

3/2007

# Akcjonariusz

**SIU** STOWARZYSZENIE  
INWESTORÓW  
INDYWIDUALNYCH

**Problemy  
podatkowe**  
*inwestora giełdowego*

**Uwaga  
na prowizje**  
*czyli o wyborze biura  
maklerskiego*

*Relacja  
z konferencji*  
**WallStreet**

## **Marketing XXI wieku**

*Michał Kornacki Prezes Zarządu IMS S.A. o tajemnicach  
videomarketingu i audiomarketingu*

*Partnerzy wydawnictwa*

 **Trade Brokers**  
Dom Maklerski S.A.



Centralny Dom Maklerski  
PEKAO SA

Profesjonalny Inwestor 2007  
16-18 listopada 2007  
Gdańsk  
STOWARZYSZENIE INWESTORÓW INDYWIDUALNYCH  
Organizator konferencji

Partnerzy strategiczni:



Partnerzy medialni:

Money.pl

PARKIET

Forbes

RZECZPOSPOLITA

IPO.pl

- Najlepsi praktycy i analitycy rynku kapitałowego
  - Liczne warsztaty, wykłady i panele dyskusyjne
  - Ponad 200 uczestników z całej Polski
  - Imprezy inwestorskie i dyskusje kulturalowe

Zostań profesjonalnym inwestorem! Dowiedz się jak skutecznie inwestować! Liczba miejsc ograniczona

zapisy i szczegóły: [www.sii.org.pl](http://www.sii.org.pl) tel. 71 332 95 60



## Elektroniczne wydanie prenumeraty Gazeta Giełdy „Parkiet”

W rocznej prenumeracie otrzymasz gratis:

- > Dostęp do internetowego archiwum „Parkietu”
- > Notowania online – program Parkiet Trade 1 (oferta dla osób fizycznych)
- > „Przewodnik inwestora”
- > 10% rabatu na szkolenia organizowane przez „Parkiet”
- > 40% rabatu dla członków Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych

dostępna na

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

PARKIET

Codziennie o tym, co się liczy

## Spis treści

### Wywiad

IMS - marketing XXI wieku ..... 4

Hyperion: druga emisja ..... 12

### Felieton

Rola Fed w zażegnaniu kryzysu sektora finansów ..... 7

Razem znaczy lepiej ..... 15

Giełda - dla każdej spółki ..... 16

Co każdy inwestor powinien wiedzieć o podatku giełdowym ..... 18

Związki między hossą/bessą, a temperaturą na rynku fuzyj i przejęć? ..... 36

### Ranking

Podium - II kwartał 2007 r. .... 8

Wybór biura maklerskiego ..... 38

### Relacja

WallStreet 11 - raz w roku Giełda znajduje się w Zakopanem ..... 21

### Aktualności

Działania akcjonariuszy mniejszościowych przynoszą wymierne efekty ..... 24

### Edukacja

Analiza fundamentalna (cz. 3) ..... 26

Produkty strukturyzowane ..... 30

Filozofia skutecznego inwestowania ..... 32

Ile na tym zarobisz? Sierpniowe spadki i rekordy pochodnych ..... 40

Podstawy analizy technicznej (cz. 3) ..... 46

### Ze spótek

Kampania Piwowarska - składowe sukcesu . . 44

# Szanowni Czytelnicy



■ Michał Mastowski

Oddajemy do Państwa rąk kolejny numer Akcjonariusza. Jak możecie Państwo zauważyć, rozrastamy się. Akcjonariusz liczy już 52 strony i mam nadzieję, że ta tendencja zostanie zachowana. Chcemy przygotowywać jeszcze więcej materiałów z myślą o inwestorach indywidualnych, jednocześnie cały czas utrzymując zasadę: Akcjonariusz dla członków SII dostarczany jest za darmo. Mało tego, chcemy rozszerzać paletę usług, które dla członków SII są oferowane za darmo lub w niezwykle promocyjnych cenach. Warto być członkiem SII, to się po prostu opłaca.

Chciałbym zachęcić Państwa do korzystania ze strony internetowej Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych [www.sii.org.pl](http://www.sii.org.pl). Członkowie SII po zalogowaniu mają możliwość wglądu i aktualizacji swoich danych osobowych, a także możliwość zapisywania się na projekty organizowane przez SII. Już wkrótce na stronie pojawią się specjalnie materiały skierowane tylko i wyłącznie dla członków SII, dostępne tylko i wyłącznie po zalogowaniu. Będą to niezwykle atrakcyjne raporty i analizy, których nie znajdziecie Państwo nigdzie indziej.

Najbliższy projekt, który polecam Państwa uwadze to konferencja Profesjonalny Inwestor, która jest organizowana przez Stowarzyszenie w dniach 16-18 października 2007 r. Profil tej konferencji można określić jednym stwierdzeniem "wiedza praktyczna inwestora giełdowego w pigułce". Jeżeli byli Państwo na konferencji WallStreet, którą organizujemy każdego roku na wiosnę, to konferencja Profesjonalny Inwestor jest jej rozwinięciem z większym naciskiem na wiedzę praktyczną, ćwiczenia i warsztaty.

Życzę Państwu miłej lektury.  
Michał Mastowski

## Akcjonariusz

Kwartalnik Stowarzyszenia  
Inwestorów Indywidualnych

Redaktor naczelny:

Michał Mastowski

Zastępca redaktora naczelnego:

Konrad Smok

Redakcja: ul. Długopolska 22, 50-560 Wrocław

telefon: +48 (0) 71 332 95 60

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

Reklama: Kamil Karpicki, tel. 604 122 664

kkarpicki@sii.org.pl

internet: [www.sii.org.pl](http://www.sii.org.pl)

e-mail: [akcjonariusz@sii.org.pl](mailto:akcjonariusz@sii.org.pl)

Opracowanie graficzne: Tomasz Baziuk

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





Pierwszy w Polsce Ranking  
Kwartalnych Wyników Spółek Giełdowych

## Podium - II kwartał 2007 r.

■ Piotr Cieślak, SII

Polska gospodarka w II kw. 2007 roku wciąż rozwijała się szybko, jednak nie aż tak szybko, jak w I kw. bieżącego roku. Mimo to, większość spółek poradziła sobie w tym okresie bardzo dobrze. Z dobrej koniunktury korzystają przedstawiciele zdecydowanej większości branż. W efekcie wyniki bardzo wielu spółek poprawiły się o kilkadziesiąt procent. Dzięki tej poprawie oraz dzięki głębokiej sierpniowej przecenie rynku, akcje wielu spółek stały się z pewnością atrakcyjniejsze niż jeszcze kilka tygodni temu, nie oznacza to jednak, że są już wystarczająco tanie.

W najbliższych miesiącach dobra koniunktura w gospodarce powinna się utrzymać. Nie należy się jednak spodziewać takiego jak dotychczas, czyli ponadprzeciętnego, wzrostu PKB, którego poziom przekraczać będzie 6, czy też 7%. Z większym prawdopodobieństwem można oczekiwać wzrostu gospodarczego na poziomie 4,9-5,5%. W perspektywie najbliższych kilkunastu miesięcy dość dużym ryzykiem dla naszej gospodarki mogą okazać się procesy inflacyjne wywołane m. in. wzrostem podaży pieniądza. Na wzrost podaży wpływać może zarówno rosnąca presja płacowa, jak i napływ środ-

ków z zagranicy. Niebezpieczny dla inflacji, a tym samym dla gospodarki, może okazać się także przyrost płac, który może być dużo szybszy od wzrostu wydajności pracy. Jeśli te problemy zaczną się w pewnym momencie nawarstwiać w zbyt dużym stopniu, to spółki zaczną borykać się ze zbyt szybko rosnącymi kosztami, w tym również obciążeniami finansowymi. Jeśli firmom nie uda się przełożyć wzrostu kosztów działalności na finalnego odbiorcę produktów, to gospodarka istotnie zwolni. Dlatego w perspektywie przynajmniej kilku, kilkunastu najbliższych miesięcy na pewno należy mieć te czynniki na uwadze i bacznie je obserwować, gdyż mogą w przyszłości przełożyć się na wyniki finansowe spółek giełdowych.



### 1. Opoczno: Widoczne są już efekty restrukturyzacji

Opoczno S.A. jest największym producentem płytek ceramicznych w Polsce i jednym z największych w Europie. Oferuje kompleksową gamę płytek ceramicznych: płytki ścienne i podłogowe, gresy szkliwione i nieszkliwione, gresy polerowane i satynowane oraz pełny wybór dekoracji ceramicznych. Produkty Opoczno sprzedawane są pod markami: Opoczno, Primacer, GresTeQ oraz Dvarcioniu Ceramika. Ofertę dopełniają kolekcje marek dedykowanych. Marka Opoczno jest najbardziej znaną i rozpoznawalną marką płytek ceramicznych w Polsce z 65% spontaniczną rozpoznawalnością. Spółka może zaliczyć drugi kwartał bieżącego roku do wyjątkowo udanych. Przychody ze sprzedaży sięgnęły w tym okresie 152,9 mln zł, podczas gdy rok wcześniej zaledwie 108,9 mln zł, co oznacza dynamikę wzrostu na poziomie ponad 40%. Warto odnotować, że w tym samym okresie o ponad 27% spadły koszty ogólnego zarządu, a pozostałe pozycje kosztowe utrzymały się na racjonalnych poziomach. W efekcie zysk operacyjny sięgnął w II kw. 2007 roku poziomu 21,5 mln zł,

podczas gdy rok wcześniej było to tylko 1,3 mln zł. Zysk netto zamknął się w ostatnim kwartale kwotą w wysokości 14,3 mln zł, wobec 356 tys. straty wykazanej w tym samym okresie ubiegłego roku.

Wyniki Opczna pokazują, że spółka ewidentnie korzysta na ożywieniu w branży, na działaniach marketingowych, a także, co jest kluczowe, na prowadzonej restrukturyzacji. Michał Sotowod już wielokrotnie udawał, że potrafi restrukturyzować i rozwijać spółki, a pierwsze wyraźne efekty restrukturyzacji Opczna są jedynie potwierdzeniem dobrej renomy tegoż inwestora (pośrednio kontroluje Opczno przez Spółkę Cersanit), a jednocześnie efektem synergii wynikającym ze współpracy z Cersanitem. Dalszej poprawy wyników finansowych Opczna oczekiwać można, co najmniej w perspektywie trzech najbliższych kwartałów.

## 2. KPPD: Roczna prognoza zrealizowana po półroczu

KPPD SA jest największym w kraju producentem tarcicy. Obróbką drewna, w szeroko rozumianym zakresie, firma zajmuje się już od ponad 50 lat. Wyroby produkowane są w dziewięciu zakładach przetwarzających surowiec tartaczny iglasty i dwóch zakładach przerabiających surowiec liściasty. Główne asortymenty produkcji to tarcica (świeża, suszona, strugana i impregnowana), elementy konstrukcyjne na więźby dachowe i konstrukcje domów, elementy klejone, podkłady kolejowe, deski podłogowe, boazerie, listwy wykończeniowe, elementy (fryzy) do produkcji mebli i innych wyrobów, wyroby małej architektury określane jako program ogrodowy. KPPD posiada także dwa Składy Fabryczne oraz Zakład Budowy Maszyn „Madrew”. Spośród firm tartacznych na terenie całego kraju wyróżnia się największym potencjałem suszarnianym w nowoczesnych, elektronicznie sterowanych suszarniach. W ostatnich latach spółka uruchomiła 88 komór suszarnianych.

W II kw. 2007 roku spółka wypracowała 65,5 mln zł przychodów ze sprzedaży, wobec 57 mln zł w tym samym okresie roku ubiegłego. Racjonalizacja pozycji kosztowych przy rosnących cenach sprzedawanego surowca pozwoliła spółce na wzrost zysku operacyjnego do 6,6 mln zł, czyli o ponad 102% w stosunku do II kw. 2006 roku. Końcowy wynik za II kw. 2007 roku

zamknął się zyskiem w wysokości 5,6 mln zł, czyli o ponad 140% wyższym od wyniku wypracowanego w II kw. poprzedniego roku. Narastająco po pierwszych 6 miesiącach 2007 roku spółka miała na koncie już 9,3 mln zł zysku netto, czyli o 1,3 mln zł więcej od skorygowanej już raz w górę prognozy. Ten wynik spowodował, że Zarząd po wynikach za II kw. już drugi raz w ciągu kilku ostatnich miesięcy podniósł tegoroczną prognozę zysku, tym razem do 13,5

mln zł. Wzrost również poziom planowanych inwestycji oraz przychodów. Spółka trafiła na podium już drugi raz z rzędu, tym razem jednak uplasowała się na drugiej pozycji (w poprzednim kwartale na pierwszej). Pozycja ta jest w pełni zasłużona, gdyż już po pierwszym półroczu udało się firmie znacząco przekroczyć całoroczną prognozę zysku, zgodnie z którą wynik netto miał wynieść 8 mln zł. To z kolei przyczyniło się do podniesienia prognozy całorocznej do poziomu 13,5 mln zł, co daje 8,3 zł zysku na jedną akcję. Jeszcze kilka dni temu spółka była notowana po głębokiej korekcie przy cenie 64 zł, a to oznaczało, że była notowana ze wskaźnikiem C/Z na poziomie 7,7. Drugiej tak atrakcyjnej cenowo spółki z branży materiałów budowlanych, czy też drzewnej nie było na całym parkiecie. Inwestorzy muszą mieć jednak świadomość, że drugie półrocze będzie dla KPPD istotnie słabsze od pierwszego. Będzie to wynikało przede wszystkim z sezonowości. Większą uwagę inwestorzy powinni przykuć także do przyszłego roku, kiedy to nieunikniona podwyżka cen surowca oraz rosnąca presja płacowa przyczynią się najprawdopodobniej do spadku zyskowności. Wiele zależy jednak od działań restrukturyzacyjnych i inwestycyjnych. Jeśli Spółce uda się ograniczyć koszty poprzez zwiększenie wydajności pracy i poprzez wdrożenie wysokomarżowych produktów, z pewnością wpłynie to na złagodzenie tempa spadku zyskowności.

## 3. Zeg: Zysk rośnie, a koszty wreszcie spadają

ZEG zajmuje się produkcją urządzeń aparatury elektronicznej i automatyki, głównie dla górnictwa i energetyki. Wytwarza także stanowiska kasowe, elementy wyposażenia sklepów i hurtowni, szuflady kasowe, obudowy przemysłowe, szafy dla urządzeń łączności, energetyki. W ostatnich

miesiącach firma pozyskała nowego właściciela. Obecnie prowadzone są działania naprawcze, które mają przyczynić się do istotnego ograniczenia kosztów, a także mają zdynamizować dotychczasowy rozwój.

Wynik za II kwartał był najlepszym rezultatem za ten okres na przestrzeni co najmniej ostatnich 7 lat funkcjonowania Firmy. Grupa Zeg wypracowała w ostatnim kwartale przychody w wysokości 11,9 mln zł, czyli o niemal 20% wyższe w stosunku do tego samego okresu poprzedniego roku. Swoją uwagę przykuwają z pewnością spadające koszty sprzedaży oraz koszty ogólnego zarządu. Dzięki procesom racjonalizującym koszty, zysk operacyjny wzrósł w II kwartale do 0,9 mln zł, wobec 0,32 mln zł zysku wypracowanego w tym samym okresie roku poprzedniego. Zysk netto zamknął się natomiast kwotą 0,9 mln zł, wobec wypracowanego roku temu zysku na poziomie 0,3 mln zł. Daje to dynamikę poprawy rzędu 200%.

Akcjonariusze mniejszościowi ZEG od kilkunastu miesięcy oczekiwali od Zarządu działań restrukturyzacyjnych. W II kw. bieżącego roku takowe działania zostały wreszcie podjęte. Efekt był natychmiastowy - spadły zarówno koszty sprzedaży jak i ogólnego zarządu. Drugie półrocze, zgodnie z zapowiedziami Zarządu, powinno być także udane, szczególnie ze względu na sezonowość oraz prowadzone działania naprawcze. Prawdziwy efekt restrukturyzacji widoczny jednak będzie dopiero w przyszłym roku, kiedy to koszty powinny zostać obniżone w dużo wyższym stopniu niż dotychczas, pozwalającym na oszczędności w granicach 1,8 mln zł.

## 4. Krosno: Wyniki coraz lepsze

Krośnieńskie Huty Szkła Krosno są największym i najbardziej znanym producentem szkła gospodarczego w Polsce oraz jednym z liderów rynku światowego w tej branży. Krosno jest firmą o długiej tradycji i doświadczeniu — została założona w 1923 roku w Krośnie, w południowo-wschodniej części Polski i od lat zajmuje się produkcją sodowego szkła gospodarczego. Firma zatrudnia blisko 3500 pracowników. Wizytówką Krosna jest szkło formowane tradycyjną metodą ręczną. Znaczącą pozycję w ofercie handlowej firmy stanowi również szkło stołowe formowane mechanicznie. Spółka ma za sobą bardzo udany kwartał. Wyniki poprawiły się na wszystkich kluczowych poziomach. Przychody ze sprzeda-

ży wzrosły w II kw. bieżącego roku do 94,3 mln zł, podczas gdy rok temu wyniosły 87,6 mln zł. Racjonalizacja większości pozycji kosztowych (poza kosztami ogólnego zarządu) przyczyniła się do wypracowania 4,5 mln zł zysku ze sprzedaży. Rok temu spółka osiągnęła na tym poziomie zysk w wysokości niecałych 0,7 mln zł. Zysk operacyjny wzrósł w ostatnim kwartale do 4,9 mln, podczas gdy rok temu wyniósł 4,5 mln zł. Rok temu na wynik ten wpływ miały jednak zdarzenia jednorazowe, a w tym roku nie. Ostatecznie spółka wypracowała w ostatnim kwartale 1,9 mln zł, wobec 0,7 mln zł straty przed rokiem.

Wynik za ostatni kwartał pokazuje, że spółka w coraz większym stopniu zaczyna czerpać korzyści z prowadzonej restrukturyzacji. Wyniki mogłyby być w ostatnim kwartale jeszcze lepsze, gdyby złotówka była słabsza. Zależność ta wynika z faktu, że Krosno dużą część wyrobów wysyła na eksport. Zważając więc na trudną dla spółki sytuację walutową oraz wciąż wdrażany i realizowany program naprawczy, można ocenić ostatni kwartał bardzo pozytywnie. Spodziewać się można w kolejnych kwartałach dalszych pozytywnych efektów restrukturyzacji. Póki co, ze względu na dotychczasowe problemy związane z procesem naprawczym, kurs akcji, a także akcjonariusze Krosna do dziś nie zaznali smaku trwającej od kilku lat hossy.

## 1. Toora: Gigantyczna strata

Toora Poland jest producentem aluminiowych komponentów samochodowych oraz felg. Jej klientami są największe koncerny motoryzacyjne. Dzięki rosnącemu na świecie popytowi na aluminiowe części samochodowe spółka odnotowuje dynamiczny rozwój. Sprzedaż aluminiowych komponentów samochodowych i felg stanowi niecałe 80% przychodów spółki (2006 r.). Do klientów Toora Poland należą tacy potentaci branży motoryzacyjnej jak Grupa Fiat, General Motors, Grupa TRW (systemy bezpieczeństwa), Magneti Marelli (podzespoły samochodowe), czy Faurecia (m. in. układy wydechowe). Toora Poland wytwarza również aluminiowe grzejniki centralnego ogrzewania (ok. 15% przychodów), sprzedawane zarówno w kraju, jak i za granicą. Spółka zaskoczyła swoim wynikiem za II kwartał chyba nawet największych pesymistów. Choć przychody ze sprzedaży spadły w II kw. bieżącego roku wobec tego samego okresu roku poprzedniego tylko o 4,5%, do poziomu 68,8 mln zł, to koszty wytworzenia sprzedanych produk-

tów wzrosły bardzo dynamicznie. W II kw. 2007 roku ich wartość sięgała kwoty 98,6 mln zł, podczas gdy rok wcześniej było to zaledwie 67,8 mln zł, co daje dynamikę wzrostu na poziomie 45%. W takiej sytuacji spółka musiała wykazać bardzo dużą stratę zarówno na poziomie operacyjnym, jak i netto. Wynik operacyjny zamknął się stratą 34,1 mln zł, a na poziomie netto kwotą 39,7 mln zł. Rok temu spółka zarobiła odpowiednio 4,3 mln zł i 3,2 mln zł.

Wpływ na tak fatalny wynik finansowy miały liczne zdarzenia, w tym m. in. proces uruchamiania poszczególnych linii produkcyjnych, który z przyczyn technicznych okazał się w ostatnich miesiącach dłuższy niż to pierwotnie planowano. Dłużej niż zakładano trwało też uzyskanie od klientów homologacji, czyli pozwoleń na dostawy produktów dla poszczególnych klientów. Jednocześnie zrealizowano niższe od zakładanych zamówienia dotyczące produkcji felg. Ponadto w wyniku problemów technologicznych jak i jakościowych w ciągu pierwszych sześciu miesięcy 2007 roku spółka poniosła około 10,8 mln zł kosztów związanych z wielokrotną obróbką wadliwych felg aluminiowych (odlakierowanie, przetopienie, obróbka, ponowne lakierowanie). Oprócz tego uruchomienie nowych linii produkcyjnych w pierwszym półroczu 2007 roku wygenerowało znaczące koszty „nadzwyczajne” w wysokości 12,5 mln zł (koszty energii, materiału, personelu, napraw, itp.).

Inwentaryzacja stanów magazynowych na dzień 30 czerwca 2007 roku wykazała różnice stanu na łączną kwotę 17,1 mln zł. Z czego około 3,4 mln zł było rzeczywistym zużyciem materiału, około 4,6 mln zł wynikało z błędów w deklaracjach na wydziałach produkcyjnych, natomiast około 9,1 mln zł brało się z błędów w wykazie podstawowym poszczególnych kodów wyrobów. W spółce niezbędne są natychmiastowe działania restrukturyzacyjne. Obecny Zarząd koniecznie musi wyciągnąć daleko idące wnioski z popełnionych błędów. To jedyny sposób, by odzyskać zaufanie rynku. Jeśli działania naprawcze nie przyniosą oczekiwanych efektów, to spółka może popaść w poważne tarapaty, szczególnie że już teraz zobowiązania Toory są dość wysokie, a wyniki uległy bardzo silnemu osłabieniu.

O tym z jak poważnym problemem mamy do czynienia, inwestorzy dowiedzą się tuż po publikacji raportu za trzeci kwartał.

## 2. Polcolorit: Boom budowlany nie pomoże

Polcolorit jest najstarszym prywatnym polskim producentem płytek ceramicznych. Oferta spółki obejmuje płytki łazienkowe, kuchenne i podłogowe oraz bogato zdobione dekoracje i elementy wykończeniowe. W 2006 roku ruszyła produkcja w drugim zakładzie — Ceramika Marconi.

W II kw. bieżącego roku spółka wypracowała 25,7 mln zł przychodów, czyli o niemal 34% więcej niż w tym samym okresie poprzedniego roku. Niestety, dynamicznie rosnące koszty własne sprzedaży, koszty ogólnego zarządu i koszty sprzedaży, spowodowały, że wynik na poziomie operacyjnym okazał się zdecydowanie gorszy niż w roku poprzednim. Spółka wykazała w II kw. stratę na poziomie operacyjnym w wysokości 0,8 mln zł, podczas gdy rok wcześniej zarobiła w II kw. 3,6 mln zł. Znaczący przyrost kosztów finansowych spowodował z kolei dalsze pogorszenie wyniku końcowego, w efekcie czego strata netto sięgnęła poziomu 1,7 mln zł, wobec 3,1 mln zł zysku netto wykazanego przed rokiem.

Wpływ na tak słabe wyniki w ostatnim kwartale miała przede wszystkim znacznie wyższa wartość sprzedaży wyrobów w gatunku II, w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego (wzrost o ponad 200%) oraz niższy udział w sprzedaży wysokomarżowych dekoracji.

Należy mieć na względzie, że w wyniku podwyższenia cen na oferowane produkty, Grupa Polcolorit od czerwca poprawia rentowność sprzedaży, co powinno wpłynąć na polepszenie rezultatów w kolejnych okresach sprawozdawczych (także pod warunkiem ograniczenia kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu). W II kwartale 2007 roku (podobnie jak w I kwartale 2007

*Jeśli firmom nie uda się  
przełżyć wzrostu  
kosztów działalności na  
finalnego odbiorcę  
produktów, to gospodarka  
istotnie zwolni*

roku) czynnikiem, który znacząco wpłynął na skonsolidowane wyniki spółki, był wzrost kosztów operacyjnych, związany z uruchomieniem działalności operacyjnej w Ceramice Marconi Sp. z o.o. (podmiot zależny Polcolorit S.A.). Uruchomienie działalności produkcyjnej (produkcja

granulatu oraz płytek ceramicznych) spowodowało wzrost kosztów ogólnozakładowych (administracyjnych) oraz kosztów sprzedaży. Wzrost tych kosztów nie został zrekomensowany adekwatnym wzrostem przychodów ze sprzedaży.

Wyniki spółki za ostatni kwartał były bardzo słabe. Polcolorit już od kilku kwartałów boryka się z problemami finansowymi, w tym przede wszystkim z pozycjami kosztowymi. Mimo, że w branży materiałów budowlanych i w budownictwie trwa boom, to wyniki spółki ciągle się nie poprawiają. Spółka niewątpliwie ma potencjał, który wciąż nie jest wykorzystany. Żeby go wykorzystać, Zarząd musi koniecznie przyspieszyć dotychczasowy proces restrukturyzacyjny i rozwojowy. W innym przypadku słabe będą także i kolejne kwartały, choć dzięki wzrostom cen sprzedawanych wyrobów niekorzystne tendencje mogą ulec złagodzeniu.

### 3. Mieszko: Wzrosły koszty oraz strata

Firma Mieszko S.A. to jeden z najbardziej znanych polskich producentów słodyczy - działa na rynku od 1993 roku, kontynuując liczącą ponad pół wieku tradycję cukiernictwa zakładów Ślązak i Raciborzanka. Od 1997 roku spółka notowana jest na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Obecnie firma dysponuje dwoma zakładami produkcyjnymi w Raciborzu i jednym w Warszawie, w których zatrudnia ok. 900 osób. Mieszko S.A. produkuje karmelki, wyroby czekoladowe i wafle na rynek polski oraz na eksport do krajów UE, Stanów Zjednoczonych i Rosji. Najbardziej znane produkty Mieszko to: cukierki musujące Zozole — lider na rynku cukierków musujących, karmelki Frutis, pralinki Klejnoty, czekoladki Michaszki, Truffle, Marcepan oraz wafelki Mite Chwile.

Drugi kwartał 2007 roku był dla spółki słaby. Nie dość, że spadły przychody, to wzrosty, w stosunku do II kw. ubiegłego roku o około 9-11%, zarówno koszty sprzedaży, jak i koszty ogólnego zarządu. W efekcie spółka wykazała na poziomie operacyjnym stratę w wysokości 0,93 mln zł, wobec ubiegłorocznego zysku na rzędu 1,44 mln zł. Na poziomie wyniku ze sprzedaży spółka straciła w II kw. bieżącego roku niemal 1,5 mln zł, a strata netto sięgnęła kwoty w wysokości 1,93 mln zł, podczas gdy ubiegłoroczna strata wyniosła zaledwie 130 tys. zł. Przychody spadły z kolei w stosunku do II kwartału ubiegłego roku z 43,7 mln zł do 41,4 mln zł, czyli o 5,3%. Na wyniki za II kwartał niewątpliwie wpły-

nęła wysoka czerwcowa temperatura, w efekcie czego istotnie spadła w tym okresie sprzedaż. Niemniej obok tego czynnika zauważalny jest wzrost kosztów sprzedaży, jak i ogólnego zarządu. Pierwszy koszt z pewnością można wytłumaczyć kampaniami promocyjnymi i działaniami pro sprzedażowymi. Drugi z czynników, czyli rosnące koszty ogólnego zarządu, jest niewątpliwie trudniejszy do wytłumaczenia, szczególnie, że przychody ze sprzedaży w II kwartale spadały. Najwyraźniej Zarząd do dziś ma problemy z restrukturyzacją kosztową spółki. Najbliższy kwartał ze względu na sezonowość nie powinien być zbyt dobry. Założyć można, że spółka raczej nie poprawi ubiegłorocznego wyniku za III kwartał, szczególnie w sytuacji, gdy nie zostaną podjęte mocne działania związane z ograniczaniem kosztu funkcjonowania firmy.

### 4. Famur: Zysk poniżej oczekiwań

Grupa Famur jest największym w Polsce oraz liczącym się na świecie producentem i dostawcą zaawansowanych technologicznie maszyn i urządzeń przeznaczonych dla sektora górniczego. Działalność grupy obejmuje bardzo szeroką, silnie zdywersyfikowaną gamę urządzeń i maszyn, wykorzystywanych w górnictwie głębinowym i odkrywkowym, sektorze wydobywania ropy naftowej i gazu, kolejnictwie i przemyśle cementowym.

Grupa Famur zarobiła w I kw. bieżącego 15,4 mln zł przy przychodach na poziomie 183 mln zł. Zysk operacyjny oscylo-

wał w pobliżu 24,2 mln zł. Choć na pierwszy rzut oka zdawać by się mogło, że są to wyniki niezłe, to jednak dogłębna analiza pokazuje, że w II kw. zachodziło sporo negatywnych zjawisk. Na wynik wpływała zarówno presja rosnących płac, jak i kursy walut, czy też rosnące koszty finansowe. W II kw. ubiegłego roku spółka osiągnęła przychody w wysokości 157,6 mln zł, zysk operacyjny równy 38,7 mln zł oraz zysk netto na poziomie 29,8 mln zł.

Poziom wypracowanego wyniku znacząco odbiega od oczekiwań rynku. Zarówno rosnąca presja płacowa, jak i niezbyt korzystne tendencje na rynku walutowym odbiły się na spadku zyskowności na wszystkich poziomach. Tym samym spadła także rentowność netto, która ukształtowała się w II kw. bieżącego roku na poziomie 8,4%. Tymczasem rok wcześniej parametr ten równy był 19%. Spadek rentowności jest więc istotny. Przyszłe wyniki, ze względu na dość duży udział eksportu w przychodach, nadal uzależnione będą od sytuacji na rynku walutowym. Niewątpliwie w perspektywie kilkunastu najbliższych miesięcy wciąż utrzymywać się powinny rosnące oczekiwania dotyczące wynagrodzeń. Te czynniki mogą spowodować, że skonsolidowane wyniki finansowe w kolejnych kwartałach nie będą wykazywały tendencji wzrostowych, w szczególności na poziomach zysku operacyjnego oraz netto (pomoc mogłoby osłabienie złotówki). W ostatnim czasie w ramach Grupy Kapitałowej zwiększono koszty wynagrodzeń o 6,3 mln zł w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego. Wzrost ten wynosi ok. 12%. ■

## Specyfikacja RANKINGU

**R**anking wyników kwartalnych sporządza ekspert SII. Ranking opiera się na analizie ostatnich wyników kwartalnych oraz na subiektywnym wyborze do rankingu tych spółek, które w jakiś sposób zwróciły swoimi wynikami uwagę otoczenia rynkowego. Sklasyfikowane zostaną cztery spółki, które w pozytywny sposób zaskoczyły rynek oraz kolejne cztery, które pozostawiły po wynikach słabe wrażenie.

#### Kryteriami oceny są:

- Poprawa wyników w stosunku do tego samego okresu roku poprzedniego,

- Realizacja oczekiwań rynkowych,
- Przekroczenie założeń budżetowych spółek,
- Nagła nieoczekiwana poprawa bądź pogorszenie kondycji finansowej,
- Sposób wypracowania wyniku,
- Perspektywy dalszego rozwoju.

Pierwsze miejsce w rankingu oznacza, że spółka zasłużyła na miano największego zaskoczenia bądź rozczarowania. Kolejne miejsca adekwatnie obniżają pozytywny lub negatywny wydzźwięk wyniku.

Treść powyższych analiz jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów autora i nie stanowi „rekomendacji” w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, lub ich emitentów (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715). Zgodnie z powyższym Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych oraz autor nie ponoszą jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na podstawie niniejszych komentarzy i analiz.



Wysyp ofert IPO to nie przypadek

# Giełda - dla każdej spółki

■ Michał Masłowski

**P**ozyskiwanie kapitału to jeden z problemów, który w pewnym momencie pojawia się przed większością prawidłowo rozwijających się spółek. Jedną z dróg, którą można w takim momencie podążyć, jest oczywiście rynek kapitałowy.

## Dla kogo giełda, a kto może jeszcze poczekać

Chciałoby się odpowiedzieć — dla wszystkich! Oczywiście, trzeba przekroczyć pewną skalę działalności, obrotu i zysku, aby udźwignąć ciężar kosztów związanych z upublicznieniem spółki, ale jeżeli jesteśmy w stanie te wstępne wymagania spełnić, to giełda wydaje się być wymarzonym miejscem dla naszego przedsiębiorstwa. Pomijając prywatyzację spółek Skarbu Państwa, w których to przypadku pieniądze inwestorów w całości zasilają budżet państwa, prywatne spółki debiutują na giełdzie w zasadzie w jednym głównym celu: pozyskaniu kapitału. Wykorzystanie środków z emisji jest oczywiście różne, może to być rozwój spółki (są to najczęstsze przypadki), ważny „skok”, jakim jest np. przejęcie spółki z branży (akwizycja), rozwój nowej technologii. Upublicznienie spółki daje również okazję dotychczasowym akcjonariuszom do sprzedaży części posiadanych akcji.

Co zyskują przedsiębiorcy oprócz kapitału? Wszystkie korzyści niewymierne, o których bardzo często zapominają prywatni właściciele, broniąc się na siłę przed rynkiem publicznym. Będą to przede wszystkim prestiż i rozpoznawalność. Nazwa spółki kilkadziesiąt razy dziennie pojawia się we wszelkich serwisach giełdowych — trudno sobie wyobrazić lepszą darmową reklamę. Kolejnym czynnikiem jest podniesienie wiarygodno-

ści dla kontrahentów, finanse naszej spółki zostają prześwietlone przez audytorów, a szczegółowe wyniki finansowe są na bieżąco podawane do publicznej wiadomości. Nasza spółka przestaje być często „firmą-krzakiem”, a staje się wiarygodnym partnerem, którego kondycję finansową zawsze można sprawdzić. Ważnym, niedocenianym czynnikiem, jest samo przygotowanie się do debiutu i praca nad doprowadzeniem spółki do standardów pełnej przejrzystości. Pozwala to często uporządkować strukturę, zmienić sposób zarządzania spółką, zwiększyć dodatkowo konkurencyjność.

Kolejny plus dla właścicieli prywatnych przedsiębiorstw to możliwość bieżącej wyceny posiadanych aktywów oraz oczywiście możliwość spieniężenia swoich akcji. To ostatnie nie jest takie proste, choćby z tego powodu, że są to przeważnie bardzo duże pakiety akcji, jednakże w pewnym niewielkim zakresie taka możliwość istnieje.

Co ważne, jak pokazują przykłady, giełdowe wyceny bywają dużo wyższe niż analogiczne wyceny spółek spoza rynku publicznego. Skutkuje to tym, że po debiucie na giełdzie, prywatni właściciele często z wielokrotnością swój majątek z dnia na dzień, nie sprzedając ani jednej akcji. Coś, co przed debiutem było warte, powiedzmy, 10 milionów złotych, dzień później może już kosztować ponad 20 milionów.

Jest jeszcze jedna sytuacja, kiedy nie ma wyboru i na giełdę po prostu iść musimy, czy nam się to podoba, czy nie. Gdy prowadzimy jedną z wiodących firm z branży, w czołówce oprócz nas znajduje się kilka, porównywalnej wielkości przedsiębiorstw, a na giełdę właśnie wybiera się nasz najgroźniejszy konkurent. Wtedy, niestety, prywatne poglądy właścicieli spółki na temat upublicznienia własnego przedsiębiorstwa powinny zostać odłożone na bok i należy

jak najszybciej powtórzyć krok rywala. Grzech zaniechania w takim przypadku może spowodować to, że konkurujące z nami przedsiębiorstwo, po debiucie na giełdzie, dzięki pozyskanemu kapitałowi, wzrostowi rozpoznawalności, uczyni tak duży postęp, że już nigdy go nie dogonimy. Mało tego, kawałek tortu, jakim jest rynek, na którym działamy, który do tej pory bezdyskusyjnie przysługiwał naszej spółce, może zostać gwałtownie zmniejszony. Jest to ciekawa sytuacja, w której debiut publiczny innej spółki powoduje gwałtowne zmniejszenie rentowności, skali działalności, itp. naszego własnego przedsiębiorstwa. Oczywiście każdy taki przypadek powinien być rozpatrywany w konkretnej sytuacji biznesowej.

Wśród spółek debiutujących w latach 2004-2006 przeprowadzono badanie (więcej patrz rysunki) dotyczące między innymi motywów wejścia na giełdę. „Jedynie” 70% ankietowanych przedstawicieli spółek odpowiedziało, iż do wejścia na rynek publiczny skłoniło ich pozyskanie kapitału. 44% respondentów odpowiedziało, iż zależało im na efekcie marketingowym, a 22% zwróciło uwagę na wzrost prestiżu spółki. Ostatnia, ale wcale nie najmniej ważna, sprawa, to możliwość późniejszego dodatkowego pozyskiwania kapitału. Ta jednakże wiąże się ze sposobem funkcjonowania naszej spółki na giełdzie i rzetelnym prowadzeniem relacji inwestorskich.

## Nie zapominajmy o inwestorach indywidualnych

Spółki debiutujące na giełdzie pozyskują kapitał od inwestorów. Jest to podstawowa zasada rynku publicznego. Niestety, praktyka pokazuje, że bardzo często inwestorzy, w szczególności indywidualni, są traktowani przed emitentów jako PDK. Nie znacie Państwo tego skrótu, pozwólcie, że rozszyfruję: PDK — Prosty Dawca Kapitału, o którego dba się, chucha i dmucha na niego do dnia debiutu, a następnie zapomina, traktując jako zło konieczne.

Do czego zmierzam? Do tej ostatniej korzyści, jakie spółki odnoszą, wybierając rynek publiczny, czyli łatwej drogi do kolejnych emisji akcji. Jeżeli po kilku latach funkcjonowania jest potrzeba dalszej ekspansji, pojawia się cel inwestycyjny, to fakt funkcjonowania na giełdzie niezwykle ułatwia



sprawę. Jeżeli spółki będą dbały o inwestorów indywidualnych, zresztą nie tylko o indywidualnych, o wszystkich, to do przeprowadzenia w przyszłości dodatkowej emisji akcji, wystarczy tylko minimum formalności. Droga do kolejnej emisji jest dużo krótsza i tańsza niż debiut giełdowy, pod kilkoma jednakże warunkami: spółka zawsze musi być fair wobec inwestorów, dawać rynkowi dyskonto podczas emisji akcji, co pozwala inwestorom zarobić, nigdy nie naruszać obowiązków informacyjnych, regularnie dawać inwestorom zarobić na wzroście akcji, czy też wypłacać planową i wysoką dywidendę.

### Giełda jako polska racja stanu

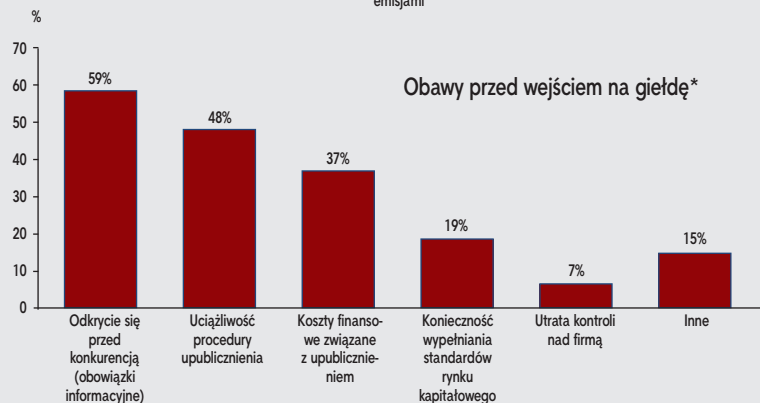
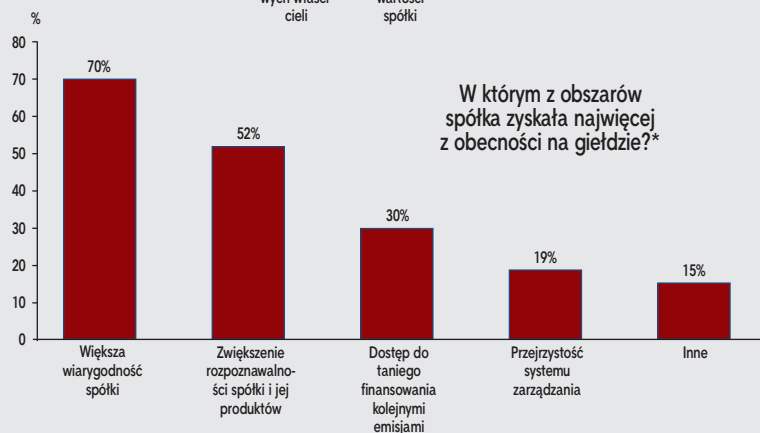
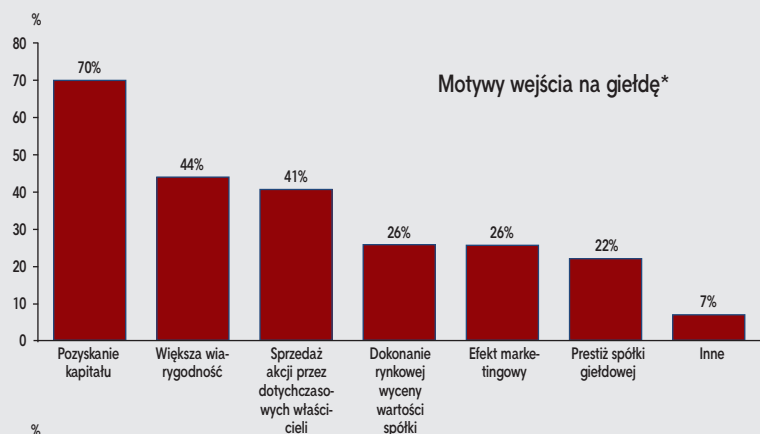
Jest jeszcze jeden punkt widzenia na problem upublicznienia prywatnych spółek i promowania wśród nich giełdy jako miejsca pozyskiwania kapitału. Oprócz stron bezpośrednio zainteresowanych, a więc samych spółek, które pozyskują kapitał oraz inwestorów, którzy pragną na tym zarobić, pośrednio zainteresowany jest także nasz ogólny interes narodowy. Spójrzmy na upublicznianie spółek ze strony Skarbu Państwa. Na początek postawmy pytanie, jakie są główne cele spółki prywatnej, ale nie giełdowej. Wiadomo, osiągnięcie jak największego zysku, ale czy aby na pewno? To chyba wygląda trochę inaczej. Moim zdaniem, podstawowym celem prywatnego przedsiębiorcy jest takie kształtowanie przychodów i kosztów firmy, aby ograniczyć w możliwie największym stopniu kwoty odprowadzane w formie różnych podatków do budżetu Skarbu Państwa. W szczególności chodzi tutaj o podatek dochodowy. Nikt nie lubi płacić podatków, to chyba oczywiste. Rozmawiałem kiedyś z prezesem jednej ze spółek prywatnych, dzisiaj już na rynku publicznym, ale wówczas dopiero przygotowującej się do drogi na giełdę, który wprost przyznał, że on nie ma zamiaru specjalnie śrubować zysku, zmniejszać kosztów, bo po co, skoro to, co ma, wystarczy mu do prawidłowego rozwoju spółki, a nie ma zamiarów co miesiąc oddawać zbyt dużej daniny do budżetu państwa.

Z punktu widzenia prywatnego przedsiębiorcy takie postępowanie wydaje się być logiczne, jednak to, czym jest zainteresowany prywatny właściciel, posiadający 100% udziałów w przedsiębiorstwie, pobierający co miesiąc wysoką pensję, regularne premie, posiadający samochód służbowy, korzystający z innych dodatków, itp., nie jest tym, czym jest zainteresowany akcjonariusz giełdowy, posiadający niewielki

pakiet akcji. On przecież nie pobiera pensji ze spółki ani nie korzysta z żadnych dodatkowych świadczeń. Jego interesuje tylko jedno: zysk, zysk i jeszcze większy zysk, i może czasem to, w jakiej formie przekłada się to na stan jego portfela, w postaci dywidendy, czy też w formie wzrostu kursu akcji jego spółek. Akcjonariusz giełdowy będzie w świetle jupiterów i przy akompa-

niamentem prasy giełdowej naciskał Zarząd spółki giełdowej na coraz lepsze wyniki finansowe, a problem podatków i niechęci do ich płacenia jest według mnie nieco obcy inwestorom. Tak naprawdę bardzo bym chciał, żeby spółki, które posiadają w portfelu, płaciły jak najwyższe podatki, bo to będzie tylko oznaczano, że rośnie podstawa opodatkowania

## Wyniki badania „Przebieg procesu wchodzenia spółek na GPW w latach 2004-2006”\*



\* Źródło: „Kierunek - Giełda: Przebieg procesu wchodzenia spółek na GPW w latach 2004-2006” - Raport KPMG oraz GPW SA w Warszawie.



Co każdy inwestor powinien wiedzieć o

# podatku giełdowym

■ *Lukasz Łazuch, ekspert SII*

**W** 2007 r. już po raz trzeci rozliczaliśmy się z fiskusem z naszych dochodów, osiągniętych na rynku kapitałowym. Z mojego doświadczenia wynika, iż rozliczenie się z tzw. podatku giełdowego nie przysparza większych kłopotów. Jednak wraz ze wzrostem aktywności indywidualnych inwestorów giełdowych pojawiają się co rusz to nowe problemy i pomysły aktywnych graczy na zmniejszenie dochodu i co za tym idzie, zmniejszenie podatku.

Aktem prawnym regulującym opodatkowanie dochodów kapitałowych jest ustawa o podatku dochodowym od osób fizycznych (w skrócie: uopdf). Artykuł 10 ust. 1 pkt 7 ww. ustawy mówi, iż źródłami przychodu są m. in. kapitały pieniężne i prawa majątkowe, w tym odpłatne zbycie praw majątkowych (...). Jest to dość ogólna definicja i niewiele mówiąca. Dlatego też uściślono ją w art. 17 ust. 1 uopdf poprzez enumeratywne wyliczenie przychodów z kapitałów pieniężnych. I tak oto, przepis ten pod to źródło „podciąga” następujące rodzaje przychodów:

- 1) odsetki od pożyczek,
- 2) odsetki od wkładów oszczędnościowych i środków na rachunkach bankowych lub w innych formach oszczędzania, przechowywania lub inwestowania, z wyjątkiem środków pieniężnych związanych z wykonywaną działalnością gospodarczą,
- 3) odsetki (dyskonto) od papierów wartościowych,
- 4) dywidendy i inne przychody z tytułu udziału w zyskach osób prawnych, których podstawą uzyskania są udziały (akcje) w spółce mającej osobowość prawną lub spółdzielni, w tym również:
  - a) dywidendy z akcji złożonych przez członków pracowniczych funduszy emerytalnych na rachunkach ilościowych,
  - b) oprocentowanie udziałów członkowskich z nadwyżki bilansowej (dochodu ogólnego) w spółdzielniach,

- c) podział majątku likwidowanej spółki (spółdzielni),
- d) wartość dokonanych na rzecz udziałowców i akcjonariuszy nieodpłatnych lub częściowo odpłatnych świadczeń (...)
- 5) przychody z tytułu udziału w funduszach kapitałowych,
- 6) należne, choćby nie zostały faktycznie otrzymane, przychody z:
  - a) odpłatnego zbycia udziałów w spółkach mających osobowość prawną oraz papierów wartościowych,
  - b) realizacji praw wynikających z papierów wartościowych, o których mowa w art. 3 pkt 1 lit. b ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi,
- 7) przychody z odpłatnego zbycia prawa poboru, w tym również ze zbycia prawa poboru akcji nowej emisji przez pracowniczy fundusz emerytalny w imieniu członka funduszu,
- 8) przychody członków pracowniczych funduszy emerytalnych z tytułu przeniesienia akcji złożonych na rachunkach ilościowych do aktywów tych funduszy,
- 9) nominalną wartość udziałów (akcji) w spółce mającej osobowość prawną albo wkładów w spółdzielni objętych w zamian za wkład niepieniężny,
- 10) przychody z odpłatnego zbycia pochodnych instrumentów finansowych oraz z realizacji praw z nich wynikających. (ust. 1b przychód określony w ust. 1 pkt 10 powstaje w momencie realizacji praw wynikających z pochodnych instrumentów finansowych).

Jak widać, zakres przedmiotowy pojęcia „przychodów z kapitałów pieniężnych” jest bardzo szeroki. W związku z tym ograniczyć się do omówienia tylko niektórych, istotnych dla inwestorów giełdowych źródeł

przychodu i sposobu ich opodatkowania. Postaram się przedstawić zwięźle problemy podatkowe, dotyczące dochodów z odpłatnego zbycia akcji i innych papierów wartościowych, kontraktów terminowych oraz opodatkowania dochodów z tytułu umorzenia akcji i udziałów oraz dywidend i odsetek.

Pobór podatku od dochodów kapitałowych odbywa się na dwa sposoby:

- zgodnie z zasadą samobliczania podatku tj. poprzez samodzielne wypełnienie zeznania PIT-38 na podstawie informacji uzyskanych z biura maklerskiego PIT-8C. Zaznaczyć należy, iż tutaj nie występuje płatnik i nie jest dokonywany pobór podatku dochodowego w trakcie roku podatkowego,
- pobór zryczałtowanego 19% podatku jest dokonywany przez płatnika (spółkę, biuro maklerskie, bank lub fundusz inwestycyjny) — w ten sposób odprowadzany jest podatek od odsetek, dywidend i umorzenia akcji oraz umorzenia jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych.

## T+3 nie ma znaczenia

Z punktu widzenia prawa podatkowego bardzo ważne jest ustalenie momentu powstania przychodu i kosztów jego uzyskania. Niby nic trudnego, a jednak z uwagi na konstrukcję przepisów dotyczących rozliczania transakcji w KDPW i regulacji prawnopodatkowych rodzi się pytanie, czy przychód (dochód) powstaje w dniu zbycia akcji, czy też dopiero z chwilą zaksięgowania transakcji w KDPW? Otóż, transakcje kupna i sprzedaży są rozliczane z trzydniowym lub dwudniowym opóźnieniem (w zależności czy przedmiotem transakcji są akcje czy obligacje) i de facto prawo własności przechodzi dopiero z momentem zaksięgowania w KDPW. Jednak dla celów podatkowy

nie ma to znaczenia, bowiem z art. 17 ust. pkt 6 uopdf wynika jednoznacznie: „należne, choćby nie zostały faktycznie otrzymane, przychody z odpłatnego zbycia udziałów w spółkach mających osobowość prawną oraz papierów wartościowych”. Tak więc, z punktu widzenia prawa podatkowego fakt, iż rozliczenie (zaksięgowanie) następuje po trzech dniach nie ma znaczenia z punktu widzenia regulacji zawartych w uopdf. Zgodnie z tym przepisem przychód powstaje w dniu zawarcia transakcji, czyli według metody nominalnej,

## Sporo kontrowersji budzi kwestia prowizji i odsetek od kredytu na zakup akcji

a nie kasowej! Niestety, większość domów maklerskich stoi na innym stanowisku. Mianowicie stosują one metodę kasową. Ma to ogromne znaczenie w ostatnich dniach roku podatkowego, ponieważ transakcje zawarte w ostatnich trzech dniach roku są ujmowane w PIT-8C dopiero za następny rok. Moim zdaniem praktyka taka jest niezgodna z prawem i stoi wyraźnie w sprzeczności z art. 17 ust. 1 pkt 6, który cytowałem powyżej. Nie wiem, dlaczego domy maklerskie uważają, że jest inaczej. Wydaje się, iż wynika to z konstrukcji systemów informacyjnych i przyjęcia metody kasowej, która dla tych podmiotów jest wygodniejsza. Miejmy tylko nadzieję, że błędy biur maklerskich nie przełożą się na kary dla inwestorów z tytułu nienależnego zmniejszenia podatku!!!

### Jakie koszty można odliczyć

Przejdźmy teraz do problemów kosztów uzyskania przychodu — czyli, co można zaliczyć w koszty, a czego nie wolno. Zasadniczo koszty dzieli się na dwie grupy: pierwsza, to koszty bezpośrednio związane z daną transakcją, natomiast druga grupa kosztów nie jest związana bezpośrednio z nabyciem lub zbyciem akcji, ale bez nich nie byłoby możliwe zawarcie transakcji. Do pierwszej grupy zaliczymy przede wszystkim koszt zakupu akcji i prowizję od kupna/sprzedazy. Jednak najczęściej pytań ze strony inwestorów pada na temat: czy można zaliczyć w koszty prenumeratę czasopism fachowych, szkolenia i zakup książek fachowych etc. Otóż moim zdaniem nie można wydatków tych ująć w kosztach, ponieważ nie są one niezbędne do uzyskania przychodu. Jestem pewien, że organy podatkowe będą miały tak samo fiskalne stanowisko jak ja. Jednak muszę nadmienić, iż spotkałem się z interpretacją jednego z urzędów skarbowych, która dopuszczała zaliczenie w koszty uzyskania przychodu wydatki na zakup prasy, książek itp. Nie wiem, jak organy podatkowe będą interpretowały nową definicję kosztów, która została poszerzona o pewne elementy, ale być może w tej sytuacji fiskus będzie podchodził elastyczniej do kwestii kosztów. Podkreślić muszę, iż pomimo fiskalnego podejścia organów podatkowych Wojewódzkie Sądy Administracyjne podchodzą do

kwestii kosztów w sposób bardziej liberalny. Często zdarza się, iż sądy uznają za koszty wydatki, które faktycznie nie mają związku z przychodem. Jednak z wyrokami się nie dyskutuje. W związku z tym zawsze warto zaskarżać niekorzystne decyzje do sądu, a kto wie, może uda się wygrać.

*„...należne, choćby nie zostały faktycznie otrzymane, przychody z odpłatnego zbycia udziałów w spółkach mających osobowość prawną oraz papierów wartościowych...”*

Natomiast nie ma wątpliwości, iż takie wydatki, jak opłata za prowadzenie rachunku inwestycyjnego, prowizje od zleceń, zakup tokenów podlegają odliczeniu jako koszt. Sporo kontrowersji budzi kwestia prowizji i odsetek od kredytu na zakup akcji. Znalazłem mnóstwo interpretacji organów podatkowych, które nie uznają tych wydatków za koszty uzyskania przychodu. Ale pojawiło się również sporo interpretacji uznających te wydatki za koszty. Moim zdaniem, wydatkom tym nie można odmówić charakteru kosztów, bowiem w myśl art. 22 ust. 1 uopdf. są one kosztami!!!

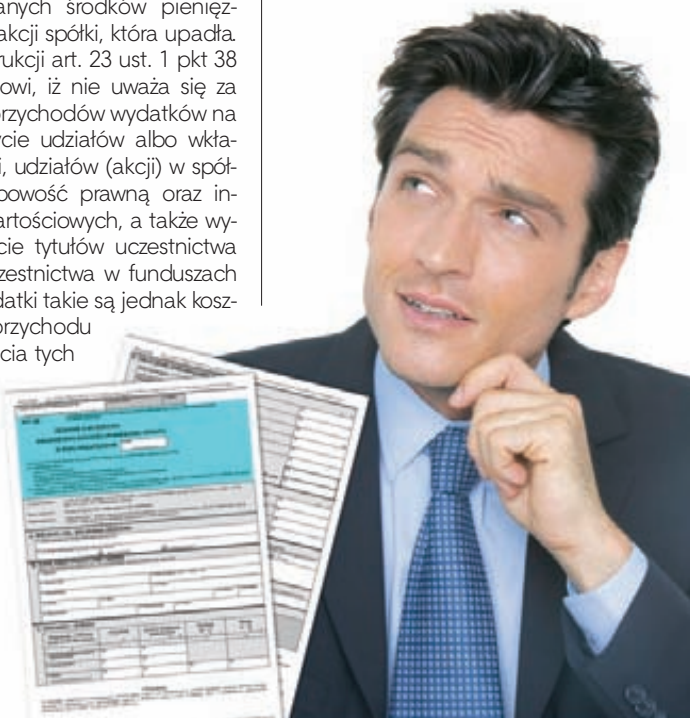
Poważne problemy z rozliczeniem się z podatku giełdowego będą mieli inwestorzy, którzy zainwestowali w spółki, które upadły i zostały wycofane z GPW. Co wówczas zrobić z kosztami nabycia tychże akcji? Czy taką stratę można 'włożyć' w koszty uzyskania przychodu? Otóż odpowiedź na to pytanie jest jednoznaczna. Nie można uznać za koszt, wydatkowanych środków pieniężnych na nabycie akcji spółki, która upadła. Wynika to z konstrukcji art. 23 ust. 1 pkt 38 uopdf, który stanowi, iż nie uważa się za koszty uzyskania przychodów wydatków na objęcie lub nabycie udziałów albo wkładów w spółdzielni, udziałów (akcji) w spółce, mającej osobowość prawną oraz innych papierów wartościowych, a także wydatków na nabycie tytułów uczestnictwa lub jednostek uczestnictwa w funduszach kapitałowych; wydatki takie są jednak kosztem uzyskania przychodu z odpłatnego zbycia tych udziałów (akcji), wkładów oraz innych papierów wartościowych, w tym z tytułu wykupu przez emitenta papierów wartościowych, a także z odkupienia

tytułów uczestnictwa lub jednostek uczestnictwa w funduszach kapitałowych, albo umorzenia jednostek uczestnictwa, tytułów uczestnictwa oraz certyfikatów inwestycyjnych w funduszach kapitałowych (...). W związku z tym, dopóki akcje nie zostaną zbyte, nie można uznać za koszt ceny ich nabycia.

### Koszty prowizji i odsetek od kredytu

Na koniec chcę się podzielić dobrą wiadomością, która z pewnością ucieszy tych inwestorów, którzy wzięli kredyty na zakup akcji. Otóż, organy podatkowe w większości przypadków nie uznawały za koszty uzyskania przychodu prowizji od zaciągniętego kredytu oraz odsetek od takiego kredytu. Jednakże wyrokiem z dnia 25.05.2007 r. Naczelny Sąd Administracyjny w Warszawie (sygn. akt II FSK 731/06) orzekł jednoznacznie, iż koszty 'okołokredytowe', takie jak prowizja i odsetki (niezależnie czy kupiliśmy za środki pochodzące z tego kredytu akcje, czy też nie), są kosztem uzyskania przychodu w myśl art. 22 ust. 1 uopdf.

Tak więc drodzy inwestorzy, jeśli ktoś z Was nie odliczył kosztów prowizji i odsetek od kredytu na zakup akcji w poprzednich latach podatkowych, to winien złożyć korektę deklaracji PIT-38 wraz z wnioskiem o stwierdzenie nadpłaty, w którym powoła interpretację przedstawioną w wyżej przywołanym wyroku. Ci natomiast, którzy odliczyli te koszty od przychodu, mogą spać spokojnie! ■





## Działania akcjonariuszy mniejszościowych przynoszą wymierne efekty

■ Anna Płońska, SII

**P**odczas Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy spółki O6 NFI Magna Polonia, które odbyło się 4 października 2007 r., do Rady Nadzorczej spółki wybrany został Konrad Smok, specjalista ds. interwencji i analiz w Stowarzyszeniu Inwestorów Indywidualnych. Zdarzenie to można potraktować jako niekwestionowany sukces inwestorów indywidualnych, zrzeszonych w Porozumieniu Akcjonariuszy w tejże spółce. Nie jest to pierwszy tego typu sukces akcjonariuszy i SII. Poprzednie porozumienie organizowane pod auspicjami Stowarzyszenia w spółce ZEG również zdołało wprowadzić

swojego przedstawiciela do rady nadzorczej — był nim Piotr Cieślak, reprezentant SII oraz akcjonariuszy mniejszościowych. Te dwa przypadki sugerują, że na rynku kapitałowym wyraźniej daje znać o sobie coraz silniej oddziaływująca grupa inwestorów indywidualnych, których zsumowany udział bardzo często traci mniejszościowy charakter. Okazuje się więc, że zorganizowane działania drobnych akcjonariuszy mogą przynosić efekty nawet na poziomie działań w strukturze władz spółki. Silna hossa przyzwyczajai inwestorów do łatwego zysku, jednak w sytuacji słabnącej koniunktury na giełdzie uczestnicy rynku zmuszeni są do coraz uważniejszego podejmowania decyzji inwestycyjnych. Nierzadko chcą oni mieć rzeczywisty wpływ na działa-

nia władz spółki, a także na przyjętą strategię przedsiębiorstwa. Przedmiotowa sprawa udowadnia, że wyedukowany doświadczony inwestor może konkurować z instytucjami i wyraźnie zaznaczać swoją obecność w kapitale akcyjnym spółki. Jego siła jest jeszcze większa w zorganizowanym porozumieniu akcjonariuszy. Praktyka wskazuje, że skuteczne uczestnictwo w walnych zgromadzeniach nie jest zarezerwowane jedynie dla dużych graczy, a prym niekoniecznie muszą odgrywać inwestorzy instytucjonalni. Być może z czasem okaże się, że duży udział inwestorów indywidualnych w free float spółki (w ilości akcji będących w wolnym obrocie) nie będzie oznaczał rozdrobnienia kapitału, ale przeciwnie — dużą siłę zorganizowanych akcjonariuszy. ■

## Parkiet Szkolenia

### Zdobytaj wiedzę, sięgnij po najwyższe notowania

#### Szkolenia cykliczne:

- Techniki Fibonacciego w krótkoterminowych transakcjach giełdowych
- SPRAWOZDANIA FINANSOWE - jak czytać i analizować?
- ABC inwestowania w fundusze inwestycyjne
- Giełda nie tylko dla rekinów - jak i od czego zacząć inwestowanie?
- Nieruchomość jako przedmiot inwestycji
- Analiza techniczna - I stopień wtajemniczenia (warsztaty)
- Analiza techniczna - II stopień wtajemniczenia
- Praktyczna nauka programu do analizy technicznej AmiBroker
- PSYCHOLOGIA INWESTOWANIA - psychologiczne pułapki w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych
- RYNEK KONTRAKTÓW TERMINOWYCH I FOREX - zarządzanie kapitałem i systemy transakcyjne
- Japońskie techniki inwestycyjne
- Obowiązki informacyjne spółek
- Komunikacja jako narzędzie kreowania wartości spółek

Organizujemy szkolenia zamknięte dostosowane do potrzeb klienta.

Informacje i zgłoszenia: [www.parkiet.com/szkolenia](http://www.parkiet.com/szkolenia)

Kontakt: Ewa Kumorek-Fedor, tel. 022 46 30 609

Bezpłatna prenumerata ofert szkoleniowych: [www.parkiet.com/szkolenia](http://www.parkiet.com/szkolenia)



Uwaga!

To co widzisz to tylko  
wybrane artykuły  
z numeru 3/2007.

Jeżeli chcesz przeczytać  
cały numer, możesz teraz  
kupić Akcjonariusza  
w dystrybucji  
elektronicznej.