

AKCJONARIUSZ

GIEŁDA EDUKACJA ANALIZY



STOWARZYSZENIE
INWESTORÓW
INDYWIDUALNYCH

ISSN 1644-3004 4/2009

Użyj kontraktów
terminowych
I STWÓRZ
SWOJE
WŁASNE TFI

**RANKING
DOMÓW
MAKLERSKICH**

Inwestorzy żądają
nowoczesnych
rozwiązań

**MAŁY MOŻE
WIĘCEJ, JEŚLI
TYLKO CHCE**

Skuteczne działania
akcjonariuszy
mniejszościowych

NOWY CYKL

Co kwartał
wszystko o rynku
NewConnect

Poprawa płynności
celem numer jeden

Wywiad z Ryszardem Kunickim, Prezesem Zarządu Ciech SA

Spis treści

Mniejszy też może wiele... jeśli tylko chce	6
Skuteczna walka o swoje prawa akcjonariuszy mniejszościowych, Piotr Cieślak, SII	
Poprawa płynności celem numer jeden	8
Wywiad z Ryszardem Kunickim, Prezesem Zarządu Ciech SA	
Czy spółki z NewConnect powinny mieć status publicznych	12
O kolejnych planowanych zmianach w Ksh, Paweł Wielgus, SII	
Barometr SII	16
Coraz więcej pozytywnych sygnałów z realnej gospodarki, Łukasz Porębski, SII	
Prognozy finansowe na dywaniku u inwestorów	18
Co kwartał wszystko o rynku NewConnect, Paweł Materniak, Certus Capital	
Późną jesienią test racjonalności rynku	21
Komentarz giełdowy, Piotr Kuczyński, Xelion Doradcy Finansowi	
O wyborze biura maklerskiego, inwestorzy szukają nowości	22
Ranking Domów Maklerskich, Łukasz Porębski, Michał Masłowski, SII	
Co z tą hossą (3)	26
Giełda znajduje się w bardzo ciekawym momencie, Tomasz Gessner, Dom Maklerski IDMSA	
„Prostota“ analizy porównawczej wystawiona na próbę	28
O wycenie spółek metodą porównawczą, Piotr Pochmara, SII	
Inwestuj w innowacje	32
Analiza techniczna a specyfika rynków	34
O różnicach między rynkami finansowymi, Paweł Śliwa, Dom Maklerski X-Trade Brokers S.A.	
Jeszcze jeden głos w sprawie obliczania terminów	37
Problemy interpretacyjne na rynku kapitałowym, mec. Andrzej Krawczyk, Adwokaci i Radcowie Prawni Izabella Żyglicka i Wspólnicy	
Analiza techniczna – złudzenie, czy sposób na zarabianie pieniędzy	38
Filozofia analizy technicznej w pigułce, Mikołaj Kusiakowski, Dom Maklerski TMS Brokers S.A.	
Stwórz własny TFI – sposób drugi	40
Wykorzystanie kontraktów terminowych w długoterminowym oszczędzaniu, Jarosław Augustynowicz, SII	
SII Poleca	43
Recenzje książek związanych z inwestowaniem	
Inwestowanie w instrumenty pochodne na polskim rynku	44
Kompedium wiedzy o kontraktach terminowych, Łukasz Porębski, SII	
Raport kwartalny bez tajemnic (2)	48
O tajnikach raportów finansowych, Miłosz Papst, YouInvest	
Czarne złoto – węgiel	52
Czy energetyka będzie branżą kolejnej hossy? Jan Szarzec	

AKCJONARIUSZ

Kwartalnik Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych

Redaktor naczelny: Michał Masłowski

Zastępca redaktora naczelnego: Paweł Wielgus

Redakcja: ul. Długopolska 22, 50-560 Wrocław
telefon: +48 (0) 71 332 95 60 telefon/fax: +48 (0) 71 332 95 61

Reklama: Tomasz Krawczyk, tkrawczyk@sii.org.pl
internet: www.sii.org.pl, e-mail: akcjonariusz@sii.org.pl

Dyrektor Artystyczny: 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.



Satyryczny komentarz

WIELKA PRYWATYZACJA



SADURSKI.COM

Szanowni Czytelnicy

Mija rok od symbolicznego początku wielkiego kryzysu. We wrześniu 2008 roku zbankrutował Lehman Brothers. Od tego czasu słowo „kryzys“ jest najczęściej wymienianym w różnego rodzaju serwisach informacyjnych. Jednakże zawsze jak słyszę kolejny lament o tym jakie to straszne skutki kryzys wywołał lub też jeszcze wywoła, przypomina mi się wywiad, który prawie rok temu przeprowadzono z pewną góralką, sprzedającą serki owcze na Krupówkach: „Gaździno, czy odczuwacie skutki kryzysu?“ I odpowiedź góralki: „Panie, do roboty trza się wzięć, to żadnego kryzysu nie będzie“. Inwestorzy wzięli się do roboty w lutym. Od tej pory zyski, które osiągnęli znów zaczęły grać na wyobraźni, a część nowych osób obecnych na rynku zaczęło tracić czujność. Czyżby niektórzy zapomnieli o skali spadków z przed roku? Po lekturze tego numeru Akcjonariusza można dojść do ważnych wniosków. Wygląda na to, że jeżeli ma wystąpić korekta ostatniej fali wzrostowej, to jest dla niej znakomity czas. Zachowajmy zatem czujność.



Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych idzie z duchem czasu. Mamy konto na Blipie (sii.blip.pl) – prowadziliśmy na nim choćby relację z konferencji WallStreet. Od całkiem niedawna posiadamy też profil na Facebooku (www.facebook.com/inwestorzy). Bardzo serdecznie zachęcam do dołączenia do nas na obydwu portalach społecznościowych.

facebook

*Do zobaczenia we Władysławowie na konferencji Profesjonalny Inwestor.
Michał Mastowski*

gietdowy

JA WEDŁUG RZĄDU DONALDA TUSKA

ROKU SPRYWATYZUJEMY
CTWO, HUTNICTWO,
GETYKĘ...



**Nadajemy
co poniedziałek**

Echa rynku

Podcast
Stowarzyszenia
Inwestorów
Indywidualnych

Wszystko o problemach inwestorów indywidualnych i bieżącej działalności SII

Ściągnij kolejne odcinki Podcastu SII ze strony www.sii.org.pl lub subskrybuj Echa Rynku przez iTunes



Mniejszy też może wiele ... jeśli tylko chce

Zakorzenione od lat bierne podejście inwestorów indywidualnych do walki o swoje prawa zaczyna się zmieniać. Jest coraz więcej przypadków aktywnej postawy akcjonariuszy mniejszościowych.

■ Piotr Cieślak, SII

Zwyczajowe podejście inwestora indywidualnego do uzasadnionej „konfrontacji” bądź to z dużymi inwestorami prywatnymi, bądź to z podmiotami branżowymi czy też finansowymi jest z reguły bardzo sceptyczne. Mniejszy inwestor co do zasady przyjmuje założenie, że z większym, silniejszym, a także zasobniejszym akcjonariuszem nie da się wygrać. Dotyczy to zarówno głosowania na walnych zgromadzeniach, konfrontacji prawnych, jak i możliwości współdecydowania o losach spółki, m.in. poprzez udział przedstawicieli mniejszości w radach nadzorczych. Choć taki sposób postrzegania większych inwestorów na pierwszy rzut oka może wydawać się uzasadniony, to rzeczywistość pokazuje, że inwestor indywidualny też może wiele. Żeby jednak osiągnąć sukces, musi podjąć się konkretnych działań. Tymczasem tych z reguły brakuje. O ile inwestorzy wykazują się odwagą, kreatywnością i gotowością do działań, deklarując to chociażby w wypowiedziach na forach dyskusyjnych, o tyle w rzeczywistości tylko nieliczni decydują się, by wziąć los w swoje ręce.

Mniejszościowi sprzeciwiali się emisji LSI

Przykład Spółki LSI Software jest jednym z tych, który powinien dać inwestorom do myślenia, wyraża bowiem argument tym, którzy twierdzą, że mniejszy zawsze jest na przegranej pozycji. Sprawa dotyczy emisji 1,45 mln akcji LSI, która miała być skierowana do giełdowej spółki Novitusa. Kapitał zakładowy LSI dzieli się na 3,26 mln akcji, z czego 1,09 mln akcji stanowią papiery uprzywilejowane w głosach 5:1. Udziały uprzywilejowane należą do Grzegorza Siewierzy, Prezesa LSI. Cena emisyjna akcji została ustalona na pozio-

mie 3 zł, a jednym z kluczowych kryteriów, które o tym decydowały, był średni kurs notowań akcji LSI w marcu 2009 roku. Stowarzyszenie już w tym miejscu zwróciło uwagę, że przy ustaleniu ceny wybrano okres, kiedy akcje były notowane na najniższym w historii poziomie. SII podkreślało przy tym, że nawet biorąc pod uwagę średnią z notowań marcowych, cena emisyjna powinna być wyższa. SII zaznaczyło również, że notowania giełdowe w przypadku spółki niepełnej nie powinny być kluczowe przy ustalaniu ceny emisyjnej. Strony umowy (główni udziałowcy LSI i Novitus) przekonywały jednak, że to nie były jedyne kryteria, którymi się kierowano. Konkrety

na temat innych czynników jednak nie padły, wyjaśnienia były ogólne. Ponadto widoczna była rozbieżność w ocenie sytuacji finansowej spółki i jej perspektyw zarówno przez akcjonariuszy LSI, jak i Novitusa. Novitus oceniał kondycję LSI gorzej niż jego udziałowcy. Warto w tym miejscu w kilku słowach wspomnieć o innych warunkach umowy inwestycyjnej. Zakładała ona m.in. sprzedaż przez Pana Siewierę 100 tys. akcji po cenie 10 zł, zniesienie uprzywilejowania akcji należących do Prezesa czy też uwzględniała opcje, które miałyby docelowo doprowadzić do przejęcia kontroli nad spółką przez Novitusa.

Skuteczne starcie 4% głosów mniejszości przeciw 96% większości

Kwestię emisji miało rozstrzygnąć WZ akcjonariuszy LSI, które odbyło się w dniu 4 czerwca 2009 roku. Podczas obrad toczono dyskusje na temat warunków emisji. Ostatecznie jednak przed

podjęciem kluczowych uchwał, na wniosek akcjonariusza ogłoszona została przerwa do dnia 23 czerwca. W czasie przerwy SII zainicjowało spotkanie, w którym uczestniczyli udziałowcy mniejszościowi, a także przedstawiciele LSI oraz Novitusa. Podczas spotkania udziałowcy mniejszościowi przedstawili argumenty uzasadniające sprzeciw względem ustalonej ceny emisyjnej. Uznali, że nie jest ona korzystna ani dla spółki, ani dla akcjonariuszy mniejszościowych. Ze strony Novitusa i Zarządu LSI nie padły jednak wystarczające wyjaśnienia, które mogłyby przekonać udziałowców do ustalonej ceny. Brakowało również argumentów, które w ocenie akcjonariuszy mniejszościowych LSI jednoznacznie wskazałyby na duże korzyści i efekty synergii z emisji i przyszłej współpracy obu spółek. Akcjonariusze mniejszościowi wnioskowali również o publiczne ujawnienie szczegółów umowy inwestycyjnej podpisanej między

Żeby odnieść sukces trzeba podejmować konkretne działania. Tych z pewnością brakuje



większościowymi akcjonariuszami LSI a Novitusem. W efekcie braku osiągnięcia kompromisu, podczas wznowionych obrad akcjonariusze mniejszościowi głosowali przeciw emisji. W związku z tym, że część akcji LSI Software jest uprzywilejowana, a uchwały w ocenie akcjonariuszy mogły naruszać prawa i interes udziałowców akcji bez uprzywilejowania, udziałowcy mniejszościowi zawnieśli, aby nad uchwałą o emisji, zgodnie z art. 419 par. 1 Kodeksu spółek handlowych, głosowano grupami. Aby uchwała była przyjęta, musiała być przegłosowana przez każdą z grup z osobna. Jedną stanowił Pan Siewiera, który zarejestrował papiery imienne dające 5,23 mln głosów, stanowiących 91% wszystkich obecnych na WZA. W skład drugiej wchodziło siedmiu akcjonariuszy, którzy wspólnie dysponowali pakietem 514,8 tys. walorów dających 9% głosów na WZ. Pierwsza grupa była za podwyższeniem kapitału, a w drugiej „za” głosował tylko Wiceprezes spółki dysponujący 302 tys. akcji, podobnie jak Pan

Siewiera, był objęty umową inwestycyjną z Novitusem. Do przegłosowania emisji z wyłączeniem prawa poboru potrzeba poparcia czterech piątych głosujących. W drugiej grupie takiego poparcia zabrakło, w efekcie czego uchwała nie przeszła. Akcjonariusze dysponujący 4% głosów na WZA osiągnęli swój cel.

Przykład LSI nie jest jedynym, gdzie współpraca mniejszości zwięźczona została sukcesem. Istnieje wiele innych przykładów, które pokazują, że mniejszość w kolektywie może stanowić istotną przeciwwagę względem dużych udziałowców.

Grunt to współpraca

W tym miejscu warto na chwilę wrócić do zupełnie innej sytuacji, z jaką przed laty mieliśmy do czynienia w spółce Mostostal Płock. Akcjonariusze mniejszościowi Mostostalu sprzeciwiali się polityce inwestora strategicznego (Mostostalu Warszawa). Domagali się m.in. zbadania zasadności zakupu i ciągłego rolowania przez płocką firmę weksli komercyjnych Mostostalu Warszawa. Żeby osiągnąć swój cel, doprowadzili do powołania w spółce biegłego rewidenta ds. szczególnych. Na tym jednak nie poprzestali. Koalicja akcjonariuszy mniejszościowych, gromadząc przy współpracy ze Stowarzyszeniem udziałowców dysponujących ponad 20% kapitału zakładowego spółki, doprowadziła do powołania do Rady Nadzorczej Mostostalu Płock reprezentanta mniejszości, którym został Raimondo Eggink.

Innym przykładem, gdzie mniejszość zdobyła miejsce w Radzie Nadzorczej, jest ZEG S.A.

Udziałowcy mniejszościowi tej spółki wielokrotnie zwracali uwagę na błędy popełniane w zarządzaniu firmą. Wskazywali przede wszystkim na nieefektywność w działalności spółki, błędne inwestycje czy też zbyt duży i nieuzasadniony poziom kosztów. Choć większość akcji, bo niemal 66%, należało do Mostostalu Export, pozostali akcjonariusze nie dawali za wygraną. Postanowili zawiązać pod auspicjami SII porozumienie akcjonariuszy, do którego przystąpili inwestorzy posiadający łącznie ponad 20% akcji ZEG. Jest to wyczyn godny podkreślenia, chociażby z tego względu, że akcje te stanowiły ponad 60% free floatu spółki. Akcjonariuszy łączył jednak wspólny cel. Co ciekawe, udziałowcy

mniejszościowi nie mając jeszcze przedstawiciela w Radzie, wielokrotnie wskazywali zarządowi obszary do restrukturyzacji. O ile zarząd przez długi czas nie zgadzał się z zarzutami stawianymi przez mniejszość, o tyle późniejsze zmiany w akcjonariacie i działania restrukturyzacyjne nowych właścicieli udowodniły, że zarząd spółki był w błędzie, a tezy stawiane przez mniejszość były słuszne. W efekcie spółka generuje od 2008 roku najlepsze wyniki w historii swojej działalności.

Inwestorze indywidualny, walcz o swoje prawa!

Obok spraw strictly związanych z giełdą, inwestorzy bardzo często wchodzą w spory z instytucjami finansowymi – bądź z bankami, bądź też biurami maklerskimi. Także i tu inwestor nie jest pozbawiony szans na sukces. Musi jednak podjąć walkę o swoje prawa. Często jednak z tego rezygnuje.

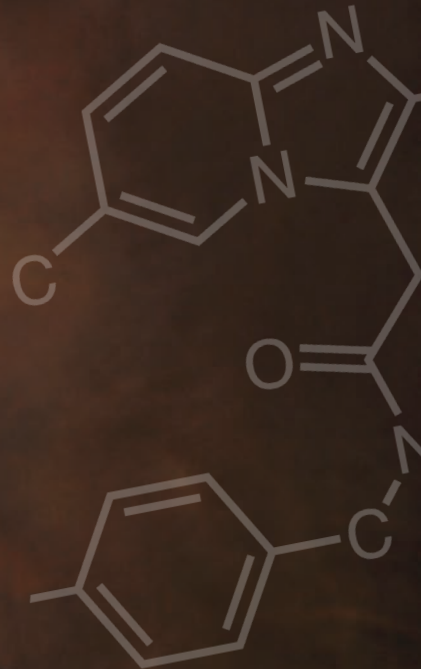
Opisane przykłady jednoznacznie pokazują, że słowo „mały” nie musi oznaczać „słabszy”. Choć w niniejszym artykule znalazły się przede wszystkim dowody na potwierdzenie tej tezy, to rzeczywistość niestety pokazuje, że drobni akcjonariusze zbyt rzadko decydują się na to, by wziąć sprawy w swoje ręce, by walczyć o swoje prawa. Tymczasem siłą akcjonariuszy mniejszościowych powinien być kolektyw, gdyż często razem mogą stanowić znaczną siłę. Bardzo prawdopodobne, że problem tkwi jednak w mentalności polskiego inwestora. Trudno postawić jednoznaczną diagnozę. Pozostaje wierzyć, że kolejne sukcesy mniejszości przekonają innych, by iść tym tropem, by zadbać o swój interes... **A**

Art. 419. § 1. Ksh

Jeżeli w spółce istnieją akcje o różnych uprawnieniach, uchwały o zmianie statutu, obniżeniu kapitału zakładowego i umorzeniu akcji, mogące naruszyć prawa akcjonariuszy danego rodzaju akcji, powinny być powzięte w drodze oddzielnego głosowania w każdej grupie (rodzaju) akcji. W każdej grupie akcjonariuszy uchwała powinna być powzięta większością głosów, jaka jest wymagana do powzięcia tego rodzaju uchwały na walnym zgromadzeniu.

Profil spółki Ciech SA

Grupa Ciech - największy koncern chemiczny w Polsce i jeden z liderów rynku środkowoeuropejskiego, o rozwiniętej strukturze produkcyjnej i sieci handlowej w kraju, Europie i Azji. Główne produkty: soda kalcynowana, TDI, sól, nawozy fosforowe i wieloskładnikowe, środki ochrony roślin, żywice epoksydowe i poliestrowe. Z rocznymi przychodami ok. 3,8 mld zł znajduje się wśród pięćdziesięciu największych polskich firm. Od 2005 r. Ciech SA jest notowana na warszawskiej GPW.



POPRAWA PŁYNNOŚCI celem numer jeden

Wywiad z Ryszardem Kunickim, Prezesem Zarządu Ciech SA

Akcjonariusz: Jak ocenia Pan kondycję polskiego sektora chemicznego? W jakiej fazie cyklu znajduje się ten sektor?

Ryszard Kunicki: Moim zdaniem polski sektor chemiczny radzi sobie stosunkowo dobrze. Krajowe spółki chemiczne odczuły kryzys w mniejszym stopniu niż spółki europejskie. Posiadane przez nas opracowania wskazują, że bieżący rok powinien być najniższym punktem cyklu koniunkturalnego. Od 2010 roku spodziewamy się poprawy koniunktury. Jednak tempo odbicia na pewno będzie wolniejsze niż tempo spadku.

Jak Ciech prezentuje się na tym tle?

Ciech, jeżeli chodzi o wyniki operacyjne, prezentuje się nieźle. Dobrze radzimy sobie z kryzysem, utrzymujemy produkcję we wszystkich naszych zakładach. Szczególnie teraz, w czasach dekonunktury, bardzo dużo zyskujemy dzięki dywersyfikacji działalności. Widzimy już pewne symptomy poprawy sytuacji rynkowej, zwłaszcza w sektorze chemii organicznej. Obecnie największym wyzwaniem dla nas jest redukcja zadłużenia.

Czy mógłby Pan powiedzieć, jak wygląda obecnie struktura przychodów Grupy?

Najważniejszy dla nas jest segment sodowy, którego znaczenie w czasie kryzysu jeszcze wzrosło. Udało się utrzymać korzystne relacje cen sody do głównych surowców. Wyniki osiągnięte przez ten segment w pierwszym półroczu bieżącego roku są



znacznie lepsze niż w roku poprzednim. Druga nasza Dywizja – Organika – mocno ucierpiała, głównie z powodu spadku cen. Sukcesem było utrzymanie wolumenów sprzedaży na ubiegłorocznym poziomie. W ostatnim czasie obserwujemy jednak wzrosty cen na nasze główne produkty organiczne, czyli TDI i żywice, co pozwala nam z optymizmem patrzeć w przyszłość. Trzecią pod względem generowanych przychodów jest obecnie Dywizja Agro. Tu najbardziej ucierpiała sprzedaż nawozów fosforowych i wieloskładnikowych, w znacznie mniejszym stopniu środków ochrony roślin. Mimo to jest ona rentowna. Wykorzystaliśmy już zapasy surowców do produkcji nawozów zakupionych po wysokich cenach, dzięki czemu koszty produkcji powinny się zmniejszyć i wpłynąć na poprawę rentowności w drugim półroczu.

Który segment działalności cechuje się najwyższym poziomem rentowności?

Najbardziej rentowny w pierwszej połowie roku był segment sodowy. Wygenerował aż 84% zysku na poziomie EBITDA, przy 42% udziale w przychodach ze sprzedaży całej Grupy Ciech. Od połowy poprzedniego roku podjęliśmy wiele inicjatyw mających na celu poprawę rentowności segmentu. Przeprowadziliśmy program redukcji kosztów działalności. Scentralizowaliśmy zakupy, dzięki czemu spadły ceny i poprawiły się warunki płatności. Polepszyliśmy relacje z klientami, co pozwoliło nam utrzymać ceny naszych produktów. Zwiększyliśmy efektywność procesu produkcji sody, zwłaszcza w zakładach rumuńskich. To tylko kilka z całego szeregu działań, które pomogły nam wpłynąć na poprawę rentowności segmentu z 6 do 10%.

Jak ocenia Pan płynność finansową Grupy? Umowa z bankami na prolongatę zadłużenia z licznymi obwarowaniami sugeruje, że sytuacja nie jest łatwa...

Globalny kryzys finansowy dotknął w mniejszym lub większym stopniu wszystkie rynki, także segment chemiczny. To stawia przed nami wyzwania na wielu płaszczyznach naszej działalności, w tym również w finansach. Na jesieni zeszłego roku rozpoczęliśmy rozmowy z bankami na temat refinansowania i konsolidacji swojego zadłużenia. Obecna struktura wymaga dostosowania do warunków rynkowych i specyfiki grupy kapitałowej. Zyskamy większą elastyczność w zarządzaniu płynnością finansową i lepszą alokację wolnych środków pieniężnych. Podpisanie umowy kredytowej powinno nastąpić w czwartym kwartale. Obecnie, pomimo trudności na rynku kredytowym z dostępem do finansowania zewnętrznego, płynność Grupy można ocenić jako wystarczającą dla prowadzenia bieżącej działalności oraz realizacji zadań inwestycyjnych zaplanowanych na ten rok.

Co Spółka zamierza zrobić, aby poprawić swoją sytuację płynnościową?

Staramy się całościowo patrzeć na potrzeby Grupy. Naszym celem jest zapewnienie spółkom stabilnego finansowania. Realizujemy szereg działań stymulujących, które w połączeniu ze sprawnym zarządzaniem przełożyły się na polepszenie płynności naszej Grupy. Kładziemy duży nacisk na redukcję kapitału obrotowego, czego pozytywne efekty już widać. Kontynuujemy i rozszerzamy program dezinvestycji aktywów spoza działalności podstawowej. Chcemy sprzedać Polfe, Ciech Service



i spółki transportowe oraz udziały w PTU. Wspomniane wcześniej refinansowanie zadłużenia zwiększy udział zobowiązań długoterminowych oraz pozwoli na bardziej elastyczne zarządzanie płynnością. Poprawiamy również metody zarządzania nią w ramach Grupy. Optymalizujemy także zakupy energii. Nowa strategia w tym obszarze pozwoli uzyskać ponad 10 mln oszczędności w skali roku.

Co z inwestycjami w kryzysie?

W tym roku ograniczyliśmy inwestycje do niezbędnych i najbardziej rentownych. Dodatkowo dużym wsparciem będą dla nas pozyskane środki unijne. W tym roku otrzymaliśmy już ponad 111 mln zł. Zachem dostanie 28 mln zł takiego dofinansowania, co stanowi połowę kosztów projektu budowy instalacji i wdrożenia innowacyjnej technologii produkcji epichlorohydryny z gliceryny. Ta metoda jest stosowana przez mniej niż 5% firm tej branży na świecie. Co warto podkreślić, projekt wykorzystuje wyniki prac własnych zespołu badawczo-rozwojowego Zachemu. Trwa rozbudowa kotłów w Elektrociepłowni Janikowo i budowa instalacji odsiarczania spalin, na które Soda Polska otrzymała w sumie ponad 31 mln zł. Organika-Sarżyna dostanie 40 mln zł na budowę instalacji produkcyjnej środków ochrony roślin. Wszystkie te przedsięwzięcia, realizowane w ramach dofinansowania z Unii Europejskiej, mają na celu wdrażanie prekursorskich i ekologicznych rozwiązań.



Problem opcji niestety nie ominął Ciechu. Czy mógłby Pan wyjaśnić, dlaczego spółka korzystała z asymetrycznych struktur opcyjnych, które cechowały się nieograniczonym ryzykiem straty? Spółka jako eksporter od wielu lat zabezpieczała się za pomocą opcji przed możliwym umocnieniem się złotego, żeby chronić nasze przepływy pieniężne. Niestety, poprzedni Zarząd zawarł w 2008 r. ryzykowne umowy opcyjne,

twz. zerokosztowe. Długoterminowy trend wzmocnienia się naszej waluty wpłynął na nieprawidłową ocenę ryzyka z tego tytułu. W naszym przypadku opcje były skonstruowane tak, że kupionych opcji Put było dwa razy mniej niż sprzedanych opcji Call. Oferowały krótkoterminowy zysk w zamian za długoterminowe ryzyko. Dodatkowo nasz potencjalny zysk ograniczony był wyłącznikami. Potencjalne korzyści banków były nieograniczone. Zaowocowało to nadmierną ekspozycją z tytułu struktur opcyjnych. Nagła deprecjacja złotych w drugiej połowie 2008 r., przy tak zawartych umowach opcyjnych, spowodowała znaczne zmniejszenie zysku Grupy za 2008 rok. Również w tym roku opcje są dla nas dużym obciążeniem. Aktualnie wdrożone i stosowane procedury zarządzania ryzykiem powodują, że podobna sytuacja już się nie powtórzy. Obecnie struktury te zostały usymetryzowane, a okres zapadalności wydłużony. Dzięki temu przepływy pieniężne z tego tytułu się zmniejszyły. Warto przypomnieć, że przez wiele lat strategię opcyjną przynosiły nam wymierne korzyści.

Co z zakupem udziałów w Anwilu w kontekście umowy podpisanej z bankami? Czy umowa ta nie wyłącza przypadkiem Ciechu z tej transakcji?



Akwizycja Anwilu została odłożona do zakończenia naszej prywatyzacji. Dostrzegamy wiele korzyści wynikających z ewentualnego włączenia Anwilu do Grupy Ciech. Jednak decyzję o powrocie do tego projektu podejmiemy nowy inwestor.

Czy Ciech nadal podtrzymuje zamiar sprzedaży posiadanych akcji PTU? Jeśli tak, to kiedy można spodziewać się transakcji? Jak wpłynie to na wynik Grupy?

Ciech podtrzymuje zamiar sprzedaży akcji PTU. Oczywiście proces sprzedaży nie uległ zatrzymaniu ani zakończeniu. Cały czas negocjujemy z potencjalnymi nabywcami, jednak sytuacja rynkowa nie sprzyja przeprowadzeniu tej dezinvestycji. Nie chciałbym zgadywać odnośnie terminu samej transakcji, ponieważ jest to proces dość skomplikowany od strony formalnej. Sprzedaż akcji PTU na pewno pozytywnie wpłynie na wyniki finansowe Grupy.

Sprawa przejścia Sodawerk Stassfurt trafiła do prokuratury. W ocenie Zarządu Ciechu mogły wystąpić nie-



Ciech

prawidłowości w procesie przejścia. Na czym miały one polegać?

Przeprowadzony został audyt nabycia spółki. Wyniki audytu zostały przekazane do odpowiednich organów, które zdecydowały o przekazaniu sprawy do prokuratury. Do czasu zakończenia postępowania nie chciałbym się wypowiadać na ten temat.

Czy w Pańskiej opinii lepiej będzie, jeśli akcje Ciechu zostaną sprzedane przez Naftę razem z pozostałymi spółkami chemicznymi, tj. z Azotami Tarnów i ZAK, czy też jeśli zostaną sprzedane osobno?

Prywatyzacja otwiera szersze perspektywy rozwoju naszej Grupy. Dla realizacji strategicznych interesów polskiego sektora chemicznego lepsza byłaby sprzedaż całego pakietu akcji jednemu inwestorowi po to, aby mógł on zintegrować spółki. Dzięki temu mógłby prowadzić bardziej zoptymalizowane działania. Pozyskanie jednego inwe-

stora zaowocowałyby umocnieniem pozycji Ciechu na rynku chemicznym, umożliwiłyby dynamiczny rozwój Grupy oraz zredukowanie zadłużenia. W opracowanym

przez nas dokumencie informacyjnym dotyczącym każdej ze spółek przedstawiamy warianty wspólnego rozwoju wszystkich trzech spółek aż do 2016 roku. Staramy się przekonać inwestorów do korzyści z zakupu całej trójki, jednak wariant sprzedaży spółek różnym inwestorom również jest brany pod uwagę.

Jak ocenia Pan tegoroczne perspektywy finansowe spółki? Czego mogą spodziewać się w 2009 roku akcjonariusze?

W tym roku skupiamy się na poprawie działalności operacyjnej, redukcji kosztów i utrzymaniu pozycji rynkowej. Uważam, że ten cel uda się osiągnąć. Jednak konkretnych prognoz na ten rok nie będziemy podawać. W obecnej sytuacji gospodarczej trudno jest przewidywać rozwój wypadków na rynkach naszych głównych produktów i na rynku finansowym, a tym samym precyzyjnie prognozować wyniki. A



Gazeta Giełdy PARKIET to...

...główne źródło wiadomości o rynku finansowym i kapitałowym!

Badanie Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych
Badania MillwardBrown SMG/KRC

...laureat nagrody za obiektywny i rzetelny przekaz informacji!

Nagroda Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych

...najczęściej czytana gazeta biznesowa!

Badania WarsawScan

 **PARKIET**

NIC DODAĆ. NIC UJAĆ.

Czy spółki z NewConnect powinny mieć status publicznych?

Dostosowywanie prawa polskiego do wymogów UE jest procesem ciągłym. Bardzo często zmieniany jest Kodeks spółek handlowych. Najwięcej konsekwencji z tytułu kolejnej szykowanej zmiany odczują akcjonariusze spółek z rynku NewConnect.

■ Paweł Wielgus, SII

Rynek nie zdążył się jeszcze oswoić z sierpniową nowelizacją Kodeksu spółek handlowych (Ksh), a na stronach Ministerstwa Sprawiedliwości można już zapoznać się z projektem kolejnej nowelizacji Kodeksu oraz innych kluczowych aktów prawnych regulujących funkcjonowanie krajowego rynku kapitałowego. Tym razem chodzi o zmianę definicji spółki publicznej, co na pierwszy rzut oka jest zabiegiem znacznie mniej wpływającym na sytuację akcjonariuszy niż na przykład organizacja e-WZA. W rzeczywistości jest jednak grupa inwestorów, dla których przyjęcie proponowanej definicji będzie miało kluczowe znaczenie. Są to akcjonariusze spółek notowanych na rynku New Connect (NC).

Przypomnijmy, iż zgodnie z obowiązującą definicją spółką publiczną jest spółka akcyjna posiadająca co najmniej jedną akcję zdematerializowaną. Zgodnie z uzasadnieniem projektu formalnym celem nowelizacji jest wprowadzenie nowej definicji spółki publicznej z jednoczesnym przeniesieniem tej definicji do Ksh. Pomysł jest jak najbardziej uzasadniony, gdyż w chwili obecnej ustawa o obrocie odwołuje w zakresie definicji do ustawy o ofercie publicznej, która wskazuje ponownie ustawę o obrocie jako akt definiujący samą dematerializację. Sytuacja taka ma nie tylko konsekwencje praktyczne, ale przede wszystkim umniejsza znaczenie spółki publicznej poprzez wskazanie, że jest to spółka pozakodeksowa (a więc być może w pewnym sensie nietypowa). Drugim istotnym celem projektu jest wprowadzenie fakultatywnej dematerializacji akcji, co pozwoli spółkom niepublicznym na podjęcie świadomej decyzji odnośnie formy akcji (tradycyjna w formie dokumentu

lub zdematerializowana). Dotychczasowa definicja spółki publicznej pomija istotne znaczenie faktu, jakim jest masowość jej akcjonariatu (wielu inwestorów uważa wręcz, że spółka publiczna to taka, której akcje można publicznie nabyć, co nie jest prawdą). Jak podkreślają autorzy projektu, obligatoryjna



NEW/CONNECT
RYNEK AKCJI GPW

dematerializacja akcji spółki publicznej nie dotyczy wszystkich akcji tej spółki, ale wyłącznie akcji, które mają być przedmiotem oferty publicznej lub mają być dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym (w przypadku alternatywnego systemu obrotu (ASO) ustawa dopuszcza obrót akcjami materialnymi, jednak regulamin NC nakłada obowiązek dematerializacji). Innymi słowy, może się zdarzyć, że w spółce publicznej będą istniały akcje w formie tradycyjnego dokumentu (np. imienne akcje założycielskie). W ten sposób dematerializacja akcji nie stanowi cechy spółki publicznej, ale cechę niektórych akcji tej spółki. Tym samym dematerializacja nie powinna rzutować na formę i treść definicji spółki publicznej. Nowa definicja przewiduje, że spółką publiczną będzie spółka, której co najmniej jedna akcja jest dopuszczona do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Jakie

są tego konsekwencje? Istotne, choć wcale nie oczywiste. W pierwszej kolejności należy przypomnieć: NewConnect nie jest rynkiem regulowanym. W konsekwencji przyjęcia nowej definicji spółki notowane w ASO przestaną być spółkami publicznymi. Jej akcjonariusze w pierwszej kolejności muszą przyswoić sobie nowe zasady rejestracji na walne zgromadzenie. Przysługiwać im będzie uprawnienie do (i) imiennego świadectwa rejestrowego (w najbardziej ogólnym przypadku), (ii) imiennego świadectwa depozytowego (gdą na mocy statutu akcje spółki będą zarejestrowane w depozycie papierów wartościowych w rozumieniu przepisów o obrocie instrumentami finansowymi) lub (iii) imiennego zaświadczenia o prawie uczestnictwa w walnym zgromadzeniu (gdą na mocy statutu spółka niepubliczna, której wszystkie akcje są zdematerializowane, stosować będzie przepisy o organizacji walnego zgromadzenia spółki publicznej). Praktyka podpowiada, że nawet pracownicy instytucji obsługujących rachunki inwestycyjne będą mieli problemy z dostosowaniem się do wymagań nowych przepisów w pierwszym okresie ich obowiązywania.

Ograniczając dalsze rozważania do sytuacji, w jakiej znajdują się akcjonariusze spółek notowanych na NC (spółka niepubliczna z akcjami zdematerializowanymi), warto wspomnieć o rejestrze akcjonariuszy, który będzie prowadzony przez podmiot uprawniony do prowadzenia rachunków papierów wartościowych (analogicznie jak w spółce publicznej) lub samą spółkę. Na żądanie akcjonariusza podmiot prowadzący rejestr akcjonariuszy wystawi imienne świadectwo rejestrowe. Połączenie obu powyższych przepisów prowadzi do wniosku,

że dokument uprawniający do udziału w walnym zgromadzeniu spółki niepublicznej będzie wystawiany w niektórych przypadkach przez samą spółkę. Mam poważne wątpliwości, czy takie rozwiązanie nie stanowi przypadkiem zagrożenia dla interesów akcjonariuszy (pomijając już niejasne w chwili obecnej aspekty techniczne związane ze złożeniem takiego świadectwa rejestrowego w siedzibie spółki). Jasne jest, że w zakresie rejestracji na walne zgromadzenie akcjonariusze spółek notowanych na NC będą musieli zrobić krok wstecz, tym bardziej, że w ich przypadku ustawodawca wraca również do blokady akcji pomiędzy wystawieniem odpowiedniego dokumentu a zakończeniem obrad walnego zgromadzenia.

Nowelizacja przewiduje podtrzymanie dotychczasowych regulacji, na mocy których - w przypadku spółek notowanych na NC - nie będą obowiązywały przepisy dotyczące obowiązkowych wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji (przy zamiarze przekroczenia progów 33% i 66% ogólnej liczby głosów). Wprawdzie odpowiedni przepis uchylający taki obowiązek zostanie skreślony (do tego momentu jestem zdecydowanie „za”), jednak spółki te przestaną być publiczne, w efekcie czego będą wciąż wyłączone z obowiązku ogłoszenia wezwania. Zniesienie statusu spółki publicznej w przypadku podmiotów notowanych na NC będzie miało również poważne konsekwencje dla obowiązków informacyjnych tych spółek, jednak te kwestie są już w większości przypadków poruszone w regulaminie ASO.

Omawiając najważniejsze postanowienia nowelizacji, nie sposób pominąć rewolucyjnych zmian w zakresie odpowiedzialności cywilnej przewidzianej w ustawie o ofercie publicznej. Zmiany te wychodzą naprzeciw oczekiwaniom rynkowym i zapewnią w przyszłości znacznie lepszą ochronę praw i interesów akcjonariuszy, choć dotyczą wyłącznie spółki publicznej (a więc w przyszłości już nie NC). Po wejściu w życie nowelizacji akcjonariusz spółki publicznej, który nabył jej akcje w ofercie publicznej i na podstawie odpowiedniego dokumentu informacyjnego, może żądać odkupienia objętych lub nabytych akcji, jeżeli spółka odstąpiła od ubiegania się o dopuszczenie lub wprowadzenie akcji do obrotu na rynku

Nowa definicja przewiduje, że spółka publiczną będzie spółka, której co najmniej jedna akcja jest dopuszczona do obrotu na rynku regulowanym...

regulowanym, nie wystąpiła z wnioskiem o dopuszczenie akcji do obrotu lub zrobiła to za późno.

Podobne uprawnienie przysługiwać będzie w sytuacji, gdy GPW lub KNF odmówią dopuszczenia lub wprowadzenia akcji do obrotu. Gdyby takie rozwiązanie obowiązywało od dłuższego czasu, wówczas poważnych problemów uniknęliby np. akcjonariusze Sovereign Capital (akcje zostały przydzielone, jednak spółka nie jest notowana do dnia dzisiejszego). Podobne żądanie odkupu można - zgodnie z projektem - złożyć w przypadku spółki, której akcje zostały bezterminowo wykluczone z obrotu na rynku regulowanym na podstawie całego szeregu przepisów, z których większość dotyczy procedur z w i ą z a n y c h z zatwierdzeniem prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego. W gronie podstaw wykluczających znajdują się również przypadki, w których bez-

terminowe wykluczenie odbywa się w wyniku naruszenia przepisów związanych z publikacją informacji poufnej oraz informacji o przekroczeniu odpowiednich progów w akcjonariacie spółki publicznej. Propozycja taka jest absolutnie przełomowa.

Uprawnienie do z ł o ż e n i a żądania takiego odkupu przysługiwać będzie jednak tylko tym akcjonariuszom, którzy bezpośrednio, pośrednio lub działając w porozumieniu posiadają łącznie mniej niż 5% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej (istnienie takiego progu jest bardzo uzasadnione, gdyż akcjonariusze posiadający powyżej 5% ogólnej liczby głosów mają

już realne możliwości wpływania na sytuację w spółce). Hamując nieco optymizm czytelników (i akcjonariuszy takich spółek jak np. Krosno), wspomnieć należy, że z powyższego przepisu wyłączone są przypadki wykluczenia z obrotu w związku z ogłoszeniem upadłości obejmującej likwidację majątku. Jeśli przedmiotowa nowelizacja wejdzie w życie w zaproponowanej formie, to pozycja akcjonariuszy spółek notowanych na NC ulegnie znacznemu osłabieniu, przy jednoczesnym zwiększeniu ochrony interesów akcjonariuszy spółek publicznych. Oprócz wskazanych dotychczas zagadnień istotną kwestią jest również wyłączenie spółek notowanych na NC spod obowiązywania przepisów zawartych w Szczególnych uprawnieniach i obowiązkach spółki publicznej zapisanych w ustawie o ofercie publicznej. Najważniejsze z nich to przymusowy wykup i odkup akcji (w przypadku, gdy w akcjonariacie pojawia się akcjonariusz posiadający powyżej 90% ogólnej liczby głosów) oraz możliwość powołania rewidenta do spraw szczególnych. Również Ksh zawiera wiele regulacji wprost odnoszących się do spółki publicznej lub jej statutu, w tym kwestie związane z wypłatą dywidendy, prowadzeniem strony internetowej, głosowaniem korespondencyjnym



© Nerlich Images - Fotolia.com

czy też udzielaniem pełnomocnictwa. Z punktu widzenia stosunków właścicielskich kluczowe znaczenie dla spółek z NC może mieć fakt, że Kodeks przewiduje dla spółki niepublicznej większą liczbę głosów niezbędnych do podjęcia uchwał w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego w ramach kapitału docelowego lub połączenia i podziału spółki. Taka zmiana warunków już po dopuszczeniu akcji do obrotu na NC prawdopodobnie spotka się z silnym sprzeciwem samych zainteresowanych. Wszak nie zmienia się reguł w trakcie gry. Warto się więc zastanowić, czy definicja spółki publicznej nie powinna raczej obejmować rynku zorganizowanego zamiast regulowanego (NC jest rynkiem nieregulowanym, ale zorganizowanym).

Przeciwnicy takiego pomysłu powiedzą zapewne, że nie ma takiej potrzeby, bo wiele przepisów można przemycić w wewnętrznych aktach prawnych. Znaczenie regulacji pozanormalnych jest jednak znacznie mniejsze np. przy ewentualnym dochodzeniu roszczeń przez akcjonariuszy.

Na koniec jako kontrargument dla swoich własnych wątpliwości przychylił się do opinii autorów projektu, iż należy wyraźnie odróżnić rynek regulowany od ASO. Pytanie tylko, czy rozróżnienie takie powinno mieć podłoże prawne, czy też bardziej inwestycyjne (kapitalizacja spółek, ryzyko inwestycji itd.) lub regulaminowe. **A**

KOMENTARZE SPECJALISTÓW



*Daniel Lipnicki,
Kancelaria Gessel*

Niewątpliwie nowa definicja spółki publicznej lepiej oddaje naturę tego rodzaju spółek, których istotą jest notowanie ich akcji na rynku regulowanym. Warto również zauważyć, iż powyższej zmianie towarzyszyć będzie ustalenie odrębnych reżimów dla spółek publicznych oraz spółek notowanych na rynkach innych niż regulowany (np. NewConnect), z czym związane będzie również zróżnicowanie uprawnień akcjonariuszy.

Istotne novum stanowi możliwość żądania odkupu akcji nabytych w ramach oferty publicznej, w wyniku której nie doszło następnie do dopuszczenia akcji do obrotu na rynku regulowanym, jednakże tego rodzaju zmiana ma dwa oblicza. Jakkolwiek od strony akcjonariuszy nabywających akcje w ramach oferty publicznej uprawnienie to należy ocenić pozytywnie, nie da się nie zauważyć, iż emitenci narażeni będą na dodatkowe ryzyko w postaci konieczności odkupu akcji oferowanych przez dotychczasowych akcjonariuszy. Kierowanie roszczeń do jednego podmiotu (emitenta) usprawni cały proces, jednakże koszty ewentualnego nabycia akcji od dotychczasowych akcjonariuszy ponosić będzie wyłącznie emitent, co pośrednio wpłynąć może również na sytuację jego akcjonariuszy.



*Krzysztof Grabowski, Komisja
Nadzoru Finansowego*

Jednym z głównych założeń projektu jest zwrócenie uwagi na różnice w poziomie ochrony praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym i spółek notowanych w alternatywnym systemie obrotu (ASO - obecnie jest to tylko NewConnect). Trzeba pamiętać, że spółki, których akcje są notowane wyłącznie w ASO, nie podlegają nadzorowi KNF, więc brak jest środków prawnych umożliwiających skuteczną ochronę

praw ich akcjonariuszy. Dzięki zawężeniu definicji do rynku regulowanego można wprowadzić dodatkową ochronę akcjonariuszy spółek publicznych, a obowiązki informacyjne oraz dotyczące wezwań w spółkach notowanych wyłącznie w ASO pozostaną bez zmian. Ponadto spółki z ASO będą mogły same wybrać, która z form organizacji walnych zgromadzeń jest dla nich bardziej odpowiednia. W wyniku dotychczasowych konsultacji uzgodniono też, że regulacje Ksh dotyczące dywidendy, praw poboru czy kworum na WZA, będą miały zastosowanie również do spółek z ASO. Projekt utrzymuje więc dotychczasowy poziom ochrony wszystkich akcjonariuszy, a podnosi go na rynku regulowanym.

Uwaga!

To co widzisz to tylko
wybrane artykuły
z numeru 4/2009.

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