscu ekonomii wśród nauk i filozofować o teorii ekonomii. ■

Teoria gier wokół nas

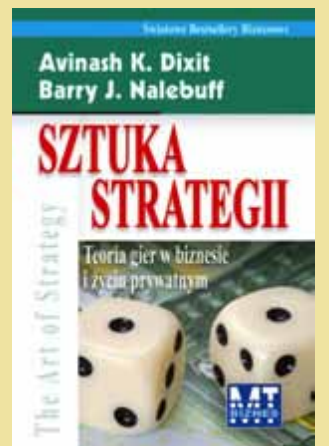
A. Dixit, B. Nalebuff „Sztuka strategii”, wyd. MT Biznes, Warszawa 2009

DOROTA SIERAKOWSKA

Kiedy warto zdać się na przypadek? Czy palenie za sobą mostów może być dobrym posunięciem? Między innymi na te pytania odpowiada książka „Sztuka strategii”, którą można uznać za pewnego typu podręcznik wprowadzający czytelnika w świat teorii gier. Jest to jednak podręcznik niezwykle, gdyż autorzy ograniczyli w nim matematyczne wyliczenia do minimum, zastępując je przykładami wziętymi z życia codziennego. Definiowanie takich pojęć jak strategia dominująca czy dylemat więźnia odbywa się tu poprzez

analizę przypadków ze świata sportu, polityki, mediów, nawet życia rodzinnego.

Lektura książki Dixita i Nalebuffa pokazuje, że teoria gier jest w naszym życiu wszechobecna. Autorzy uświadamiają czytelnikowi, że czasem każdy z nas wykorzystuje tę naukę podświadomie. Pokazują jednak także, kiedy ludzkie ułomności w myśleniu prowadzą do podjęcia nieracjonalnych decyzji. Czytelnik ma szansę nauczyć się technik, dzięki którym będzie mógł w jak największym stopniu kierować się w życiu logiką. Pomocne są przy tym zawarte w książce ćwiczenia myślowe (tzw. „wyprawy do siłowni”) oraz studia przypadku.



Z pewnością książkę „Sztuka strategii” można polecić wszystkim, którzy chcą spojrzeć na codzienne życiowe wybory z nieco innej perspektywy. ■

Książka do nabycia w księgarni internetowej Maklerska.pl

ROZWIĄŻ I WYGRAJ

I MIEJSCE

Zestaw trzech książek

„Tao Warrena Buffetta”,
„Ekonomika i finanse
gospodarstw domowych”,
„Giełda. Podstawy
inwestowania”

+ Pamięć USB 2.0 Gb
+ abonament do serwisu
STOCKWATCH.pl
o wartości 59 zł



II MIEJSCE

Zestaw dwóch książek

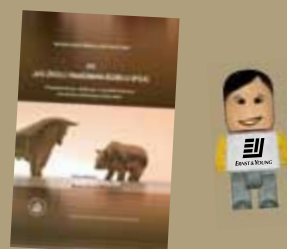
„Finansowe instrumenty
pochodne”, „Rachunkowość”
+ Pamięć USB 2.0 Gb
+ abonament do serwisu
STOCKWATCH.pl
o wartości 59 zł



III MIEJSCE

Książka

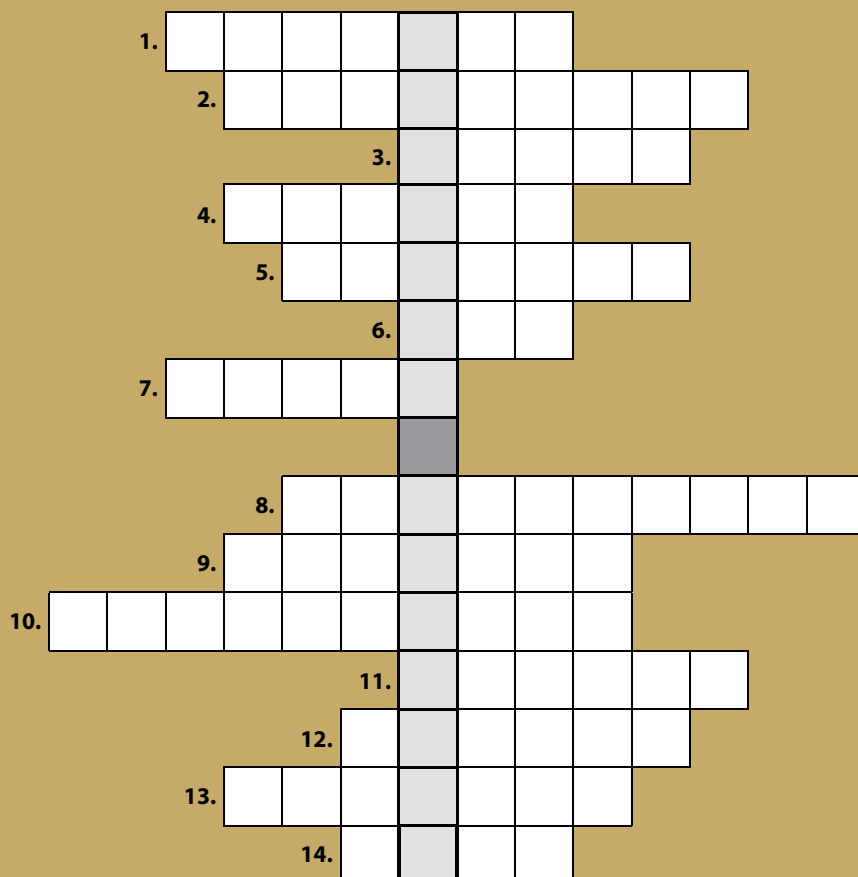
„IPO jako źródło finansowania
rozwoju spółki”
+ Pamięć USB 2.0 Gb
+ abonament do serwisu
STOCKWATCH.pl
o wartości 59 zł



Zapraszamy do rozwiązywania naszej kwietniowej 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 **30 kwietnia 2011r.** na adres konkurs@gazetatrend.pl

- Osoba już zatrudniona, która może blokować dopływ nowych pracowników do danej firmy
- Zbiór zasad przyzwoitego zachowania w Internecie
- Owładnięty konfliktem militarnym kraj w północnej Afryce
- ... Road – najdroższa ulica świata
- David ... – premier Wielkiej Brytanii
- Chilijskie wyspecjalizowane fundusze emerytalne zarządzane przez profesjonalnych menedżerów
- „When in ..., sell out” („Kiedy masz wątpliwości, sprzedawaj”) – powiedzenie z Wall Street
- Zorganizowany rynek akcji GPW, prowadzony poza rynkiem regulowanym w formule alternatywnego systemu obrotu
- Rezydencja Mukesha Ambani
- Cena ... – ostatnia cena płacona za towar każdego dnia handlowego
- ... finansowania – np. dług lub fundusze private PE/VC
- „... Job” – film dokumentalny Charles'a Fergusona, zdobywca tegorocznego Oscara
- ... Valley – notowana na NewConnect spółka zajmująca się importem i sprzedażą win
- ... Krytyczna – ruch społeczny walczący o prawa rowerzystów



Lista zwycięzców zostanie ogłoszona na stronie internetowej
www.gazetatrend.pl/konkurs do dnia 05.05.2011r.
Regulamin konkursu na stronie www.gazetatrend.pl/konkurs

Sponsorami nagród w konkursie są:



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**

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
www.gazetatrend.pl/praca

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



**Kompleksowe wsparcie
dla młodych
przedsiębiorców**

www.aipsgh.pl

TREND
MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA
www.gazetatrend.pl



A CAREER THAT'S AS FLEXIBLE AS YOU WANT TO BE

ACCA trainees can combine work with their studies or focus full time on studying. It's up to you. Because we believe in providing students with opportunity, whatever their circumstances. The ACCA Qualification prepares you to work in any employment sector. And it's a qualification and career that can travel with you wherever life takes you. Because ACCA is as relevant internationally as it is at home.

ACCA

**PREPARED TO
BE DIFFERENT**



FIND OUT MORE ABOUT
THE GLOBAL BODY FOR
PROFESSIONAL ACCOUNTANTS

+48 22 692 41 10
admin@accaglobal.com.pl
www.accaglobal.com.pl