

AKCJONARIUSZ

GIEŁDA EDUKACJA ANALIZY



Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

ISSN 1644-3004

1/2010

**CZY WARTO BYĆ
AKCJONARIUSZEM
spółki niepublicznej?**

**TECHNOLOGIE,
INWESTYCJE
I HANDEL
podbijają NewConnect**

**W pogoni za zyskami,
przeciwko intuicji,
CZYLI JAK GRAĆ
Z TRENDEM**

**Wojny robotów
na giełdzie
O wykorzystaniu
komputerów
w day-tradingu**

Wyprawa po ropę na drugi koniec świata

Wywiad z Timothy Elliotem, Prezesem Zarządu Kulczyk Oil Ventures



Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych



**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



www.sii.org.pl

W NUMERZE

Spis treści

„Nieme“ walne O absurdach orzecznictwa sądowego – Piotr Cieślak, SII	6
Wyprawa po ropę na drugi koniec świata. Nowe możliwości dla polskich inwestorów. Wywiad z Timothy Elliotem, Prezesem Zarządu Kulczyk Oil Ventures	8
Rok wyborczy w wieloma problemami Komentarz giełdowy – Piotr Kuczyński, Xelion Doradcy Finansowi	12
Czy warto być akcjonariuszem spółki niepublicznej? Poradnik dla inwestorów spółek wycofywanych z giełdy – Paweł Wielgus, SII	14
Profesjonalni Inwestorzy na fali Relacja z konferencji Profesjonalny Inwestor – Katarzyna Gajda, SII	17
Technologie, inwestycje i handel podbijają NewConnect Co kwartał wszystko o rynku NewConnect – Krzysztof Górka, Certus Capital	18
Świat wychodzi z recesji. Czy dane makro zwiastują koniec kryzysu? Barometr gospodarczy SII – Łukasz Porębski, SII	22
Innowacyjne zarządzanie szansą na szybki rozwój Strategia rozwoju spółki Arteria SA – Marcin Marzec, Arteria SA	25
Inwestycje, walka o dotacje i zysk w 2010 r. Wywiad z Jackiem Orłem, Prezesem Zarządu Orzeł SA	26
Horyzont czasowy a analiza techniczna Analiza techniczna od podstaw – Mikołaj Kusiakowski, Dom Maklerski TMS Brokers S.A.	30
W pogoni za zyskami, przeciwko intuicji, czyli jak grać z trendem Koncepcja „trend following“ od A do Z – Paweł Śliwa, Dom Maklerski X-Trade Brokers S.A.	32
Relacje inwestorskie polskich spółek giełdowych Wyniki badania stanu polskich relacji inwestorskich – prof. Danuta Dziawgo, Uniwersytet im Mikołaja Kopernika w Toruniu	35
Co z tą hossą? (4) Średnioterminowa analiza głównych indeksów GPW – Tomasz Gessner, Dom Maklerski IDMSA	36
Skuteczność analizy technicznej Tomasz Symonowicz, blogi.bossa.pl	38
Wprowadzenie do inwestowania w instrumenty pochodne Opcje na GPW bez tajemnic – Łukasz Porębski, SII	40
Kilka procent ekstra na dywidendach Spekulacja dywidendowa – Magdalena Głuska, SII	44
SII poleca Recenzje książek związanych z inwestowaniem – Natalia Chudzińska, SII	47
Stabilność, perspektywy, popularność, czyli jak wybrać branżę pod inwestycję (1) Analiza fundamentalna od A do Z – Miłosz Papst, YouInvest	48
Wojny robotów na giełdzie O wykorzystaniu komputerów do day-tradingu – Jan Szarzec	52

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.



Szanowni Czytelnicy

W całym 2009 roku przedstawiciele Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych byli na ponad 60 walnych zebraniach spółek giełdowych. Kilka spraw, którymi SII się zajmowało ma swój koniec w prokuraturze. Reprezentowaliśmy kilkudziesięciu inwestorów w postępowaniach sądowych. Udzieliliśmy bezpośrednio lub telefonicznie ponad 1500 porad prawnych dla inwestorów indywidualnych. Zorganizowaliśmy dwie duże konferencje (WallStreet i Profesjonalny Inwestor) dla ponad 800 osób, a Oddziały Regionalne SII zorganizowały ponad 10 mniejszych konferencji i szkoleń. Odbyły się dwie edycje Akademii Tworzenia Kapitału, w których wzięło udział ponad 1000 uczestników. Wydaliśmy 4 numery kwartalnika Akcjonariusz. Te i wiele innych działań należą do działalności statutowej SII – działamy na rzecz inwestorów indywidualnych w Polsce.

Drogi Czytelniku, jeżeli uważasz, że dobrze wykonujemy nasze zadania, pamiętaj o Stowarzyszeniu Inwestorów Indywidualnych, gdy będziesz rozliczał swoje zeznanie podatkowe i decydował jakiej organizacji powierzyć swój 1% podatku. SII jest organizacją pożytku publicznego, a raporty z wykorzystania środków przekazanych nam w ubiegłych latach można znaleźć na naszej stronie internetowej www.sii.org.pl



KRS: 0000025801

Życzę miłej lektury, Michał Masłowski

Satyryczny komentarz giełdowy

OFERTA FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W 2010 ROKU



„Nieme” walne, czyli o absurdach orzecznictwa sądowego

Przejrzysta i rzetelna polityka informacyjna spółek giełdowych, w tym także prawidłowa komunikacja na linii akcjonariusz - spółka, to kluczowe czynniki wpływające na ocenę i postrzeganie spółki przez jej udziałowców. Jednym z podstawowych narzędzi jest możliwość dyskusji.

■ Piotr Cieślak, SII

Większość firm giełdowych otwarta jest na swoich akcjonariuszy. Są jednak i takie podmioty, które gotowe są stoczyć „batalię” sądową, ażeby tylko udowodnić, że prawo udziałowca do wiarygodnej i rzetelnej informacji nie istnieje. Wśród takich spółek jest giełdowy Kopex. Co ciekawe, Referendarz Sądowy przychylił się do działań spółki, prezentując uzasadnienie, zgodnie z którym z praktycznego punktu widzenia od dziś większość walnych zgromadzeń powinno mieć charakter „niemy”, a rola akcjonariusza podczas ZWZ powinna sprowadzać się do oddania głosu...

Zacznijmy od podstaw

Zanim przejdziemy do meritum sprawy, zacznijmy jednak od podstaw, czyli od Kodeksu spółek handlowych. Zgodnie z zapisami Ksh (art. 428 § 1) podczas obrad WZ zarząd spółki jest obowiązany do udzielenia akcjonariuszowi na jego żądanie informacji dotyczących spółki, jeżeli jest to uzasadnione dla oceny sprawy objętej porządkiem obrad. Wskazany artykuł oznacza, że rola udziałowca podczas zgromadzenia wspólników nie sprowadza się tylko i wyłącznie do głosowania i „niemego” uczestnictwa, ale przede wszystkim daje akcjonariuszowi prawo do aktywności, do zadawania pytań, oczywiście pod warunkiem, że te dotyczą sprawy objętej porządkiem obrad. Taka forma przepisów nie oznacza jednak, że zarząd musi odpowiedzieć na każde pytanie. Po pierwsze może się okazać, że zarząd podczas WZ nie będzie znał odpowiedzi na zadane pytanie, a po drugie może się zdarzyć, że zarząd nie będzie chciał udzielić odpowiedzi.

Prawo do zadawania pytań jest jednym z podstawowych praw uczestników walnych zebrań akcjonariuszy

Zarząd może, lecz nie musi

W przypadku pierwszego scenariusza zarząd może udzielić akcjonariuszowi informacji na piśmie już po zakończeniu WZ, pod warunkiem że przemawiają za tym ważne powody. Zarząd jest obowiązany udzielić takiej informacji nie później jednak niż w terminie dwóch tygodni od dnia zgłoszenia żądania podczas WZ. Akcjonariusz, chcąc uzyskać taką informację, powinien podczas obrad WZ poprosić o zaprotokołowanie żądania udzielenia pisemnej odpowiedzi na zadane pytanie. Niestety, przepisy w tym zakresie dają zarządom dość dużą swobodę, gdyż nie obligują do udzielenia odpowiedzi, a jedynie umożliwiają jej udzielenie. Co więcej, przedstawiciele spółek, wbrew deklaracjom składanym podczas WZ, korzystają z tej furtki i po zakończeniu obrad unikają odpowiedzi. Na szczęście tego typu sytuacje nie zdarzają się zbyt często, a jeśli już do nich dochodzi, to tylko w przypadku spółek o najniższym poziomie kultury korporacyjnej.

Co w sytuacji, gdy zarząd nie chce rozmawiać?

Zdarza się jednak, że zarząd podczas zgromadzenia wspólników bezwzględnie odmawia udzielania odpowiedzi. W takiej sytuacji kluczowe jest uzasadnienie. Zarząd ma bowiem prawo do odmowy wówczas, gdy pytanie nie jest uzasadnione dla oceny sprawy objętej porządkiem obrad bądź też jeżeli odpowiedź mogłaby wyrządzić szkodę spółce czy też podmiotom powiązanych i zależnym, w szczególności gdyby mogło dojść do ujawnienia tajemnic technicznych, handlowych lub organizacyjnych przedsiębiorstwa. Członek zarządu ma również prawo do odmowy wówczas, gdy

udzielenie informacji mogłoby stanowić podstawę jego odpowiedzialności karnej, cywilnoprawnej bądź administracyjnej. Pojawia się pytanie: co zrobić, jeśli w ocenie akcjonariusza wskazane przesłanki odmowy nie występują, a zarząd unika odpowiedzi? W takiej sytuacji należy zażądać zaprotokołowania sprzeciwu wobec odmowy udzielenia odpowiedzi na pytanie zadane przez akcjonariusza. Należy przy tym załączyć do protokołu treść pytania. Procedura wynika z treści art. 429 § 1 Ksh, zgodnie z którym akcjonariusz, któremu odmówiono ujawnienia żądanej informacji podczas obrad walnego zgromadzenia i który zgłosił sprzeciw do protokołu, może złożyć wniosek do sądu rejestrowego o zobowiązanie zarządu do udzielenia informacji.

Problem „niemych” walnych

W tym miejscu wracamy do meritum tematu, mianowicie do problemu „niemych” walnych zgromadzeń. W dniu 25 czerwca br. Stowarzyszenie wzięło udział w Zwyczajnym Walnym Zgromadzeniu akcjonariuszy giełdowej spółki Kopex S.A. Jednym z punktów obrad było zatwierdzenie skonsolidowanego sprawozdania zarządu z działalności Grupy oraz skonsolidowanego sprawozdania finansowego. SII w ramach dyskusji nad tym punktem postanowiło zadać pytania dotyczące operacji zakupu spółki Infrabud Sp. z o.o. przez Zabrzańskie Zakłady Mechaniczne S.A. Należy w tym miejscu zaznaczyć, że ZZM, którego dotyczyły pytania, niemal w 100% należy do giełdowej spółki Kopex, a wyniki ZZM konsolidowane są w księgach Kopexu metodą pełną. Co więcej, pytania zadane przez SII dotyczyły umowy, która została



opisana w sprawozdaniu zarządu z działalności Grupy Kopex. Wartość umowy przekraczała poziom 32 mln zł. Z dotychczasowych komunikatów Kopexu wynikało, że nabyta spółka Infrabud była właścicielem większościowego pakietu giełdowego ZEG-u. Przedstawiciel SII chciał dowiedzieć się podczas WZ m.in. tego, czy Infrabud posiadał jakiegokolwiek inne aktywa poza akcjami ZEG. W ocenie SII odpowiedź na to pytanie była niezmiernie istotna dla oceny efektywności zarządzania majątkiem Kopexu. Odpowiedź była szczególnie ważna, gdyż mogła mieć też istotny wpływ na głosowanie nad zatwierdzeniem sprawozdania, jak i nad udzieleniem absolutorium członkom Zarządu oraz Rady Nadzorczej. Niestety, Zarząd Kopexu postanowił nie odpowiadać na zadane pytania, uznając, że wykraczają one poza porządek obrad. Pytanie jednak, dlaczego Kopex postawił taką tezę, skoro pytanie dotyczyło sprawy opisanej w sprawozdaniu, a zadane zostało w punkcie obrad dotyczącym zatwierdzenia tego sprawozda-

nia? Dlaczego Kopex nie odpowiedział, skoro sprawa była niezmiernie istotna dla oceny pracy zarządu, a przy tym dla oceny sprawozdania i głosowania? Pytań jest wiele, ale odpowiedzi brak.

„Batalia” sądowa

W obliczu bardzo pasywnej i - kolejny już raz - negatywnej polityki Kopexu względem akcjonariuszy mniejszościowych, SII zażądało podczas ZWZ zaprotokołowania odmowy udzielenia odpowiedzi i złożyło wniosek do Sądu Rejestrowego w Katowicach o zobowiązanie zarządu Kopex do udzielenia odpowiedzi na zadane pytania. Taki krok nie zmienił jednak postawy Kopexu. Spółka w obliczu takiego wniosku postanowiła „walczyć” ze swoim udziałowcem i, jak się okazało, wygrała. Zanim przejdziemy do wyroku Sądu warto jeszcze przypomnieć, że zgodnie z rozdziałem 1.1 Dobrych Praktyk „Spółka powinna prowadzić przejrzystą i efektywną politykę informacyjną, zarówno z wykorzystaniem tradycyjnych metod, jak i z użyciem nowoczesnych technologii, zapewniających szybkość, bezpieczeństwo oraz szeroki dostęp do informacji”. Natomiast stosownie do rozdziału 1.2 „Spółka powinna zapewnić efektywny dostęp do informacji niezbędnych do oceny sytuacji i perspektyw spółki oraz sposobu jej funkcjonowania”. Należy podkreślić, że spółka Kopex S.A. w raporcie bieżącym nr 1/2008 z dnia 3 stycznia 2008 nie deklarowała, iż nie będzie stosowała tychże zasad, wobec czego należy uznać odmowę udzielenia informacji akcjonariuszowi jako sprzeczną z zasadami. W takiej sytuacji szczególnie niezrozumiałe jest, dlaczego spółka tak usilnie stara się walczyć z prawem akcjonariusza do informacji...


Wyrok Referendarza Sądowego

W dniu 20 października 2009 r. Referendarz Sądowy orzekł wyrok w sprawie wniosku złożonego przez SII. Zgodnie z wyrokiem Sądu informacja, której domagało się SII, m.in. nie pozostawała w ścisłym związku z porządkiem obrad ZWZ. W ocenie Sądu warunek ten nie zachodził, albowiem SII domagało się

szczegółowych informacji na temat umowy opisanej na stronie 16. w sprawozdaniu zarządu z działalności Grupy Kopex, podczas gdy porządek obrad nie obejmował omawiania szczegółów tej umowy. Tymczasem w porządku obrad wpisane były m.in. „tylko” takie punkty, jak rozpatrzenie i zatwierdzenie sprawozdania zarządu z działalności Grupy Kopex S.A. oraz skonsolidowanego sprawozdania finansowego grupy.

Decyzja sądu toruje drogę do „niemych” walnych

Zgodnie więc z taką interpretacją Sądu akcjonariusz spółki nie ma prawa zadać żadnego szczegółowego pytania podczas ZWZ jakiegokolwiek spółki (w punkcie dotyczącym zatwierdzenia sprawozdań), jeśli szczegółowe informacje z raportów i sprawozdań rocznych, a także inne wydarzenia z okresu objętego sprawozdaniem nie będą wpisane w porządek obrad. Tymczasem takich praktyk nigdy nie stosowała żadna spółka giełdowa. Co więcej, można by przyjąć, iż praktycznie wszystkie dotychczasowe oraz przyszłe zwyczajne walne zgromadzenia spółek publicznych powinny przyjąć - zgodnie z decyzją Sądu w niniejszej sprawie - charakter „niemy”, albowiem akcjonariusz przy dotychczas stosowanych przez spółki publiczne „ogólnych” zapisach porządku obrad (tak jak to zrobił Kopex S.A. w dniu 25.06.2009) nie ma prawa zadać praktycznie żadnego pytania związanego z kluczowymi dla spółki zdarzeniami, jakie miały miejsce w okresie objętym sprawozdaniem.

Zastosowanie się do wyroku Sądu oznaczać może, że możliwość dyskusji akcjonariusza z zarządem na temat sytuacji spółki pojawi się tylko pod warunkiem, że spółka wpisze w swój porządek obrad kilkadziesiąt bądź też nawet kilkaset szczegółowych punktów. To sparaliżuje obrady. Mówiąc jeszcze bardziej obrazowo, wyrok Sądu oznacza, że obecnie akcjonariusz nie ma prawa zapytać się podczas corocznego ZWZ o płynność finansową, o rentowność czy też o podpisane umowy. Pytanie: czy taka interpretacja jest poprawna? Ocenę pozostawiam Państwu... Na szczęście zdecydowana większość spółek woli rozmawiać, woli dyskutować, zupełnie inaczej interpretując przepisy prawa. Pozostaje mieć nadzieję, że tylko nieliczni zdecydują się iść śladem Kopexu. Na koniec dodam, że Stowarzyszenie nie zgadza się z interpretacją przepisów przedstawioną przez Sąd. SII odwołało się od decyzji Referendarza Sądowego. 



Główne aktywa KOV

Timothy Elliot kompletuje portfel projektów na całym świecie.

Najważniejsze aktywa KOV to:

Brunei Blok M

- 36% udziałów w wydobywaniu

Brunei Blok L

- 40% udziałów w wydobywaniu

Syria Blok 9

- 85% udziałów w wydobywaniu

*Wyprawa po ropę
na drugi koniec świata*

NOWE MOŻLIWOŚCI dla polskich inwestorów

Wywiad z Timothy Elliotem, Prezesem Zarządu Kulczyk Oil Ventures

Akcjonariusz: Czym zajmuje się KOV?

Timothy Elliot, Prezes Zarządu Kulczyk Oil Ventures: Kulczyk Oil Ventures jest spółką poszukującą ropy i gazu w Azji, Europie Środkowo-Wschodniej i na Bliskim Wschodzie. Mamy już w swoich rękach ciekawy portfel projektów na różnym poziomie zaawansowania. Realizujemy projekty poszukiwawcze w Brunei i Syrii, prowadzimy rozpoznanie złóż w Brunei a, po zamknięciu IPO w Warszawie, w naszym portfelu mogą się znaleźć również aktywa wydobywcze, czyli 70% udziału w kapitale KUB-Gas, ukraińskiej spółki wydobywającej gaz ziemny z czterech pól naftowych na Ukrainie.

Skąd pomysł na działalność w branży wydobywczej?

Zgodnie z raportem „World Energy Outlook 2009 Fact Sheet” opublikowanym przez Międzynarodową Agencję ds. Energii (International Energy Agency), przewiduje się, że światowe zapotrzebowanie na energię wzrośnie do roku 2030 o 40%. W ujęciu długoterminowym, stale rosnący popyt umożliwi podtrzymanie trendu wzrostowego. Ogólnie mówiąc, stale rośnie popyt na ropę naftową i gaz, natomiast zasoby się wyczerpują. Na przykład, zgodnie z raportem IEA, 55% światowego wydobycia pochodzi z 600 pól, a prawie połowa światowych mocy wydobywczych będzie musiała zostać zastąpiona w ciągu następnych dwudziestu lat, ponieważ wydobycie z obecnie eksploatowanych złóż rokrocznie spada. Trzeba więc ponownie badać tereny, które były eksploatowane w przeszłości. Sprzyja temu stały rozwój nowoczesnych technologii. Dzięki niemu otrzymujemy nowe narzędzia do poszukiwania, odkrywania i eksploatacji złóż ropy i gazu, których wydobycie było wcześniej uznawane za nierentowne.

Branża nie jest łatwa, wiąże się z różnego rodzaju ryzykami i stawia wysokie progi wejścia, zarówno finansowe, organizacyjne, jak i know-how. Ale jednocześnie daje możliwość ponadprzeciętnych zwrotów z inwestycji. A my jesteśmy dobrze przygotowani: pracują dla nas naftciarze w wieloletnim doświadczeniem w branży na arenie międzynarodowej, którzy mają na koncie duże, skomplikowane transakcje oraz doświadczenie z zakresu zarządzania portfelem aktywów. Mamy wiarygodnego inwestora strategicznego o uznanej pozycji w Polsce oraz solidną bazę aktywów, którą możemy poszerzać.

Wspomniał Pan, że jest to ryzykowny biznes. Z czym trzeba się zmierzyć?

Oczywiście z konkurencją, ale również z ryzykiem ekonomicznym czy politycznym, związanym z krajem, w którym się inwestuje. Surowce, co do zasady, są własnością państwa, które kontroluje ich poszukiwanie i wydobycie, pobiera opłaty eksploatacyjne, podatki i ustanawia przepisy dotyczące eksportu surowców. Prowadzenie działalności tego typu często wymaga więc negocjacji, bezpośrednio z rządami albo państwowymi koncernami naftowymi, o uzyskanie praw do prowadzenia poszukiwań i wydobywania ropy oraz gazu z określonych terenów. Wynik takich negocjacji ma wpływ na działalność spółki i jej rentowność. Do tego dochodzi ryzyko trafności zlokalizowania odpowiednich obszarów wydobywczych, oszacowania jego zasobów czy w końcu ograniczenia środowiskowe. Jest to też biznes czaso- i kapitałochłonny. Na pierwszym etapie, etapie poszukiwań, generuje tylko koszty. Zyski pojawiają się po pewnym czasie, nawet kilku czy kilkunastu latach.

Co więc decyduje o sukcesie przedsięwzięć poszukiwawczo-wydobywczych?

Po pierwsze ludzie. Ludzie, którzy znają się na tym, co robią – eksperci, którzy potrafią wykorzystać najnowsze technologie i są obeznani z działaniami praktykowanymi w branży, którzy dokonują wyboru obszarów poszukiwań i faktycznie prowadzą na nich prace. Menedżerowie, którzy

potrafią prowadzić transakcje z sukcesem do końca i zarządzający portfelem aktywów.

Po drugie aktywa i strategia. W tej chwili, w naszym portfelu znajdują się projekty o różnym poziomie ryzyka technicznego: przedsięwzięcia czysto poszukiwawcze w Syrii i Brunei, które z natury są wysoce ryzykowne, jak również projekty ocenne w Brunei i na Ukrainie, które odznaczają się niższym poziomem ryzyka, ponieważ potwierdziliśmy tam już istnienie ropy i gazu, a obecnie pracujemy nad oszacowaniem opłacalności prowadzenia wydobycia. Dodatkowo, pracujemy nad zwiększeniem potencjału wydobywczego złóż na Ukrainie, dzięki zastosowaniu najnowocześniejszych technologii i rozwiązań biznesowych, które pozwolą zwiększyć uzysk ropy i gazu w obrębie rezerwuaru, jak również zoptymalizować techniki wydobywcze.

Jednym ze stosowanych przez KOV sposobów zarządzania ryzykiem jest dywersyfikacja geograficzna, która wymaga od nas znajomości lokalnych rynków. I tu wróć do punktu pierwszego – czyli ludzie w spółce bądź też lokalni partnerzy, którzy umieją poruszać się w systemie prawnym danego kraju, znają lokalne realia i są w stanie przewidzieć konsekwencje określonych kroków.

W końcu, w tym biznesie trzeba łączyć



oportunizm i cierpliwość. Oznacza to, że ludzie pracujący w branży powinni posiadać umiejętność szybkiej oceny opłacalności projektów i przysłowiowego łapania okazji, ale jednocześnie cierpliwie badać pozyskane aktywa w celu wygenerowania odpowiednich zwrotów z inwestycji. Ten biznes wymaga ogromnej determinacji i cierpliwości. Dotyczy to również inwestorów.

Jakie obecnie macie koncesje?

W Brunei jesteśmy współwłaścicielem dwóch obszarów koncesyjnych, które w sumie obejmują blisko 90% łądu tego kraju, w tym pole naftowo-gazowe Belait, na którym już w latach dwudziestych i na początku lat trzydziestych koncern Shell wydobywał ropę i gaz oraz pole Jerudong, z którego wydobywano ropę i gaz w latach 1950 – 1961. Kulczyk Oil Ventures wraz z partnerami za ponad 50 mln USD pozyskał ponad 450 km² trójwymiarowych danych sejsmicznych, obejmujących obszary obydwu koncesji i wkrótce rozpocznie program wykonywania kilku odwiertów.

Ponadto mamy koncesję w północno-zachodniej Syrii na pograniczu bogatego w węglowodory basenu Palmiry, gdzie właśnie podpisaliśmy umowę na przeprowadzenie programu badań sejsmicznych obejmującego obszar 350 km², który wkrótce się rozpocznie. Mamy również mniejszościowe udziały w projektach na terenie Mauretanii i Słowenii. Jeśli sfinalizujemy transakcję z KUB-Gas do naszego portfela dołączą również cztery eksploato-

wane pola gazowe, zlokalizowane we wschodniej Ukrainie w dorzeczu rzek Dniepr i Don. Z obszaru tego wydobywa się 90% ropy i gazu na Ukrainie.

Jakie kolejne kroki planujecie?

21 stycznia Komitet Antymonopolowy Ukrainy wydał zgodę na przejęcie 70% udziałów KUB-Gas Ltd, jednego z największych niezależnych producentów gazu na Ukrainie. Transakcja ma zostać sfinalizowana wkrótce po wprowadzeniu akcji naszej spółki do obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

W Brunei na terenie Bloku M w 2010 r. zostaną wykonane dwa odwierty rozpoznawcze w celu dalszej oceny zasobów. Wybraliśmy już dostawców usług niezbędnych do przeprowadzenia programu wierceń. Początek prac nad pierwszym odwiertem zaplanowano na drugi kwartał 2010 r. Również w bloku M na prze-

łomie pierwszego i drugiego kwartału 2010 roku, planujemy wykonać dwa odwierty poszukiwawcze na obiektach w Lukut i Lempuyang.

Czy kraje, w których inwestujecie są stabilne politycznie?

Tak, są bardzo stabilne, ich rządy nie zmieniają się często. Brunei, sułtanat rządony od sześciu stuleci przez tę samą rodzinę, jest bardzo spokojnym i bogatym krajem. W 1888 roku stał się brytyjskim protektorem, a w 1984 roku uzyskał niepodległość. Shell działa na terytorium Brunei od 1914 roku. Koncern Total jest również obecny na tym rynku. Syria od 1963 roku jest rządzona przez partię Baa'th. Na tery-

torium tego kraju działa wiele międzynarodowych koncernów, w tym Shell, Total i PetroCanada.

Dlaczego spółka zdecydowała się na inwestycje właśnie w Brunei?

Brunei jest trzecim pod względem wielkości wydobycia producentem ropy naftowej w Azji Południowo-Wschodniej, a także znaczącym producentem gazu płynnego. Znajdują się tu rozległe złoża ropy naftowej i gazu ziemnego, którym Brunei zawdzięcza jeden z najwyższych w Azji wskaźników PKB na mieszkańca. Jesteśmy tam współwłaścicielem dwóch obszarów, tzw. bloków, które, jak już wspominałem, w sumie pokrywają niemal cały obszar łądowy tego kraju.

Brunei to niezwykle ciekawy kąsek, dotychczas pozostawiany z boku przez naftowych gigantów. Obszary te „przegrały” z intensywnie eksploatowanym off-shore, czyli płytkim podmorskim szelfem, ze względu na niedostępność dżungli, czy konieczność rekultywacji terenu. Shell, który na początku wydobywał ropę i gaz na łądzie, potem skierował swe działania na o wiele większe i łatwiej dostępne złoża na morzu. Dla nas, znacznie mniejszej spółki, uzyskanie koncesji w Brunei było szansą pozyskania atrakcyjnych aktywów. A biorąc pod uwagę niewielką skalę działalności spółki, nawet mniejsze złoża mogą okazać się bardzo zyskowne.

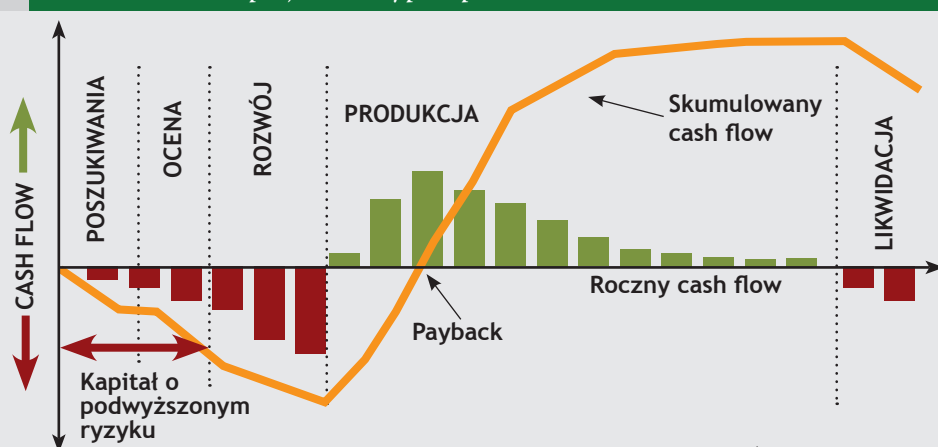
Jakie zatem są wasze zasoby ropy i gazu, które potencjalnie można wydobyć?

Zgodnie z raportami niezależnych ekspertów, międzynarodowych instytucji zajmujących profesjonalnie oceną złóż, takich, jak McDaniels & Associates Netherland, Sewell and Associates oraz RPS Energy, zasoby warunkowe, czyli takie, które zostały już odkryte i mogą być wydobyte, ale jeszcze nie wiadomo czy na skalę komercyjną to 51 milionów baryłek ekwiwalentu ropy naftowej. Zasoby perspektywiczne, czyli takie które jeszcze nie są ostatecznie potwierdzone, lecz mogą być wydobyte w przyszłości z wykorzystaniem przyszłych technologii szacowane są w Brunei w Bloku M na 6,7 miliona baryłek ekwiwalentu ropy, a w Syrii na 41,5 miliona baryłek ekwiwalentu ropy naftowej. Proszę pamiętać, że są to szacunki, choć potwierdzone przez największych profesjonalistów w branży.

Ile czasu trwa projekt poszukiwawczo-wydobywczy od mo-

W przemyśle naftowym najważniejsi są ludzie, którzy mają doświadczenie, znają lokalne realia i „czują ropę” nosem

Cash flow w projektach typu upstream



Źródło: David Wood & Associates



mentu nabycia koncesji do wydobycia ropy lub gazu?

Decyzja o przejściu do fazy wydobycia jest uzależniona od wyników wstępnych odwiertów i tego, czy odkryto ropę naftową i gaz ziemny, czy tylko ropę. W przypadku odkrycia jedynie ropy naftowej, wszystko przebiega w dość krótkim czasie, ale jest uzależnione od wyników testów produkcyjnych w odwiertach wstępnych, wyników odwiertów ocennych oraz budowy infrastruktury do przechowywania i transportu ropy naftowej. Jeżeli odkryciu ropy naftowej towarzyszy odkrycie gazu ziemnego, przejście do fazy wydobycia trwa dłużej. Każdy przypadek powinien być rozpatrywany indywidualnie i błędne mogłoby się okazać wskazywanie na konkretne przedziały czasu.

Kiedy zaczniecie wydobywać surowce?

Jest to uzależnione od wyników pierwszych odwiertów. Mało możliwe jest rozpoczęcie wydobycia przed 2011 rokiem. Natomiast poprzez nabycie nowych aktywów, jak KUB-Gas możemy uzyskać dostęp do eksploatowanych złóż węglowodorów.

Czy niskie ceny ropy naftowej nie udaremnia planów rozwoju spółki?

Aktualne ceny ropy naftowej wydają się niskie jeżeli porównuje się je do ceny 150 USD za baryłkę, obowiązującej przez krótką chwilę w szczytowym okresie zeszłego roku. Większość osób działających w sektorze ropy i gazu nie uznałoby ceny 70 USD za niską. W rzeczywistości, aktualna cena ropy naftowej jest znacznie wyższa niż cena obowiązująca w momencie negocjowania przez nas pierwszych kontraktów na terytorium Brunei i Syrii.

Czy nie obawia się Pan, że dotychczasowe negatywne oceny działalności Petrolinvestu, będą niekorzystnie wpływać na wizerunek KOV, a tym samym na ofertę publiczną spółki?

Nie chciałbym komentować działalności konkurencji. Myślę, że nasze aktywa i model biznesowy mówią same za siebie. Prowadzimy działalność w szeregu krajów, co pozwala na zmniejszenie ryzyka wynikającego z posiadania aktywów wyłącznie w jednym kraju. Nasz portfel jest zdywersyfikowany, zarówno pod względem technologicznym, jak i komercyjnym. Jak już wcześniej wspominałem, członkowie kadry zarządzającej to bardzo doświadczeni eksperci, każdy z nich przez ponad 20 lat

zdobywał międzynarodowe doświadczenie. Wiemy jak oceniać międzynarodowe możliwości inwestycyjne, szacować ryzyko technologiczne i komercyjne oraz tworzyć struktury transakcji, które najlepiej zabezpieczą interesy spółki. Dodatkowo, KOV dysponuje własnym zapleczem menedżerskim i eksperckim. Oznacza to prowadzenie badań geologicznych i geofizycznych, wykonywanie odwiertów, zarządzanie wdrażaniem planów udostępnienia złóż, których budżety opiewają na setki milionów dolarów.

Liczę, że inwestorzy to docenią. Liczymy na zainteresowanie polskich funduszy, które mają obecnie bardzo ograniczony dostęp do ekspozycji na tego typu przedsięwzięcia. Jesteśmy przy tym świadomi konieczności szczególnie transparentnej komunikacji ze środowiskiem inwestorskim. W portfelu zarządzającego portfelem inwestycji zawsze jest miejsce także na aktywa obciążone większym ryzykiem, takie jak projekty poszukiwawcze, które mogą przynieść ponadprzeciętny zwrot.

Dlaczego wybraliście giełdę warszawską?

Wiodącym inwestorem jest spółka o polskich korzeniach, więc wybór rynku był dla nas oczywisty. Ponadto polska giełda to najbardziej dynamiczny rynek w Europie

Środkowo - Wschodniej i jeden z wiodących w Europie. GPW zajmuje pierwsze miejsce pod względem debiutów w Europie Środkowo-Wschodniej oraz pod względem kapitalizacji krajowych spółek. Polska ma stabilne podstawy gospodarcze i silną bazę inwestorów instytucjonalnych, a sektor poszukiwania i wydobycia ropy i gazu jest w Polsce słabo reprezentowany.

W 2010 roku zaplanowane jest przeprowadzenie kilku znaczących IPO na warszawskim parkiecie. Czy nie ma obaw, że będą Państwo konkurować o kapitał tych samych inwestorów?

Zdajemy sobie sprawę z konkurencji, ale KOV oferuje inwestorom unikatową możliwość zainwestowania w międzynarodowe przedsięwzięcia z sektora ropy naftowej i gazu, a szczególnie potencjał Brunei. Liczymy, że IPO spotka się z zainteresowaniem.

Do kogo jest kierowana IPO?

Spodziewamy się, że ofertą będą zainteresowanie Polscy inwestorzy instytucjonalni i prywatni oraz niektórzy zagraniczni inwestorzy instytucjonalni. **A**

DEFINICJE

Upstream jest to działalność związana z poszukiwaniem, wydobyciem i dostarczeniem ropy do terminala eksportowego

Downstream jest to zespół działań poczyniony od odbioru ropy z terminala eksportowego, aż po dostarczenie produktu do odbiorcy końcowego. Obejmuje transport, sprzedaż i handel oraz przerób ropy naftowej, logistykę produktową, sprzedaż hurtową (B2B) i detaliczną produktów finalnych

Obszar koncesyjny - zasięg geograficzny, przeznaczony do działań wydobywczych, określony aktem administracyjnym, jakim jest koncesja

Zasoby - całkowita ilość danego surowca w skorupie ziemskiej. Możemy wyróżnić:

- **Zasoby perspektywiczne** (prospective) - zasoby, które jeszcze nie są ostatecznie potwierdzone, lecz mogą być wydobyte w przyszłości z wykorzystaniem przyszłych technologii udostępniania złóż.
- **Zasoby warunkowe** (contingent resources) - zasoby, które zostały już odkryte i mogą być wydobyte, przy zastosowaniu istniejącej technologii lub technologii będącej w fazie opracowywania, ale obecnie nie są uznawane za możliwe do eksploatacji na skalę komercyjną.
- **Zasoby eksploatacyjne** (reserves) - zasoby odkryte, potwierdzone i możliwe do komercyjnego wydobycia.

Część zasobów udokumentowanych nadających się do eksploatacji w obecnych warunkach technicznych i ekonomicznych od określonej daty. Z czego różniemy:

- **udowodnione** (1P) - prawdopodobieństwo ich wystąpienia wynosi co najmniej 90%. Rezerwy są uznawane za udowodnione, jeżeli opłacalna produktywność rezerwuaru jest wykazana przez aktualne testy odwiertów. Mogą być oznaczone jako zasoby udostępniane (odwierty gotowe do produkcji) i nieudostępniane
- **prawdopodobne** (2P) - prawdopodobieństwo wystąpienia dla sumy rezerw udowodnionych i prawdopodobnych wynosi co najmniej 50%
- **możliwe** (3P) - prawdopodobieństwo wystąpienia dla sumy udowodnionych, prawdopodobnych i możliwych wynosi co najmniej 10%. Z reguły bez wartości, traktowane są jako ewentualny potencjał wzrostu wartości dla nabywającego.



Czy warto być akcjonariuszem spółki niepublicznej?

Inwestor giełdowy musi liczyć się z tym, że spółki które posiada w portfelu mogą być kupowane przez dużych graczy. Czasami zdarza się, że dominujący akcjonariusz zdecyduje się wycofać spółkę z obrotu publicznego. Warto znać konsekwencje bycia akcjonariuszem spółki niepublicznej.

■ Paweł Wielgus, SII

W ostatnich miesiącach można zaobserwować dwa główne powody wycofania spółki z obrotu giełdowego: ogłoszenie upadłości obejmującej likwidację majątku oraz przejęcie. W pierwszym przypadku wycofanie następuje po upływie 6 miesięcy od dnia uprawomocnienia się postanowienia sądu. Przejęcie spółki publicznej jest natomiast procesem, którego ramy czasowe trudno określić. Ponieważ problem upadłości był już wielokrotnie poruszany na łamach prasy, dlatego też zostawmy ten aspekt na boku i bliżej przyjrzymy się sytuacji, w jakiej znajdują się akcjonariusze spółki przejmowanej. Zagadnienie jest tym bardziej interesujące, że w pewnym momencie wielu z nich będzie musiało zmierzyć się z przepisami obowiązującymi dla spółki niepublicznej.

Nikt nie patrzy na ręce

Wycofanie przejętej spółki z obrotu giełdowego motywowane jest najczęściej wygaśnięciem obowiązków informacyjnych takiej spółki oraz chęcią sprawowania pełnej kontroli nad jej działalnością. W pierwszym przypadku osiągane są oczywiste korzyści finansowe wynikające np. z możliwości rezygnacji z dodatkowej obsługi prawnej. Zaryzykuję jednak stwierdzenie, że brak obowiązków informacyjnych, jakkolwiek może być dodatkowo istotny z punktu widzenia konkurencyjności spółki, nie jest tutaj kluczowy. Bardziej istotny wydaje się drugi ze wskazanych powodów, czyli pełna kontrola kapitałowa i zarządca nad przejętym podmiotem. Nowy właściciel uzyskuje w ten sposób pełną dowolność nad polityką biznesową podmiotu, i – co nawet ważniejsze – akcjonariusze nie patrzą mu więcej na ręce.

Po przekroczeniu progu **90%** działają przepisy o przymusowym odkupie akcji

Przejęcie całkowitej kontroli nad spółką publiczną oznacza przekroczenie progu 66% ogólnej liczby głosów, co wiąże się z ustawowym obowiązkiem ogłoszenia wezwania do sprzedaży wszystkich pozostałych akcji tej spółki. Abstrahując od procedury towarzyszącej ogłoszeniu wezwania oraz zaproponowanej przez wzywającego ceny, najistotniejszym momentem z punktu widzenia akcjonariuszy mniejszościowych jest przekroczenie przez przyszłego właściciela progu 90% ogólnej liczby głosów. Wówczas wzywający ma prawo w ciągu trzech miesięcy od przekroczenia progu do przymusowego odkupu akcji od pozostałych udziałowców (tzw. squeeze out). W tym samym czasie akcjonariuszom mniejszościowym przysługuje prawo do żądania odkupienia posiadanych przez nich akcji (tzw. sell out). Warto o tym pamiętać, gdyż z uwagi na sell out w wielu przypadkach nie ma powodu, aby spieszyć się z odpowiedzią na wezwanie. Tym bardziej, że cena uzyskana w takim odkupie nie może być niższa od ceny zaproponowanej w samym wezwaniu.

Ponieważ utrzymanie publicznego charakteru spółki, której akcje mają docelowo zostać wykluczone z obrotu, jest ekonomicznie nieuzasadnione, dlatego też w następnym kroku należy się spodziewać zniesienia dematerializacji akcji. Przed przywróceniem akcjom formy dokumentu akcjonariusz większościowy zobligowany jest do ogłoszenia kolejnego wezwania na wszystkie pozostałe akcje spółki. Jeśli oba wezwania ogłaszane są w ciągu mniej niż 12 miesięcy, wówczas cena zaproponowana w drugim wezwaniu nie może być niższa od ceny zaproponowanej w pierwszym.

Dematerializacja akcji nieuchronna

Zniesienie dematerializacji akcji oznacza automatycznie zniesienie publicznego charakteru spółki. Proces ten jest wyda-



rzeniem doniosłym dla wszystkich akcjonariuszy, gdyż w większości przypadków prowadzi do istotnych zmian właścicielskich. Z tego też względu musi on podlegać ścisłej kontroli nadzorcy rynku. Zezwolenia na przywrócenie akcjom formy dokumentu udziela KNF na wniosek emitenta, przy czym wnioskodawca zobowiązany jest do spełnienia kilku ustawowo określonych warunków. Złożenie wniosku do KNF jest dopuszczalne wyłącznie wtedy, gdy walne zgromadzenie większością 4/5 głosów oddanych w obecności akcjonariuszy reprezentujących przynajmniej połowę kapitału zakładowego podjęło uchwałę o zniesieniu dematerializacji akcji. Uchwała taka nie może zostać jednak zamieszczona w porządku obrad przez zarząd spółki, lecz wyłącznie przez akcjonariuszy reprezentujących co najmniej 5% ogólnej liczby głosów. Rozwiązanie to wprowadza dodatkową ochronę akcjonariatu mniejszościowego, jednak nie ma praktycznego znaczenia, w przypadku kiedy nowy akcjonariusz posiada kontrolny pakiet akcji. Akcjonariusze mniejszościowi mają prawo uczestnictwa w walnym zgromadzeniu decydującym o zniesieniu dematerializacji akcji na zasadach ogólnych (walne takie niczym nie różni się od

innych walnych zgromadzeń). Udział w takim walnym nie tylko stwarza okazję do zadania zarządowi oraz akcjonariuszowi większościowemu dodatkowych pytań dotyczących dalszych losów spółki, ale również – przy dopełnieniu odpowiednich procedur – zapewnia prawo do zaskarżenia uchwały w sprawie zniesienia dematerializacji. Należy jednak pamiętać, że skuteczne zaskarżenie uchwały musi opierać się na ściśle określonych przesłankach ustawowych (uchwała sprzeczna ze statutem bądź dobrymi obyczajami i godząca w interes spółki lub mająca na celu pokrzywdzenie akcjonariusza, a także uchwała sprzeczna z ustawą), co powoduje, że osobista frustracja lub poczucie pokrzywdzenia nie są wystarczającymi przesłankami do wniesienia pozwu.

Pozostaje tylko Ksh

Zniesienie dematerializacji akcji w naturalny sposób prowadzi do wycofania spółki z obrotu. Od tego momentu akcjonariusze powinni pamiętać, że spółka nie podlega już więcej przepisom dotyczącym spółki publicznej określonym w ustawie o ofercie, zastosowanie mają natomiast regulacje Ksh dla spółek nie-

publicznych. Jeśli po zakończeniu obu wezwań akcjonariusz większościowy posiada akcje reprezentujące 95% kapitału zakładowego (zwracam uwagę, że chodzi tutaj o kapitał zakładowy, a nie jak wcześniej o ogólną liczbę głosów), to możliwe jest złożenie przez niego żądania podjęcia przez walne zgromadzenie uchwały w sprawie przymusowego wykupu akcji od pozostałych akcjonariuszy. W większości przypadków właśnie takiego scenariusza należy się spodziewać. Oczywiście prawo udziału w walnym zgromadzeniu, w tym prawo głosowania przeciwko uchwale w sprawie wykupu, wciąż przysługuje wszystkim akcjonariuszom. Inny jest natomiast tryb rejestracji na walne zgromadzenie. Kluczowe w całym procesie jest również to, iż wyłącznie na akcjonariuszu ciąży obowiązek zwrócenia się do spółki z żądaniem wydania nowych akcji w formie dokumentu. Bez tego nie będzie możliwe wykonywanie jakichkolwiek praw udziałowych. W Ksh brakuje jednak jasnego przepisu określającego termin, w jakim należy takie żądanie przedstawić. Przez analogię do procedury rejestracji spółki akcyjnej można przyjąć, że termin ten wynosi miesiąc od dnia wydania przez KNF zgody na zniesienie dematerializacji.



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



NIC DODAC. NIC UJAC.

Rok wyborczy z wieloma problemami

Rozpoczynamy rok z dużym bólem głowy. Nie z powodu kaca, ale dlatego, że sytuacja jest dużo bardziej skomplikowana niż rok wcześniej. Wtedy to od początku wiadomo było, że ilość programów pomocowych zaaplikowanych gospodarce globalnej przez rządy wielu krajów (na czele z USA, Japonią, Chinami) i zalanie rynków tanią gotówką przez banki centralne musi w końcu doprowadzić do utworzenia masy krytycznej, której przekroczenie spowodowało wybuch euforii.

■ Piotr Kuczyński, Xelion Doradcy Finansowi

W 2010 roku przyjdzie zderzyć realia z nadziejami. W pierwszej połowie roku będą nadal działały programy pomocowe (niektóre jednak będą wygaszane), a w gospodarce globalnej będzie trwało ożywienie. W drugiej jego części jednak pomoc banków i rządów działać już nie będzie. Pytanie podstawowe brzmi: czy pojazd (globalna gospodarka) uruchomiony za pomocą akumulatora (pomoc banków i rządów) ruszy szybko naprzód o własnych siłach? Niestety, nawet nobliści tego nie wiedzą. Uważam, że możliwa jest realizacja dwóch głównych scenariuszy. W pierwszym ożywienie gospodarcze będzie znaczne, co w drugiej połowie roku podniesie inflację. W drugim będzie słabe, a w drugiej połowie roku pojawi się zagrożenie recesją. W pierwszym scenariuszu banki będą podnosiły stopy, co schłodzi gospodarkę, a co za tym idzie rynki akcji, ale surowce będą drożały. W drugim scenariuszu wystraszone nową recesją państwa wdrożą nowe programy pomocowe, co doprowadzi do dużej inflacji, ale dużo później – 2011/2012.

Paradoksalnie to właśnie drugi scenariusz może się okazać lepszy dla akcji. Wzrosty 2009 roku wynikały jednak nie tylko z nadziei na ożywienie gospodarcze, ale również z wykorzystania procesu carry trade. Pod koniec roku gwałtowne umocnienie dolara doprowadziło do zmiany trendu. Klasyczna, książkowa korelacja danych z walutą jest oczywista: dobre dane to większe prawdopodobieństwo podwyżki stóp, a to zazwyczaj wspomaga walutę. Korelacja „mocne dane – słabszy dolar” jest zależnością „kryzysową”. Teraz dobre dane umacniają (książkowo) dolara, a złe ... też go umacniają, bo rośnie awersja do ryzyka. To niekoniecznie sygnalizuje, że nadszedł koniec hossy. Jeśli dane będą generalnie słabe, ale przeplatane dobrymi, i kurs EUR/USD będzie spadał, to wtedy mamy pewność przeceny na rynku surowców i akcji. Jeśli jednak raporty makro będą bardzo dobre, to pojawia się pytanie: dlaczego mamy sprzedawać surowce i akcje, skoro sytuacja gospodarcza będzie się poprawiała? Wtedy rozpoczęłaby się walka między carry trade a fundamentami. Zakładam, że wygrałyby ją fundamenty.

Przyczyną rozpoczęcia bessy mogłoby być jednak zagrożenie szybką i zdecydowaną akcją Fed, czyli serią podwyżek stóp. Drugim zagrożeniem byłby duży wzrost rynkowych stóp

procentowych, czyli rentowności obligacji dziesięcioletnich, które są dla takich stóp odnośnikiem (benchmark). Do podwyżki stóp zostało przynajmniej pół roku i bardzo wątpię, żeby miała to być seria podwyżek. Wzrost rentowności na razie jest niegroźny, ale jeśli wybi się ona z dużego trójkąta, to powstanie sygnał sprzedaży obligacji, który doprowadzi rentowność do poziomu ponad 4 proc. Gdyby i ten poziom padł, to nastąpiłoby wybicie 22-letniego kanału trendu spadkowego, a to zapowiadałoby wzrost rentowności do około 7 procent (kredyt hipoteczny 9-10 procent). Wniosek numer dwa: obserwujemy amerykańskie obligacje.

Na tle procesów w globalnej gospodarce nasza na razie wygląda nieźle. Chwila prawdy przyjdzie po wyborach prezydenckich, które odbędą się w 2010 roku. Nie chcę być złym prorokiem, ale przejęcie pełni władzy przez obecną koalicję może się stać okazją do wzniesienia dziecięcego okrzyku „król jest nagi!”. Jeśli koalicja nie przeprowadzi reform, to będzie potwornie krytykowana, a jeśli przeprowadzi sama, bez osiągnięcia konsensu, to też będzie krytykowana i może przegrać wybory. Ciekawy dylemat polityczny, ale jedno jest pewne: gospodarka za to wszystko zapłaci, a zadłużenie będzie rosło. Obawiam się, że te banki zagraniczne i RPP, które mówią o umocnieniu złotego w latach 2010/2011, mogą się bardzo mylić. **A**

Korelacja „mocne dane – słabszy dolar” jest zależnością „kryzysową”



Uwaga!

To co widzisz to tylko
wybrane artykuły
z numeru 1/2010.

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