

AKCJONARIUSZ

GIEŁDA EDUKACJA ANALIZY



STOWARZYSZENIE
INWESTORÓW
INDYWIDUALNYCH

ISSN 1644-3004 3/2008

ŚWIECE JAPONSKIE

dla początkujących

Ropa czy sok pomarańczowy?

Dywersyfikacja
receptą na bessę

STRATEGIA „NA ROLNIKA”

czyli Asset management
po polsku

Po drugiej stronie lustra

Tajniki funkcjonowania
biur maklerskich

Trzy dni giełdy w Zakopanem



Relacja z konferencji
WallStreet 12

Fabryka światła

O debiucie na NewConnect i przyszłości spółki LUG S.A.
opowiada Prezes Zarządu Ryszard Wtorkowski

Spis treści

„Najjaśniejsza spółka” na NewConnect	6
O debiucie na NewConnect i rozwoju spółki LUG S.A. opowiada Prezes Zarządu Ryszard Wtorkowski	
Sprawdź swój Asset!	10
Strategia na rolnika w wykonaniu polskich zarządzających – Konrad Smok, SII	
Szum informacyjny	12
Wpływ wypowiedzi szefów banków centralnych na rynek finansowy – Piotr Kuczyński, Xelion Doradcy Finansowi	
Zysk jest w modzie	14
O planach rozwoju, kolejnych przejęciach i nowych markach opowiada Prezes Zarządu Monnari Trade S.A. – Marek Banasiak	
Zyskuje kto raportuje	18
O standardach dotyczących publikowania raportów okresowych na rynku NewConnect – Dorota Wylon, SII	
Po drugiej stronie lustra	20
Tajniki funkcjonowania biur maklerskich – Michał Wojciechowski, DM BOŚ	
Jak dochodzić swoich praw?	23
Nieprawdziwe informacje w prospektach emisyjnych – Monika Hałupczak, Grynhoff Woźny Maliński Kancelaria Prawnicza	
SII Poleca	25
Recenzje książek związanych z inwestowaniem – Michał Maślowski, Łukasz Porębski, SII	
Ropa czy sok pomarańczowy?	26
Dywersyfikacja portfela receptą na bessę – Katarzyna Stamatel, Paris Relations	
Trzy dni giełdy w Zakopanem	28
Relacja z konferencji WallStreet 12 – Agnieszka Frąckowiak, SII	
Zarządzanie wielkością pozycji	32
Rafy na rynku kontraktów terminowych (3) – Jarosław Augustynowicz, SII	
Fundamenty czy technika? Oto jest pytanie	35
Kiedy należy stosować analizę techniczną, a kiedy fundamentalną – Piotr Cieślak, SII	
Grzechy główne metody porównawczej	38
O pułapkach czekających na analityka stosującego metodę porównawczą – Miłosz Past, Centrum Kompetencyjne Doradcy 24	
Kiedy kupić, kiedy sprzedać? – Podstawy analizy świec japońskich	42
Podstawy analizy technicznej (6) – Tomasz Gessner, Dom Maklerski IDMSA	

AKCJONARIUSZ

Kwartalnik Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych

Redaktor naczelny: Michał Maślowski

Zastępca redaktora naczelnego: Konrad Smok

Sekretarz redakcji: Katarzyna Nalichowska

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, karpicki@sii.org.pl

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

Opracowanie graficzne: Tomasz Baziuk

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



Na GPW przez NewConnect

Rynek NewConnect może być jedynie przystankiem na drodze do debiutu na GPW. Taką właśnie strategię przyjęła zielonogórska spółka LUG S.A. – producent opraw oświetleniowych. O największym dotychczasowym debiucie na rynku NewConnect, o przeznaczeniu środków z emisji i rozwoju spółki opowiada Prezes Zarządu LUG S.A. – Ryszard Wtorkowski. (str. 6)

Szanowni Czytelnicy

Mija rok odkąd bessy zagościła na warszawskim parkiecie. Bessę można także zaobserwować na rynku pierwotnym. Liczba ofert publicznych gwałtownie spadła, a większość debiutów kończy się stratami dla inwestorów. Nie dziwi zatem ich niechęć do uczestniczenia w kolejnych ofertach IPO. Jednak z każdą sesją giełdową podczas której indeksy tracą na wartości rośnie liczba okazji do inwestycji. Straty poniesione na wielu spółkach przekraczają 70%. Niektóre spółki zaczynają być tanie i to widać. Jest tylko jedno oczywiste pytanie: Czy to już i jak rozpoznać, czy dana spółka jest tania? Polecam Państwu artykuł Piotra Cieślaka, z którego można się dowiedzieć co robić, jakimi metodami się posługiwać, aby znajdować „te tanie spółki”. Tradycyjnie już chciałbym rekomendować Państwu, podczas tych ciężkich czasów na giełdzie, inwestycję we własną wiedzę. To jest taka jedyna w swoim rodzaju inwestycja, która z pewnością będzie miała dodatnią stopę zwrotu.

*Życzę Państwu hossy
i miłej lektury.
Michał Masłowski*

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

Azymut - strategie dla rynku futures

- Strategie pisane przez praktyka, a nie analityka
- Rzeczywiste krzywe kapitału
- Reakcje na rozwój wydarzeń on-line
- Wpływ psychologii na strategię inwestowania

Każdego dnia Azymut Jarosława Augustynowicza znajdziesz na www.sii.org.pl



Zasiej i czekaj strategia „Na rolnika”

Pojęcie „portfel agresywny o wartości ponad 1 mln zł” kojarzy nam się z indywidualnym podejściem do klienta i profesjonalnym zarządzaniem kapitałem. Tymczasem okazuje się, że w Polsce niektóre działy asset management biur maklerskich przy zarządzaniu portfelami agresywnymi używają tylko i wyłącznie strategii „kup i trzymaj”, nie stosując się w żaden sposób do zasady „uciniaj straty”. Konrad Smok (str. 10)



Prawdy i mity o biurach maklerskich

Czego przede wszystkim oczekują inwestorzy od biura maklerskiego? Porządnego systemu informatycznego, tak wynika z badań prowadzonych przez SII. Michał Wojciechowski (DM BOŚ) opisuje jak problem jakości systemów informatycznych jest postrzegany od tej drugiej strony – od strony biura maklerskiego, jakie nakłady są ponoszone i z jakimi problemami biura się spotykają. (str. 20)



„Najjaśniejsza” spółka na rynku NewConnect

Wywiad z Ryszardem Wtorkowskim
– Prezesem Zarządu LUG S.A.

*Vivene - statuetka
NewConnect
w rękach Prezesa
Ryszarda
Wtorkowskiego*

Akcjonariusz: Jak ocenia Pan sytuację Spółki po pierwszych miesiącach bieżącego roku? Czy odpowiada ona oczekiwaniom Zarządu? Czy jest szansa na realizowanie tegorocznych założeń budżetowych?

Ryszard Wtorkowski (Prezes Zarządu LUG S.A.): Od początku 2008 roku sytuacja Spółki LUG jest bardzo stabilna, a zmiany przebiegają w sposób planowy.

Biorąc pod uwagę fakt, że obecne moce produkcyjne naszej Spółki wykorzystane są w 100%, nie zakładaliśmy wzrostu przychodów w I półroczu 2008 roku. W naszej branży zauważalna jest pewna sezonowość sprzedaży, tak więc największe przychody ze sprzedaży produktów (3/4 przychodów ogółem) generowane są w III i IV kwartale roku. Zakładamy, że uruchomienie nowej linii produkcyjnej przyczyni się do zwiększenia przychodów Spółki w II połowie tego roku, dzięki czemu chcielibyśmy zachować prognozę zakładaną na ten rok. Jedynym ryzykiem dla realizacji planów budżetowych może być opóźnienie w uruchomieniu wspomnianej linii produkcyjnej.

Czy mógłby Pan wyjaśnić, dlaczego Spółce nie udało się zrealizować ubiegłorocznych założeń budżetowych?

Prognoza nie została zrealizowana przede wszystkim z powodu opóźnień w realizacji inwestycji, które nie leżały po stronie spółki. Prognoza zysku netto nie odbiegała jednak znacznie od założeń.

W jakim stopniu Spółka wykorzystwała środki pozyskane z emisji?

W wyniku emisji LUG pozyskał od inwestorów kapitał w kwocie ogółem 19 019 218,86 zł netto, z czego jak dotąd 13 300 000,00 zł przeznaczone zostało na budowę nowego obiektu w Kostrzyńsko-Słubickiej Specjalnej Strefie Ekonomicznej.

Do dzisiaj zrealizowano następujące etapy inwestycji:

- 100% realizacji projektu budowy budynku magazynowego,
- 90% realizacji projektu budowy budynku produkcyjnego,
- 50% realizacji projektu budynku administracyjnego,
- 100% realizacji projektu lakierni,
- 50% realizacji projektu zakupu nowej linii technologicznej.

Nowy budynek administracyjny firmy LUG stanowić będą nie tylko biura i pomieszczenia socjalne, ale znajdzie się tam również wzorcownia opraw (o powierzchni blisko 300m²), gdzie eksponowane będą wszelkie nowe rozwiązania w zakresie opraw oświetleniowych, jak również nowoczesne laboratorium badawcze. Do końca sierpnia br. wykorzystamy wszystkie środki pozyskane z emisji.

Począwszy od III kwartału 2008 roku, wychodząc przy tym naprzeciw oczekiwaniom inwestorów, LUG zamierza publikować raporty kwartalne

Kiedy zakończy się proces budowy i wyposażenia nowych hal produkcyjnych?

Budowa hal została już praktycznie ukończona, trwają drobne prace wykończeniowe, obecnie jesteśmy także na etapie relokacji magazynów naszej firmy oraz rozpoczęty został proces przenoszenia wydziałów produkcyjnych. Oficjalne uruchomienie LUG Light Factory i otwarcie naszego zakładu produkcyjnego zaplanowaliśmy na pierwszą połowę września br. (LUG Light Factory jest to spółka zależna, należąca w 100% do LUG S.A.).

Jakiego stopnia łącznego wykorzystania mocy produkcyjnych Spółki spodziewa się Pan po kilku miesiącach od momentu uruchomienia nowych hal produkcyjnych?

Zakładamy, że do końca roku wykorzystywać będziemy około 60-65% mocy produkcyjnych; na wielkość tę składa się 100% aktualnych mocy produkcyjnych

naszej firmy, jak również ok. 40% zasobów nowego obiektu i linii produkcyjnej. W praktyce pełne wykorzystanie mocy produkcyjnych nowego zakładu możliwe będzie w drugiej połowie 2009 roku, co związane jest z rozbudową struktury organizacyjnej spółki.

Co jest największym zagrożeniem dla rozwoju firmy?

Jedynym zagrożeniem może być niebezpieczeństwo spowodowane dostawami maszyn i opóźnieniem w pracach budowlanych, które leży po stronie dostawców i wykonawców. Hamulcem dla rozwoju firmy, z którym boryka się aktualnie większość przedsiębiorców, jest ostra presja płacowa ze strony pracowników, a przy tym jednocześnie deficyt fachowej kadry. Jest to również spowodowane faktem, że w Kostrzyńsko-Słubickiej Specjalnej Strefie Ekonomicznej, w ramach której prowadzimy działalność, działa wielu dużych pracodawców, stąd często wzajemnie konkurujemy o kompetentną kadre.

Czy nie obawia się Pan konkurencji firm z rynków azjatyckich?

Zdecydowanie mogę stwierdzić, że jako Spółka nie obawiamy się konkurencji z tego obszaru geograficznego. LUG jako producent profesjonalnych opraw oświetleniowych pozycjonuje się w innej grupie. Posiadamy działy projektowania i wdrożeń, które są w stanie szybko zareagować na bieżące potrzeby klientów w zakresie wzornictwa i wymagań technicznych. Dbamy



Władze spółki LUG S.A. na parkiecie NewConnect w dniu debiutu - 20 listopada 2007 r.

Nowy obiekt w Kostrzyńsko-Stubickiej Specjalnej Strefie Ekonomicznej wybudowany za pieniądze pozyskane z emisji



o to, aby nasze rozwiązania oświetleniowe były energooszczędne i innowacyjne – jak powszechnie wiadomo, poszukiwanie takich rozwiązań nie jest domeną producentów azjatyckich.

Regulacje rynku NewConnect pozwalają nie publikować raportów kwartalnych. Część spółek z NC jednak to robi. Dlaczego tak duża spółka jak LUG, pretendująca w przyszłości o rynek podstawowy nie decyduje się na publikację tych danych? Czy ta sytuacja się zmieni?

Począwszy od III kwartału 2008 roku, wychodząc przy tym naprzeciw oczekiwaniom inwestorów, LUG zamierza publikować raporty kwartalne. Stopniowo, z każdym kolejnym raportem będziemy starać się rozszerzać zakres publikowanych przez nas danych, dostosowując się przy tym do wymagań rynku regulowanego.

Czy umacniający się złoty nie jest przeszkodą dla Spółki, która na eksport wysyła około połowy swoich wyrobów? Niewątpliwie umacniający się złoty jest

pewnym utrudnieniem w kontekście przeznaczenia naszych produktów na eksport. Staramy się równoważyć bilans zakupów i sprzedaży w euro, oczekujemy również na możliwość rozliczania transakcji w Polsce w euro, a ponadto korzystamy z różnorodnych instrumentów zabezpieczających poziom kursu oferowanych przez sektor bankowy. Narzędzia te pozwalają na zniwelowanie ryzyka kursowego o około 80%.

**LUG S.A.
wkrótce trafi na
rynek podstawowy
GPW**

Spółka sygnalizowała już jakiś czas temu, że zamierza przenieść się na rynek regulowany. Kiedy można spodziewać się decyzji w tej sprawie?

Zamierzamy przenieść akcje Spółki LUG na rynek regulowany. Zarząd spółki podjął już taką decyzję, a nastąpić ma to do końca 2009 roku. Nie w pełni zadowoleni jesteśmy z płynności obrotu akcjami na rynku NC. Przeniesienie na rynek regulowany ma posłużyć głównie uwiarygodnieniu nas w oczach inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych. **Czy przy okazji przenosin Spółka ponownie sięgnie po kapitał od inwestorów? Jeśli tak, to jaką kwotę LUG**

chciałby pozyskać i jaki będzie cel ewentualnej emisji?

Środki pozyskane z emisji są wykorzystane na realizację bieżących potrzeb inwestycyjnych naszej spółki, stąd nie zamierzamy od razu w momencie wejścia na GPW „sięgnąć do kieszeni inwestorów”. Nie wykluczamy ponownej emisji w późniejszym okresie, tj. po zaistnieniu na GPW, przy sprzyjających warunkach rynkowych oraz kiedy pojawią się kolejne plany inwestycyjne.

Czy spółka bierze pod uwagę możliwość przejść innych podmiotów z branży?

Na tym etapie nie planujemy jeszcze przejść konkretnych podmiotów, aczkolwiek cały czas badamy możliwości w tym zakresie, które kreuje przed nami dynamiczny rynek.

W jakim stopniu zdywersyfikowane są źródła przychodów Spółki?

LUG przyjmuje bardzo zrównoważoną strategię, jeśli chodzi o źródła przychodów ze sprzedaży. Posiadamy zdywersyfikowane portfolio produktów – asortyment sprzedaży firmy LUG obejmuje oprawy: przemysłowe, biurowe, zewnętrzne oraz dekoracyjne. Dzięki

dywersyfikacji wachlarza produktów LUG, w sytuacji słabszej koniunktury na dany asortyment opraw, jesteśmy w stanie sprawnie skoncentrować się na ofercie i produkcji opraw, których w danej sytuacji rynkowej oczekują klienci. Wolumen sprzedaży osiągany przez LUG generowany jest przez grupę kilkudziesięciu klientów, z którymi stale współpracujemy, co praktycznie eliminuje ryzyko zachwiania wielkości zakładanych przychodów spółki w momencie ustania współpracy z jednym z nich.

Jak ocenia Pan obecną sytuację branży, a także jej perspektywy?

Rozwój rynku opraw oświetleniowych w Polsce jest silnie skorelowany z koniunkturą w budownictwie. Rynek

budownictwa inwestycyjnego wykazuje przez cały czas tendencję wzrostową. Ponadto działamy na rynku zachodnim oraz na Bliskim Wschodzie (Emiraty Arabskie, Kuwejt), gdzie branża budowlana rozwija się obecnie w tempie najszybszym na świecie. Dlatego też działając na tym rynku oceniam, iż rozwój naszej Spółki utrzymywać się będzie na poziomie równym tempu rozwoju tych rynków. Co więcej, w związku z wprowadzeniem nowych dyrektyw unijnych zaistniała konieczność dokonania wymiany oświetlenia w budynkach użyteczności publicznej na oświetlenie energooszczędne, co poszerza możliwości sprzedaży produktów marki LUG na rynku europejskim.

Jak ocenia Pan bieżącą wycenę spółki na tle giełdowych konkurentów?

Tak naprawdę, to możemy oceniać wycenę naszej Spółki wyłącznie w odniesieniu do konkurentów obecnych na rynku regulowanym, który charakteryzuje lepszą płynność obrotu walorami. Rynek akcji NC jest zdecydowanie mniej płynnym rynkiem przez co w ocenie Zarządu LUG i w opinii analityków giełdowych cena akcji LUG jest niedoszacowana. ■



Automatyczna lakiernia z technologią nanoceramiki

Profil spółki LUG S.A.

LUG S.A.: jeden z największych producentów opraw przemysłowych i dekoracyjnych w Polsce. Spółka zadebiutowała na giełdowym parkiecie 20 listopada 2007 roku. Debiut firmy to największa dotychczasowa oferta na rynku NewConnect. Środki z emisji przeznaczone na realizację planów inwestycyjnych w Kostrzyńsko-

Słubickiej Specjalnej Strefie Ekonomicznej oraz zakup nowych linii technologicznych.



Prenumerata „Parkietu” – udana inwestycja na cały rok!



W pakiecie podstawowym prenumeraty „Parkietu” otrzymasz

- bezpłatny dostęp do notowań giełdowych online (wyłącznie dla osób fizycznych)
- 10% upustu na szkolenia organizowane przez „Parkiet”

W **pakiecie plus** dodatkowo

- bezpłatny dostęp do archiwum „Parkietu” online
- „Almanach spółek giełdowych”
- wszystkie książki dotychczasowe do „Parkietu”





Portfele agresywne „indywidualnie” zarządzane

Sprawdź swój **asset**

■ Konrad Smok, SII



Przez ostatnie kilkanaście miesięcy nasz rynek zmienił się diametralnie. Dekoniunkturę giełdową odczuli zarówno inwestorzy indywidualni, jak również instytucje działające na rynku finansowym. Załamanie rynku zbiegło się w czasie z niespotykanym nasyceniem reklamami telewizyjnymi i prasowymi. Reklamom towarzyszyły także wszelkiego rodzaju promocje, odwołujące się w swojej konstrukcji do standardów z wielkopowierzchniowych supermarketów – kup jednostki TFI, a w prezencie otrzymasz iPoda...

TFI czy asset management?

Oprócz popularnych Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych, szeroko oferowanym produktem był asset management, czyli możliwość oddania posiadanych nadwyżek finansowych w zarządzanie specjalistom. Jako produkt z wyższej półki umożliwiający inwestorowi skorzystanie z wiedzy i doświadczenia najlepszych zarządzających, asset management wiąże się koniecznością posiadania przez inwestora zasobniejszego portfela. Pewne odmiany indywidualnie zarządzanych portfeli pojawiają się w ofercie instytucji finansowych od granicy 50 tys. zł, jednak pełny zakres usług zarządzania aktywami wiąże się z koniecznością posiadania przez inwestora kwoty od jednego do kilku milionów złotych. Koszt takiej usługi stanowi prowizja, a także opłaty za zarządzanie portfe-

lem (kwartalne lub miesięczne) pobierane zazwyczaj od wygenerowanej nadwyżki finansowej (wirtualnych zysków).

Za wiedzę specjalistów trzeba oczywiście zapłacić, a przy pobieranych cyklicznie opłatach od zysków asset management nie jest ofertą tanią. Podkreślmy również, że opłaty naliczane od wirtualnego zysku są bardzo korzystne dla oferującego, który pomija płynność walorów wchodzących w skład danego portfela. Rzeczywista realizacja stopy zwrotu wykazanej „na papierze” mogłaby być trudna. Warunki

opłat i prowizji są jednak dość jasno nakreślone w regulaminie, tak więc inwestor podpisując umowę powinien mieć dobry przegląd sytuacji. Postawmy w tym miejscu pytanie, co stanowi różnicę pomiędzy popularnym TFI a usługą zarządzania aktywami na zlecenie? Czy w „zwykłych” TFI decyzje podej-

mowane są przez mniej doświadczonych zarządzających? Wierzmy, że nie. Co więc stanowi o wyższości assetów? Inwestor legitymujący się kwotą powyżej jednego miliona złotych może oczekiwać indywidualnie skonstruowanego, aktywnie zarządzanego portfela, dopasowanego do osobistych wymagań oraz skłonności do ryzyka. Koszty nie są co prawda małe, ale perspektywa „własnego” zarządzającego wydaje się w pełni rekompensować koszty takiej inwestycji. Zestawienie stóp zwrotu także potwierdza wyższość indywidualnie prowadzonych portfeli nad TFI.

Kolejne kwartały dekonjunktury na rynku są swoistym sprawdzianem dla inwestorów. Najłabsi opuszczają rynek ze spuszczoną głową, by już nigdy na niego nie powrócić. Silniejsi pobierają ważną lekcję pokory. Dla wszystkich natomiast jest to okres weryfikacji posiadanych umiejętności oraz nastawienia do rynku. W takich czasach zarządzający mają przed sobą trudne zadanie. Muszą udowodnić, że są warci pobieranych prowizji, a stosowana przez nich strategia nie zakłada jedynie kupna i przetrzymywania wybranych akcji.

W tym miejscu pojawia się kwestia, która niewątpliwie wymaga uwagi uczestników rynku. Stanowi bowiem pewną rysę na budowanym wizerunku oferty asset management kierującej swój produkt do najbogatszych i zarazem najbardziej wymagających klientów. W ostatnim czasie do SII zwróciło się kilku inwestorów niezadowolonych z usług firm, którym powierzyli swój kapitał w zamian za zarządzanie. Wyjaśnijmy na wstępie, że niezadowolenie to nie jest jedynie efektem uzyskania ujemnej stopy zwrotu od początku tego roku. Głównym zastrzeżeniem ze strony inwestorów jest znikoma aktywność ze strony zarządzającego w sytuacji diametralnych zmian na rynku. Powołując się na szczegóły oferty, klienci wskazują zapisy mówiące o prowadzeniu indywidualnego portfela (za co, jak powiedzieliśmy, pobierane są opłaty), możliwościach wykorzystania krótkoterminowych trendów giełdowych, aktywnego zarządzania kapitałem itp. Dodajmy, że osoby kontaktujące się z SII posiadały portfele określone mianem agresywnych, o wartościach przekraczających 1 mln zł.

Nikt nie oczekuje od zarządzających, aby w ramach indywidualnego agresywnego portfela pełnili rolę „łapaczy” górerek i dołków

*Bessa także
w portfelach
zarządzanych
przez
profesjonalistów*



Strategia „na rolnika”

Z przesłanych nam zestawień transakcji dokonywanych na rachunkach klientów kształtuje się przedziwny obraz. Aktywne zarządzanie portfelem, w sytuacji diametralnych zmian na ogólnosiwiatowych rynkach, sprowadziło się w przypadku portfeli wspomnianych inwestorów do... braku jakiegokolwiek reakcji ze strony zarządzających. W momencie otrzymania wyciągu z rachunków (maj) na rachunkach inwestorów od początku roku nie zostały przeprowadzone żadne znaczące transakcje. W przesłanych SII wykazach rachunków powtarza się w zastanawiający sposób ten sam schemat. W okresie silnych spadków zarządzający nie podejmuje żadnych istotnych działań. Nie oznacza to, że na rachunkach nie przeprowadzono ani jednej transakcji. Ich podsumowanie budzi jednak jeszcze większe zastanowienie niż sam fakt braku aktywnej reakcji na zmieniającą się sytuację rynkową. Wyobraźmy sobie, że zarządzający w ramach portfela o wartości ok. 1 mln zł sprzedaje w danym miesiącu akcje za kwotę – uwaga – 1500 zł. W następnych miesiącach kolejne transakcje sprzedaży za podobną kwotę... Barwnym zobrazowaniem tej sytuacji było porównanie zastosowane przez jednego z inwestorów. Zestawił on sposób zarządzania swoim portfelem do działań rolnika, który zasiał, zasiał i czeka następne pół roku na rezultaty...

Nikt nie oczekuje od zarządzających, aby w ramach indywidualnego agresywnego portfela pełnili rolę „łapaczy” górki i dołków. Zrozumiałe jest również, iż oddanie środków w zarządzanie może zakładać kilkuletni horyzont inwestycyjny, a aktywne

zarządzanie kapitałem nie jest synonimem gry intraday na kontraktach terminowych. Oczywiście jest także zasada, że nawet tzw. portfel indywidualny może być bezpośrednim odzwierciedleniem portfela modelowego przy danej skłonności klienta do ryzyka. Jednym słowem – inwestorzy rozumieją doskonale, że asset management nie wykorzystywał wszelkich możliwych okazji rynkowych do pomnożenia powierzonych pieniędzy i nawet w swojej najczystszej formie zakłada określone ryzyko.

W przedmiotowych przypadkach bez odpowiedzi pozostaje jednak w dalszym ciągu pytanie, czemu mają służyć transakcje sprzedaży stanowiące promil wartości portfela? Wychodzenie z inwestycji w taki sposób trwałoby kilka lat. Kwestia niskiej płynności także nie wyjaśnia sprawy. Nawet w przypadku znikomych obrotów jest szansa, aby przez miesiąc sprzedać akcje o wartości zdecydowanie większej niż 1500 zł. Wylimitować należy także banalne pomyłki (sprzedaż 100, zamiast np. 1000 akcji) ze względu na regularność wspomnianych transakcji.

Tak więc przytoczone (autentyczne) przykłady wskazują na całkowitą bierność zarządzającego, która w konfrontacji z silnie zmieniającym się rynkiem zakończyła się ujemną stopą zwrotu rzędu kilkudziesięciu procent (licząc od początku roku). Asumptem wzmagającym irytację inwestorów jest fakt, iż w momencie spadku wartości portfela poniżej poziomu granicznego np. 1 mln zł, klient jest wzywany do dopłaty do rachunku lub jest przenoszony do niższego standardu oferty.

Obiecanki cacanki

Niniejszy tekst nie ma na celu zasiania niepokoju wśród posiadaczy usługi asset management. Nie próbuje także podważyć pozycji instytucji finansowych w tym zakresie (umyślnie nazwy biur makler-

skich, których klienci zwrócili uwagę SII na opisaną sytuację, zostały pominięte, powiedzmy tylko, że są to duże i znane biura maklerskie). Pragniemy jednak zwrócić uwagę, iż być może przedmiotowa kwestia świadczenia usług zarządzania kapitałem wymaga dodatkowego sprecyzowania przez oferujących. Zauważalna staje się także bezwzględna weryfikacja ofert usług finansowych w warunkach trudnego rynku.

Reklamy i marketingowe opisy szczegółów oferty assetów zawierają zazwyczaj stwierdzenia o „indywidualnym, aktywnie zarządzanym portfelu”, „najlepszych zarządzających” i „wykorzystaniu krótkoterminowych trendów giełdowych”. W praktyce doprecyzowania wymaga jednak kwestia, co oferujący rozumie pod pojęciem aktywnego zarządzania. Na bazie tak przedstawionej oferty klient może oczekiwać np. zabezpieczania kontraktami terminowymi posiadanej pozycji na rynku akcji (w obliczu chwilowych nawet spadków), podczas gdy oferujący ograniczy się do skon-

struowania portfela będącego odbiciem modelowego w danym okresie koszyka akcji. Zwracający się do SII inwestorzy sugerowali istotne rozbieżności pomiędzy przedstawianą pierwotnie ofertą, a stanem faktycznym. Aby móc lepiej zweryfikować przedstawiony problem zachęcamy do przesyłania do SII własnych doświadczeń w omawianej kwestii.

Komisja Nadzoru Finansowego ukróciła za pomocą odpowiednich regulacji swobodne przedstawianie (manipulację) statystyk, które w obrazowy sposób próbowały udowodnić, iż na jednostkach TFI można tylko zyskać. Popularne ostatnio reklamy lokat bankowych także zdają się prowokować wprowadzenie stosownych przepisów sankcjonujących nierzetelne oferty. Usługa asset management nie jest i raczej nigdy nie będzie tak popularna jak TFI czy lokaty, być może nadzorca rynku powinien rozważyć objęcie stosownymi przepisami także tej kwestii. ■

*Inwestorzy
sugerowali istotne
rozbieżności pomiędzy
przedstawianą
pierwotnie ofertą,
a stanem
faktycznym*

*Strategia
na „rolnika”
- powszechnie
narzędzie
zarządzających?*



Relacje inwestorskie spółek
rynku NewConnect

Zyskuje kto raportuje

■ Dorota Wylon, SII

Inwestorzy fundamentalni posiadają jedną fundamentalną cechę – cenią sobie analizę raportów okresowych. Do ich grupy zalicza się także pan Paweł Slant. Nie ma dla niego nic ciekawszego niż wnikliwa analiza raportów rocznych, półrocznych, a przede wszystkim kwartalnych. Nim podejmie decyzję o zainwestowaniu swoich środków w akcje danej spółki, wcześniej sprawdzi czy jest ekonomicznie efektywna, badając jej fundamenty. Obliczanie ogromnej liczby wskaźników, pozwalających odkryć nawet najbardziej skrywane tajemnice spółki, jest dla niego czystą przyjemnością. O ile jednak na rynku regulowanym pan Slant może dać upust swoim rządzom eksploratora, o tyle w przypadku spółek z rynku NewConnect zadanie ma utrudnione, przynajmniej w kwestii raportów kwartalnych. Spółki notowane na NewConnect nie mają w tej chwili obowiązku ich publikacji. Jest to dla pana Pawła dość duże utrudnienie przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Mając jedynie do dyspozycji raporty roczne i półroczne, nie jest w stanie na bieżąco śledzić faktycznej sytuacji, w jakiej znajduje się spółka. Czy na rynku NewConnect istnieją firmy, które zamierzają publikować raporty kwartalne? Analityk SII pod postacią pana Slanta postanowił to sprawdzić.

Obiecujemy...

Pan Paweł rozesłał do działów relacji inwestorskich spółek rynku NewConnect (50 firm: stan na dzień 23 maja 2008) e-maile następującej treści:

Szanowni Państwo,

Jestem aktywnym inwestorem, który decyzje inwestycyjne opiera głównie na wnikliwej analizie raportów okresowych (przede wszystkim kwartalnych). Wiem, że spółki rynku NC nie mają obowiązku publikacji raportów kwartalnych. Dla inwestorów takich jak ja jest to dość duża przeszkoda przy zaangażowaniu znacznych środków w walory spółki (większe ryzyko wynikające z braku informacji w procesie decyzyjnym). Stąd też moje pytanie: czy spółka zamierza publikować w przyszłości raporty kwartalne? Dziękuję z góry za odpowiedź.

Pozdrawiam, Paweł Slant

Ze wszystkich pięćdziesięciu spółek do zapytania ustosunkowało się 27 firm. W siedmiu przypadkach nasz inwestor otrzymał odpowiedź od osoby z ramienia zarządu (prezes bądź wiceprezes), co z pewnością dodaje wiarygodności danym obietnicom. Aż 16 z 25 spółek obiecało publikować w przyszłości raporty kwartalne. Część z nich podawała dokładne terminy rozpoczęcia ich publikacji, część deklarowała, iż uczyni to w bliżej niesprecyzowanej przyszłości. Dwie spółki nie planują natomiast publikacji raportów w tej chwili (Liberty Group S.A. oraz E-Muzyka S.A.). Wśród spółek rynku NewConnect są również te, które zamierzają przenieść się na rynek regulowany. Plany takie zdradziły cztery spółki (LUG S.A., Orzeł S.A., E-Muzyka S.A., oraz DFP Doradztwo Finansowe SA). Jakie konkretne obietnice złożyły poszczególne firmy?

...się poprawić.

Inwestorzy 16 spółek rynku NewConnect mogą oczekiwać, iż w mniej lub bardziej określonej przyszłości będą mogli zapoznać się z ich raportami kwartalnymi. Do grupy szczęśliwców można zaliczyć akcjonariuszy następujących spółek:

Lp	Spółki planujące publikowanie raportów
1	ADV.pl S.A.
2	Alumast S.A.
3	Blue Tax Groupe SA
4	DFP Doradztwo Finansowe SA
5	Digital Avenue S.A.
6	Euro Consulting & Management S.A.
7	Infosystems S.A.
8	LUG S.A.
9	Makolab S.A.
10	Marsoft S.A.
11	Maxipizza S.A.
12	Organic Farma Zdrowia S.A.
13	Orzeł S.A.
14	Północ Nieruchomości S.A.
15	Rodan Systems S.A.
16	Victoria Asset Operation Centre S.A.

Akcjonariusze spółek akcyjnych: Alumast, Makolab, Rodan oraz Victoria Asset Operation

Centre będą mieli okazję poddać wnikliwej analizie ich raporty począwszy już od trzeciego kwartału. Wynika to z zapowiedzi i planów przedstawionych w odpowiedziach nadesłanych naszemu inwestorowi.

Część spółek ma w planach publikację raportów kwartalnych w nieco odleglejszym terminie, dopiero w roku 2009. Należą do nich: Infosystems S.A., Organic Farma Zdrowia S.A., DFP

Doradztwo Finansowe SA oraz Maxipizza S.A. Pozostałe spółki, które deklarowały chęć publikacji raportów kwartalnych, nie określiły dokładnego terminu tego przedsięwzięcia, a więc używały z reguły określeń typu: „Niewątpliwie tak, jednak na dzień dzisiejszy nie jestem w stanie Panu podać od jakiegoś momentu” (ECM S.A.), „Tak, mamy taki zamiar” (Blue Tax SA) lub „Myślę, że w przyszłości nie wykluczone jest, iż spółka będzie publikowała raporty kwartalne. Nie jestem jednak w stanie podać precyzyjnej odpowiedzi, kiedy miałyby to nastąpić” (Digital

Czynnik ludzki jest bowiem niezwykle istotny w ocenianiu perspektyw firm, które krótko istnieją na rynku bądź opierają swoją działalność na innowacyjnych sektorach gospodarki

Avenue S.A.). Odpowiedzi te świadczą o wyraźnej chęci poprawy relacji z inwestorami w tych spółkach. Nasz inwestor ma nadzieję, że wyłącznie na dobrych chęciach się nie skończy.

Prawie jak raport

Okazuje się jednak, że część spółek z rynku NewConnect daje swoim akcjonariuszom możliwość zapoznania się z raportami kwartalnymi. Co prawda nie są to raporty, które dorównują tym dostępnym na rynku regulowanym, ale z pewnością pozwalają inwestorom w pewnym stopniu poszerzyć wiedzę o kondycji danej firmy. Z reguły firmy publikują wybrane kwartalne dane finansowe, do których najczęściej należą przychody ze sprzedaży oraz zysk netto. Ich interpretacja spada jednak na inwestorów, gdyż poza wynikami bardzo lakonicznie wyjaśniane są przyczyny, które na nie wpłynęły. Częściej jednak przyczyny nie są podawane wcale. Z 27 spółek, które udzieliły naszemu inwestorowi odpowiedzi, publikację raportów kwartalnych w ograniczonej wersji zadeklarowało siedem spółek.

Pan Paweł, jak każdy inwestor, może zapoznać się z wybranymi wynikami następujących firm: Auxilium S.A., WDM S.A. (obie publikują zysk netto oraz przychody ze sprzedaży), Inwest Conect S.A. (zysk netto oraz kapitały własne), M.W. Trade S.A. (przychody ze sprzedaży) oraz Krynicki Recykling S.A. (przychody ze sprzedaży, zysk netto, EBITDA). Największy zakres danych w swoim miniraportcie publikuje Telestrada S.A. oraz Blumerang Pre IPO S.A. Spółki w trybie kwartalnym informują o sumie aktywów oraz kapitałów własnych, przychodach netto ze sprzedaży, przychodach finansowych oraz zysku netto.

Raporty kwartalne lub raczej wybrane wyniki finansowe publikowane w trybie kwartal-



nym przez spółki rynku NewConnect nie są porównywalne z raportami kwartalnymi dostępnymi na rynku regulowanym. Nie można wymagać jednak od spółek z rynku NewConnect publikacji tego typu raportów, jeżeli nie mają takiego obowiązku prawnego.

Informowanie inwestorów o wynikach kwartalnych jest więc w tym wypadku niewątpliwym atutem spółki i świadczy o jej chęci porozumienia ze społecznością inwestorską, która lepiej poinformowana podejmuje efektywniejsze decyzje inwestycyjne. Raport kwartalny na miarę rynku regulowanego byłby jednak przyjęty przez inwestorów niezwykle przychylnie i mógłby się przyczynić do wzrostu wartości firmy. Na publikacji tego rodzaju raportu okresowego skorzystałaby także sama spółka, jeśli tylko miałyby w planach przejście na rynek regulowany.

Investowanie w raportowanie

Pan Paweł zdecydował się w pierwszej kolejności na analizę dwóch spółek: Telestrady S.A. oraz Bumerang Pre IPO S.A. Wynikało to z największej liczby dostępnych informacji o nich. Podobnie jak inni inwestorzy fundamentalni, pan Slant niecierpliwie oczekuje kolejnych coraz bardziej obszernych raportów, które pozwolą mu na wnikliwą i pełną analizę o charakterze fundamentalnym. Tylko ona bowiem w przypadku spółek z rynku NewConnect może w pełni odzwierciedlić faktyczną sytuację w jakiej znajduje się firma. Kolejnym krokiem pana Slanta będzie analiza kadry zarządzającej spółek rynku NewConnect. Czynnikiem ludzki jest bowiem niezwykle istotny w ocenie perspektyw firm, które krótko istnieją na rynku bądź opierają swoją działalność na innowacyjnych sektorach gospodarki. ■

Lp	Spółka	Publikowane dane
1	Auxilium Kancelaria Biegłych Rewidentów S.A.	Przychody ze sprzedaży, zysk netto
2	Inwest Connect S.A.	Zysk netto, kapitały własne
3	M.W. Trade S.A.	Przychody ze sprzedaży
4	Wrocławski Dom Maklerski S.A.	Przychody ze sprzedaży, zysk netto
5	Telestrada S.A.	Suma aktywów oraz kapitały własne, przychody netto ze sprzedaży, przychody finansowe, zysk netto
6	Krynicki Recykling S.A.	Przychody ze sprzedaży, EBITDA, zysk netto
7	Blumerang Pre IPO S.A.	Suma aktywów, kapitały własne, przychody netto ze sprzedaży, przychody finansowe, zysk netto

Internet - narzędzie wykorzystywane przez inwestorów, zaniebawiane przez spółki



Szefowie banków centralnych tworzą

Szum informacyjny

■ Piotr Kuczyński, Xelion Doradcy Finansowi

Początek czerwca można określić mianem festiwalu wypowiedzi szefów banków centralnych oraz innych, ważnych z punktu widzenia inwestorów, urzędników.

Festiwalu, którego wydzwięk był co najmniej dwuznaczny. Najgorsze było to, że wypowiedzi formułowano chaotycznie.

Popatrzmy, jak się to wszystko rozwijało. Najpierw Ben Bernanke, szef Fed, powiedział, że martwi go słaby dolar, który prowadzi do wzrostu inflacji. Stwierdził również, że Fed razem z Departamentem Skarbu obserwują rynek walutowy (zawoalowana groźba interwencji). Dolar po takim dictum wyraźnie się wzmocnił. Kilka dni potem Jean-Claude Trichet, szef ECB, zaszokował inwestorów i analityków na całym świecie. Podczas konferencji po posiedzeniu zarządu banku (stopy nie wzrosły) powiedział, że nie wyklucza podwyżki stóp w lipcu. Widać, że szef ECB, tak jak i szef Fed, bardzo boi się inflacji, tyle że nie waha się wzmocnić euro, osłabiając dolara, którego osłabienie martwi szefa Fed. Sytuację można skomentować przysłowiem, które mówi, że złapał Kozak Tatarzyna, a Tatarzyn za łeb trzyma.... Poza tym, J-C Trichet powiedział o podwyżce w lipcu, czym dał spekulantom miesiąc na grę pod tę podwyżkę. A miesiąc na rynkach walutowym i ropy to dużo czasu...

Gdyby to było tylko to... Minęły cztery dni i szef ECB znowu dał o sobie znać. Tym razem powiedział, że podwyżka stóp procentowych w strefie euro jest rzeczywiście możliwa, ale niekoniecznie już na lipcowym posiedzeniu.

Inflacja jest niezwykle groźna i to od niej zależy, co będzie się działo na światowych rynkach akcji w drugiej połowie roku

W ten sposób umożliwili spekulantom podnoszenie wartości euro przez kolejny okres. Działanie prezesa jest trudne do wytłumaczenia. Wydaje się, że nie rozumie mechaniki rynków. Przecież natychmiastowa podwyżka na początku czerwca zamknęłaby temat i nie dała możliwości prowadzenia spekulacji. Tego jednak było już za dużo dla Amerykanów. Do gry wszedł Henry Paulson, sekretarz skarbu. Powiedział, że nigdy nie wykluczał interwencji, czy też korzystania z innych instrumentów w celu umocnienia dolara. Poza tym

Richard Fisher, prezes Fed z Dallas, stwierdził, że zgadza się ze swoimi kolegami twierdzącymi, iż dla zwalczania inflacji należałoby podnieść stopy procentowe (bardzo wątpię, żeby przed wyborami taki ruch nastąpił).

To jednak nie koniec tego festiwalu. Znowu pojawił się Ben Bernanke. Jego wypowiedzi były niejasne. Z jednej strony twierdził, że niebezpieczeństwo wejścia gospodarki USA w głęboką recesję wydaje się słabnąć. Umniejszał też wagę bardzo słabych danych z amerykańskiego rynku pracy. Twierdził również, że zwalnająca gospodarka obniży inflację – stara śpiewka szefa Fed. To najwyraźniej był sygnał: „nie bójcie się szybkiego podniesienia stóp”. Na tym samym oddechu powiedział jednak też, że „FOMC będzie zwalczać erozję długoterminowych oczekiwań inflacyjnych”. Co z kolei sygnalizowało, że jeśli Bernanke się myli i inflacja będzie rosła, to stopy zostaną jednak podniesione. Jak widać, urzędnicy miotają się i nie bardzo chyba wiedzą, co mają mówić, a gracze za nimi biegną, nie bardzo wiedząc, co jest grane. Dlaczego to jest tak bardzo ważne? Dlatego, że ceny surowców, są mocno ujemnie skorelowane z dolarem. Im słabszy jest dolar tym droższe surowce. Po pierwszej wypowiedzi szefa ECB dolar gwałtownie zaczął tracić, a ropa zdrożała w ciągu dwóch dni o 13 procent, bijąc rekord wszech czasów. Po kolejnym wypowiedziach dolar zaczął zyskiwać, a ropa taniała. W sprawie ropy też zresztą panuje olbrzymie zamieszanie. Przed rozpoczęciem czwercowego szczytu energetycznego w Japonii minister energetyki USA Samuel Bodman błysnął genjuszem stwierdzając, że mimo gwałtownego wzrostu cen, na rynku ropy nie ma kryzysu, więc nie ma potrzeby jego uregulowania. Powiedział w ten sposób graczom: „nie przejmujcie się, możecie nadal windować ceny ropy i nic wam nie grozi”. Całkiem inny obraz przedstawił już trzy dni później Henry Paulson. Co z tego wszystkiego wynika? Otóż to, że inflacja jest niezwykle groźna i to od niej zależy, co będzie się działo na światowych rynkach akcji w drugiej połowie roku. Pozwala zauważyć, że urzędnicy są przestraszeni, działania nieskoordynowane, a giełdowi gracze muszą w tej sytuacji zachować trzeźwy umysł i starać się o ochronę kapitału. ■



Urzędnicy miotają się i nie bardzo chyba wiedzą, co mają mówić, a gracze za nimi biegną, nie bardzo wiedząc, co jest grane

Uwaga!

To co widzisz to tylko
wybrane artykuły
z numeru 3/2008.

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