

AKCJONARIUSZ

GIEŁDA EDUKACJA ANALIZY



Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

ISSN 1644-3004

1/2012

ROK 2012
pod znakiem
ciekawych fuzji
i przejęć

CIĘŻAR KAR
powinien spoczywać
na członkach zarządu

**KATALIZATORY
WZROSTU**
– czyli co sprawia,
że kurs rusza
na północ

**Manipulacja
wartością
firmy, czyli
co mogą zrobić
zarządzający,
aby podkreślić
kurs akcji?**

Grunt to dobry plan inwestycyjny

Wywiad z Wojciechem Okońskim, Prezesem Zarządu RÓBYG S.A.



Chcesz czytać Akcjonariusza o tydzień wcześniej?



Zaprenumeruj
elektroniczne
wydanie
w eGazety.pl

www.sii.org.pl

Spis treści

Prawo poboru - studium przypadku	6
<i>Jarosław Dzierżanowski, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych</i>	
Grunt to dobry plan inwestycyjny	10
<i>Wywiad z Wojciechem Okońskim, Prezesem Zarządu ROBYG S.A.</i>	
Ciężar kar powinien spoczywać na członkach zarządu	16
<i>Piotr Cieślak, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych</i>	
Bilion euro od Mario Draghiego	18
<i>Łukasz Porębski, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych</i>	
NewConnect... i co dalej?	20
<i>Krzysztof Górka, Certus Capital</i>	
Doskonały początek roku nie kończy kryzysu	23
<i>Piotr Kuczyński, Xelion Doradcy Finansowi</i>	
Rozliczenie transakcji giełdowych a timing inwestycji.	
Analiza i zarządzanie portfelem (3) - T+3 na giełdzie	24
<i>Łukasz Porębski, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych</i>	
Marsz na Azymut, czyli podsumowujemy cztery lata doświadczeń	28
<i>Jarosław Augustynowicz, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych</i>	
Rok 2012 pod znakiem ciekawych fuzji i przejęć	30
<i>Andrzej Babiarz, Prometeia Capital</i>	
Kreujemy wysokie standardy IR, promujemy najlepszych	33
<i>Artur Rzepka, Marcin Krzyżanowski, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych</i>	
Katalizatory wzrostu - czyli co sprawia, że kurs rusza na północ?	34
<i>Miłosz Papst</i>	
SII poleca	37
<i>Recenzje książek związanych z inwestowaniem</i>	
Ambitne plany, w zasięgu możliwości	38
<i>Wywiad Jarosławem Zagórowskim, Prezesem Zarządu Jastrzębskiej Spółki Węglowej S.A.</i>	
Dlaczego warto zainteresować się rynkiem Forex?	42
<i>Maciej Ostrowski, Dom Maklerski TMS Brokers S.A.</i>	
Giełda może pomóc inwestorom	46
<i>Piotr Biernacki, Euro RSCG Sensors</i>	
Porządki na młodych rynkach	48
<i>Radosław Tadajewski, Marek Gąd, Grupa Trinity S.A.</i>	
Prawo akcjonariuszy do dywidendy	50
<i>Jarosław Dzierżanowski, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych</i>	
Wyniki za 2011 rok, Grupa Kęty S.A.	51
Manipulacja wartością firmy, czyli co mogą zrobić zarządzający, aby podkreślić kurs akcji?	52
<i>Nina Hamernik, Fitz Roy</i>	
Jak przetrwać na giełdzie - skuteczny intradayowiec FW20	56
<i>Rafał Wysocki, Akademia Inwestora</i>	

AKCJONARIUSZ

Kwartalnik Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych

Redaktor naczelny: Michał Masłowski

Zastępca redaktora naczelnego: Łukasz Porębski

Sekretarz redakcji: Dagmara Kałdunek

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

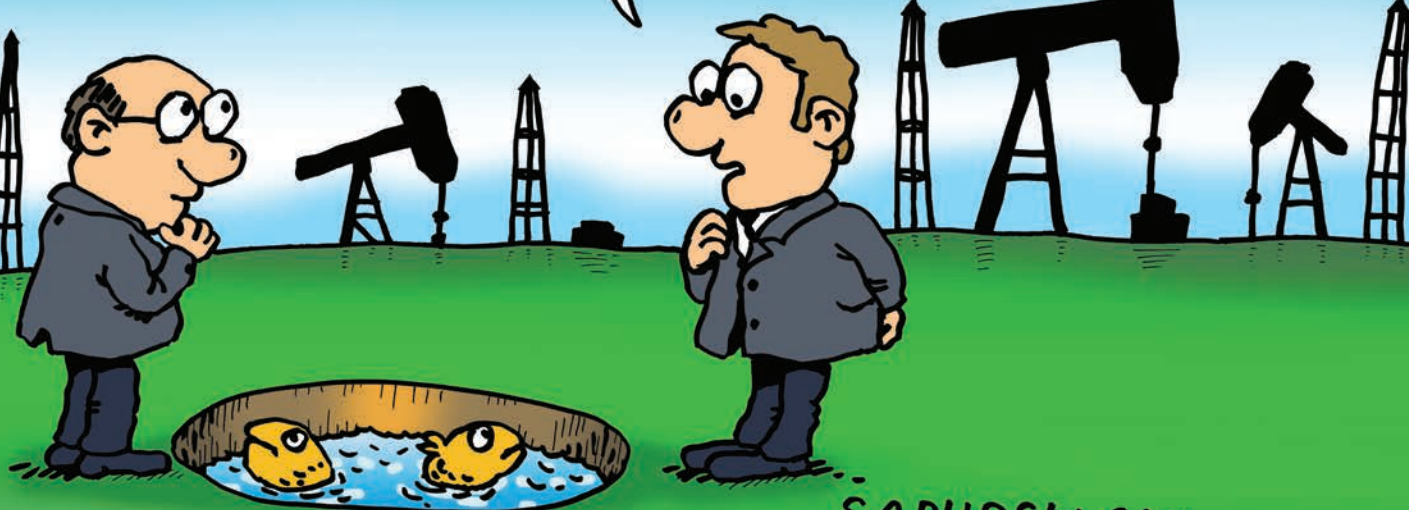
W ostatnim czasie rynki NewConnect i Catalyst pokazały nam swoje prawdziwe oblicze. Upadłość Inwazji PC, kolejna niewypłacalność Anti, Fojud, czy też bankructwo Avtechu i związane z tym problemy GO Advisers unaocznili, że najgorsze, najbardziej pesymistyczne ryzyka z dokumentów informacyjnych spółek realizują się nadzwyczaj często.

Coś, co na podstawowym rynku GPW zdarza się niezwykle rzadko, na NC i Catalyst stało się w ostatnim okresie niemalże codziennością. Czy jest to systemowy problem tego rynku? Czy też może jego cecha immanentna, ani pozytywna ani negatywna, z którą należy się pogodzić i do niej przyzwyczaić? Wydaje się, że z jednej strony przyszedłoby się zaostrzenie przepisów, zwiększenie wymogów informacyjnych wobec spółek. Z drugiej strony..., tak jest jednak na rynku, że część podmiotów bankrutuje, nie wytrzymuje rynkowej konkurencji. Im mniejszy rynek i im mniejsze spółki, tym częściej się to dzieje, a rynki NewConnect i Catalyst ze względu na swój publiczny charakter są szczególnie wystawione na krytykę opinii publicznej. Nie są natomiast żadnym wyjątkiem. Spółki niepubliczne poza tymi rynkami również bankrutują, także czasami oszukują swoich udziałowców, tylko, że nikt o tym później w mediach nie wspomina. Przyglądajmy się zatem tym spółkom w sposób szczególnie uważny, bierzmy pod uwagę każde ryzyko, nie lamentujmy jednak, że za nasze inwestycyjne porażki odpowiada ktoś inny poza nami samymi.

*Życzę miłej lektury
Michał Masłowski*

Satyryczny komentarz giełdowy

ZNOWU WODA.
CO TERAZ POWIEMY
INWESTOROM?



SADURSKI.COM

Profil ROBYG S.A.

ROBYG SA jest deweloperem mieszkaniowym działającym na rynku warszawskim oraz trójmiejskim. Spółka, w ramach dywersyfikacji działalności, rozpoczęła również realizację projektu o charakterze komercyjnym na stołecznym Wilanowie. Wyniki sprzedażowe 2011 r. (1019 sprzedanych lokali) uplasowały ROBYG wśród trzech największych polskich deweloperów mieszkaniowych. W 2012 roku Spółka zamierza rozpocząć budowę inwestycji na 1150 lokali. Według stanu na koniec 2011 roku Spółka miała zakontraktowanych ponad 870 lokali, których budowa zakończy się w 2012 roku lub które zostały już wybudowane. Od listopada 2010 r. akcje Spółki notowane są na rynku głównym GPW, a jej obligacje na ASO Catalyst.



GRUNT to dobrze skonstruowany program inwestycyjny

Wywiad z Wojciechem Okońskim, Prezesem Zarządu ROBYG S.A.



Akcjonariusz: Spółka jest obecnie przede wszystkim deweloperem mieszkaniowym. Czy są jakieś cechy, które wyróżniają Państwa firmę na tle dziesiątek czy też setek innych deweloperów działających na polskim rynku?

Wojciech Okoński, Prezes Zarządu ROBYG S.A.: Grupa ROBYG zdecydowanie wyróżnia się w dwóch obszarach: marketingowym, czyli świadczącym o atrakcyjności naszej oferty produktowej, oraz operacyjnym, który jest efektem wybranego modelu biznesowego.

Z punktu widzenia naszej bieżącej działalności wyróżniamy się bardzo dobrze skonstruowanym programem inwestycyjnym, który realizujemy zgodnie z harmonogramem. Cała Grupa ROBYG to starannie budowana organizacja, która opiera się o działalność spółek celowych powoływanych z zamiarem zrealizowania wybranych etapów projektów. Dzięki takiemu rozwiązaniu minimalizujemy ryzyko operacyjne związane z funkcjonowaniem całej Grupy i upraszczamy finansowanie poszczególnych budów. Jedną z takich spółek celowych jest ROBYG Construction, która jest generalnym wykonawcą inwestycji prowadzonych przez podmioty z Grupy. Poprzez zastosowanie

takiego modelu biznesowego Spółka ma możliwość utrzymywać koszty realizacji inwestycji na optymalnym poziomie – według znanych nam danych, historycznie koszty budowy inwestycji ROBYG były jednymi z najniższych w branży, co pozwoliło Spółce znaleźć się w czołówce firm deweloperskich o najwyższej efektywności kosztowej. Niskie koszty ogólnej działalności to również zasługa realizowania dużych wieloetapowych inwestycji, co korzystnie kształtuje proporcję m² kupionej działki do sprzedanego m² mieszkania. Nieustannie reagujemy na otoczenie, dostosowując nasz model biznesowy do nowych realiów rynkowych. Dzięki temu, że ROBYG jest „firmą w ruchu”, nasza oferta produktowa zachowuje się elastycznie w stosunku do zmieniających się potrzeb klientów. To ważna umiejętność w czasach, kiedy rynek mieszkaniowy coraz wyżej stawia poprzeczkę deweloperom.

Nie zapominajmy przy tym, że ROBYG ma do zaproponowania bardzo atrakcyjną ofertę mieszkaniową. Staramy się projektować osiedla, które oprócz podstawowej wartości, jaką jest umożliwienie zamieszkania, dostarczają wartość dodaną. Dlatego nasze produkty to niebanalne osiedla o wyróżniającej się, starannie

zaprojektowanej architekturze, która często pozytywnie i kompleksowo odnawia charakter dzielnicy. Wyniki sprzedażowe ROBYG nie potrzebują komentarza - nasze mieszkania cieszą się rosnącym zainteresowaniem zarówno wśród klientów Warszawy, jak również Gdańska. Analizując liczbę podpisanych umów na przestrzeni ostatnich lat, można dostrzec, że ten wzrost jest bardzo dynamiczny: w 2009 r. 290, w 2010 r. 542, a w 2011 r. liczba ta już przekroczyła symboliczny poziom i wyniosła 1019 sztuk. Przy tym wszystkim należy również pamiętać o ogromnym kilkunastoletnim polskim i zagranicznym doświadczeniu osób zarządzających i nadzorujących Spółkę, co w połączeniu z siłą marki buduje naszą wiarygodność w oczach klientów i często pozwala na skuteczną sprzedaż mieszkań po wyższych cenach i na początkowym etapie budowy.

Jak duży jest Państwa bank ziemi pod przyszłe inwestycje? Ile m² powierzchni użytkowej można wybudować na tych terenach?

Nasze zasoby ziemi są na bieżąco uzupełniane. Poszerzamy terytorialny zasięg naszej oferty w Warszawie i Gdańsku. Do niedawna byliśmy znani warszawianom głównie za



sprawą Miasteczka Wilanów, gdzie jako pierwszy deweloper uruchomił inwestycję mieszkaniową. Obecnie jesteśmy również aktywni w dzielnicy Żoliborz i Bemowo. Druga wymieniona lokalizacja jest najmłodsza, ale z uwagi na bardzo dobrą sprzedaż mieszkań w tej części Warszawy na pewno będzie rozwijana o kolejne etapy.

Naszym celem jest zwiększanie banku ziemi o pozycje atrakcyjne z inwestycyjnego punktu widzenia. Dlatego też prowadzimy rozmowy o zakupie kolejnych działek pod nowe osiedla, również na prawym brzegu Wisły. Interesują nas takie warszawskie dzielnice jak Wola, Ochota czy Gołdów.

W Gdańsku nasz bank ziemi jest wystarczający, aby zagwarantować stabilny rozwój działalności w kolejnych latach.

Jakimi kryteriami spółka kieruje się przy wyborze lokalizacji pod inwestycje?

Nasz portfel inwestycji jest starannie zaprojektowany i odzwierciedla obecnie panujące trendy rynkowe. Interesują nas grunty, które swoją lokalizacją (atrakcyjna, perspektywiczna okolica) oraz warunkami finansowymi (przystępna cena) są zgodne z naszą strategią biznesową. Staramy się, by koszt zakupu ziemi stanowił maksymalnie 15% wartości przychodów z całej inwestycji.

Czy obecny moment to dobry czas na zakup gruntów pod inwestycje, czy też liczy Pan, że ceny będą jeszcze niższe?

Na rynku dochodzi obecnie do konsolidacji, która następuje nie na poziomie firm, ale właśnie działek. Ostatnio obserwujemy zwiększoną podaż gruntów po atrakcyjnych cenach, znacznie niższych niż obserwowane rok czy dwa lata temu. Właścicielami tych działek są inwestorzy głównie z Hiszpanii

i Irlandii, którzy sporą ich część kupili w szczycie hossy z lat 2007-2008. Ponieważ wartość tych działek spada, niektóre można kupić po cenie trzykrotnie niższej od ceny zakupu.

Jaki jest obecnie udział spółki w warszawskim i gdańskim rynku mieszkaniowym, biorąc pod uwagę liczbę sprzedanych mieszkań?

Nie posiadamy oficjalnych danych o naszym udziale w tych rynkach. Natomiast globalnie ze sprzedażą 1019 mieszkań w 2011 r. plasujemy się na trzecim miejscu w Polsce.

Jak wygląda sytuacja z rozpoczęciem realizacji warszawskiego projektu biurowego? Czy tego typu projektów w przyszłości będzie więcej?

Zgodnie z zapowiedziami w I kwartale br. rozpoczęliśmy budowę pierwszej inwestycji biurowej. Projekt o nazwie ROBYG Business Center to obiekt składający się z kilku budynków biurowo-usługowych oraz wolno stojącego garażu wielopoziomowego o łącznej powierzchni użytkowej 35 tys. m². Etap pierwszy, którego budowa rozpoczęła się w lutym tego roku, ma mieć ponad 8 tys. m², podczas gdy powierzchnia kolejnych wyniesie ponad 27 tys. m². Podobnie jak przy projektach mieszkaniowych, tutaj również generalnym wykonawcą jest ROBYG Construction.

Wejście na rynek komercyjny to naturalna droga dla każdego dużego i stabilnego dewelopera mieszkaniowego, który zamierza zdwersyfikować strumień przychodów i zabezpieczyć swój dalszy dynamiczny rozwój. Mamy wszelkie podstawy sądzić, że odnieśliśmy sukces w segmencie biurowym – dwaj nasi główni akcjonariusze są aktywni na

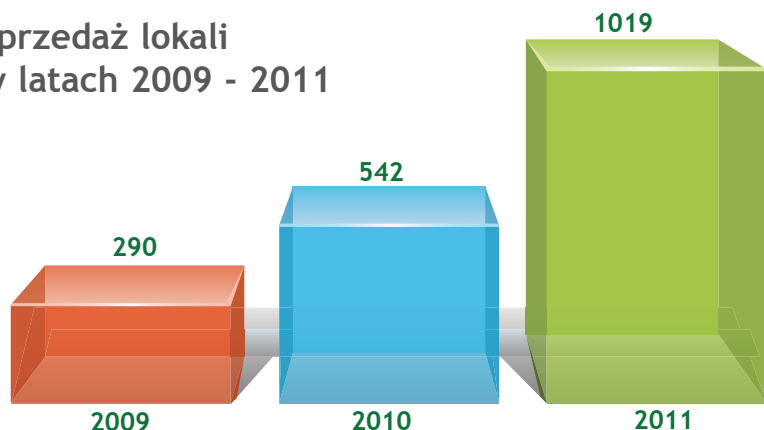


zagranicznym rynku komercyjnym, co gwarantuje Spółce dostęp do niezbędnego know-how. Polski rynek nieruchomości ma duży potencjał wzrostu. Zarząd ROBYG nieustannie analizuje ten rynek i ocenia opłacalność kolejnych inwestycji. Naszą strategią jest uruchamianie nowych inwestycji biurowo-komercyjnych – oprócz kompleksu w Wilanowie zamierzamy również wybudować obiekty komercyjne w Gdańsku.

Czy ROBYG planuje wyjść w przyszłości ze swoimi inwestycjami poza Warszawę, Gdańsk i Wrocław? Kiedy można się spodziewać realizacji pierwszego projektu wrocławskiego?

W obecnych, bardzo niepewnych warunkach rynkowych wejście na nowy rynek mieszkaniowy byłoby zbyt ryzykowne. Dodatkowo należy pamiętać, że „rozruch” działalności deweloperskiej w nowym mieście to proces niezwykle skomplikowany logistycznie i wymagający dużych nakładów czasowych i kosztowych. Zamierzamy skoncentrować się na wzroście w miastach, gdzie mamy już wyrobioną pozycję. Ponieważ Warszawa jest rynkiem największym, charakteryzującym się dużą chłonnością i potencjałem wzrostu, jest dla nas kluczowa. Tu prowadzimy nasze najważniejsze inwestycje i świętujemy największe sukcesy sprzedaży. Na drugi rynek zbytu wybraliśmy dynamicznie rozwijający się Gdańsk, gdzie jesteśmy obecni od 2009 r. Z 1300 mieszkań, których budowę ROBYG

Sprzedaż lokali w latach 2009 - 2011





planuje rozpocząć w 2012 r., aż 400 przypadków na Trójmiasto.

Wrocław to nasza rezerwowa inwestycja. Posiadamy tam 5,5 ha terenu inwestycyjnego, o którego przeznaczeniu jeszcze nie zdecydowaliśmy. Myślę, że przyszłość naszej obecności we Wrocławiu zależeć będzie głównie od rozwoju warunków prowadzenia działalności na tamtejszym rynku.

Jak ocenia Pan przyszłość branży mieszkaniowej w Polsce? Czy nie obawia się Pan, że liczne ograniczenia związane z możliwością uzyskania kredytów mieszkaniowych czy też stosunkowo duża podaż mieszkań znajdują przełożenie w pogorszeniu sytuacji w branży w 2012 r.?

Moim zdaniem przyszłość jest lepsza, niż mogłyby wskazywać komunikaty niektórych mediów, a zmiany warunków rynkowych nie stanowią zagrożenia dla rozwoju branży. Owszem, na rynku mieszkaniowym dochodzi do wielu zmian, ale zauważmy, że są to zmiany zapowiadane od pewnego czasu. Zarówno deweloperzy czy banki, jak i klienci mieli odpowiednią ilość czasu, by zapoznać się z projektowanymi zmianami w przepisach i dopasować do zmieniającej się rzeczywistości. ROBYG jako jeden z największych polskich deweloperów mieszkaniowych nie dostrzega spowolnienia w obszarze popytu, a ponieważ nasze mieszkania nadal cieszą się dużym zainteresowaniem, nie zamierzamy ograniczać uruchamiania kolej-

nych inwestycji. Dla przykładu Spółka nabyła ostatnio nową działkę na warszawskim Bemowie, gdzie w ramach zupełnie nowego projektu planuje wybudować mieszkania o powierzchni użytkowej sięgającej 17 tys. m². Dodatkowo rozglądamy się za działkami warszawskimi po prawej stronie Wisły. Jest to część miasta, gdzie ROBYG chciałby zaznaczyć swoją obecność inwestycyjną.

Co sądzi Pan o poziomie cen mieszkań w największych miastach Polski?

Każdy rynek dąży do stanu równowagi – część miast jest bliżej tego celu, a część ma przed sobą dłuższą drogę. Dodatkowo poziomy cen różni się w zależności od rozpatrywanego segmentu mieszkań. Nie znam przyszłości, więc nie jestem w stanie przewidzieć kierunku zmian cen, a tym bardziej intensywności tych zmian. Jestem natomiast przekonany, że polski rynek mieszkaniowy jest na tyle dojrzały, aby nie dopuścić do dużych spadków wartości mieszkań. Mieszkania trafiające w aktualne potrzeby nabywców zawsze będą w cenie, bez względu na to, czy oferowane będą w czasach koniunktury, czy jej braku. Wiemy, jak dużą rolę w procesie zakupowym odgrywa dla przeciętnego Polaka cena, dlatego ROBYG przeprojektował część swoich inwestycji mieszkaniowych i dopasował średnią wielkość sprzedawanych mieszkań do oczekiwań rynku. W ostatnich 3 latach spadła ona o około 20 m².

Dodatkowo ROBYG towarzyszy klientowi

w całym procesie zakupu mieszkania, świadcząc bezpłatne usługi doradztwa i pomocy w uzyskaniu kredytu. Zadaniem naszych konsultantów jest zaproponowanie najkorzystniejszych rozwiązań, które zostały dopasowane do indywidualnych potrzeb klienta. Naszym celem jest zapewnienie jak najlepszych warunków kredytowych, w tym wynegocjowanie specjalnych ofert hipotecznych dla naszych klientów.

W jaki sposób ROBYG zamierza spożytkować gotówkę, którą dysponuje? Czy środki trafiają na wypłatę dywidendy, skup akcji własnych, czy może w całości na zakup kolejnych gruntów i finansowanie bieżących projektów?

Mamy istotne zasoby gotówkowe, co daje nam poczucie bezpieczeństwa i komfort prowadzenia biznesu bez większych ograniczeń. W obecnych niepewnych czasach większe szanse na sukces mają deweloperzy stabilni, o bezpiecznej sytuacji płynnościowej. ROBYG należy do takich spółek, dzięki czemu cieszy się zaufaniem banków kredytujących. Posiadane środki posłużą nam przede wszystkim do sfinansowania obecnie prowadzonych projektów oraz do wypłaty dywidendy dla akcjonariuszy za 2011 r., jak również pozwolą na swobodne poszerzanie banku ziemi. Ostatnio na rynku można zaobserwować ruchy konsolidacyjne w obszarze działek. Jeśli ROBYG dojdzie do porozumienia z którymś z właścicielami poszukujących kupców na ich ziemię, to już wkrótce można się spodziewać transakcji.

Zdję.: © Wolf Jasha, hugolacasse - Fotolia.com, Robyg





są zgodne z naszymi oczekiwaniami. Wielokrotnie podkreślaliśmy cele, jakie zarząd stawiał sobie na początku 2011 r., wśród których najważniejszymi były: sprzedaż ponad 1000 mieszkań i zagwarantowanie rozwoju w kolejnych latach. Obydwa cele zostały osiągnięte. Warto w tym miejscu zaznaczyć, że rekordowa sprzedaż mieszkań odnotowana w 2011 r. będzie odzwierciedlona w wynikach finansowych 2012 i 2013 r.

Czy jest szansa, że wyniki finansowe 2012 r. okażą się najlepsze w historii Grupy?

Jesteśmy przekonani, że nasze najlepsze dotychczasowe wyniki finansowe z 2010 r., kiedy zamknęliśmy rok przychodami w wysokości 285 mln zł i zyskiem na poziomie 35,7 mln zł, zostaną w 2012 roku istotnie poprawione. Mamy ku temu podstawy, ponieważ planujemy przekazać w tym roku przynajmniej 800 mieszkań wobec 491 wydanych klientom w 2010 r., co oznacza wzrost przynajmniej o 60 proc. Według analityków domów maklerskich pokrywających naszą działalność, ROBYG może zamknąć 2012 r. wynikiem ponad 400 mln zł przychodów i 40 mln zysku netto.

Jak ocenia Pan wycenę i atrakcyjność swojej spółki na tle innych giełdowych deweloperów? Czy Spółka wypłaci w tym roku dywidendę?

Przez cały 2011 r. panował niekorzystny sentyment do spółek deweloperskich, co doprowadziło do sytuacji, w której aktualne wyceny akcji ROBYG i innych deweloperów giełdowych znajdują się poniżej wartości księgowej. Chciałbym zaznaczyć, że nasze akcje nie zostały tak mocno przecenione jak walory innych firm z branży, tym niemniej uważam, że ich cena w żadnej mierze nie odzwierciedla potencjału i perspektyw wzrostu Spółki. Również analitycy pokrywający ROBYG dostrzegają jej siłę, zachęcając inwestorów do zakupu jej akcji. Przez ostatnie miesiące obserwujemy zmianę nastawienia do naszej firmy - inicjatywę na rynku przejęli kupujący, co widać po rosnącym kursie ROBYG. Podtrzymujemy politykę dzielenia się zyskiem z inwestorami. Rada Nadzorcza ROBYG zatwierdziła propozycję Zarządu, żeby zaproponować Walnemu Zgromadzeniu wypłatę dywidendy w wysokości 0,12 zł na akcję. Ostateczna decyzja w sprawie dywidendy zostanie podjęta przez akcjonariuszy Spółki na zwyczajnym walnym zgromadzeniu. **A**

Jaka proporcja źródeł finansowania projektów deweloperskich jest wg Pana w tego typu biznesie optymalna?

Nie ma złotej reguły. ROBYG jest w bardzo dobrej sytuacji finansowej, więc nie ma problemów, by rozpoczynać, a potem kontynuować inwestycje z własnych środków. Jednak skala prowadzonej działalności i koszty, które przemawiają na korzyść finansowania zewnętrznego względem finansowania wewnętrznego, sprawiły, że korzystamy z powodzeniem z kredytów bankowych - Spółka ma nieuruchomione linie kredytowe o wartości 150 mln zł. Deweloperzy o gorszej sytuacji finansowej zwykle finansują swoje inwestycje z wpłat klientów.

W 2011 r. ROBYG, realizując założenia, zawarł 1019 przedwstępnych umów sprzedaży mieszkań. Ile mieszkań spółka zamierza sprzedać w 2012 r.? Ile mieszkań jest obecnie w budowie?

W 2012 r. planujemy powtórzyć wynik z 2011 r., czyli ponownie sprzedać powyżej 1000 mieszkań. Chcemy również rozwinąć potencjał pod wzrosty w kolejnych latach, dlatego zamierzamy w tym roku rozpocząć budowę ok. 1300 nowych lokali mieszkalnych.

Jak ocenia Pan wyniki finansowe za 2011 r.?


W 2011 r. uzyskaliśmy 28,1 mln skonsolidowanego zysku netto przy przychodach ze sprzedaży na poziomie 160,5 mln zł. Wyniki




WallStreet konferencja

Patronat honorowy

Mikołaj Budzanowski
Minister
Skarbu Państwa  Ministerstwo
Skarbu
Państwa

Andrzej Jakubiak
Przewodniczący Komisji
Nadzoru Finansowego  Komisja
Nadzoru
Finansowego

Marek Sowa
Marszałek Województwa
Małopolskiego  Małopolska

Janusz Majcher
Burmistrz Miasta
Zakopane  ZAKOPANE

Organizator



Stowarzyszenie
Inwestorów
Indywidualnych

Nie może Cię tam zabraknąć!

Partnerzy organizacyjni



GIEŁDA PAPIERÓW
WARTOŚCIOWYCH
w Warszawie



Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych

Konferencja realizowana
w ramach programu



Największe spotkanie

inwestorów indywidualnych w Polsce

1-3 czerwca 2012 r. Hotel Mercure Kasprowy, Zakopane

www.sii.org.pl

www.wallstreet.org.pl

tel.: 71 332 95 65

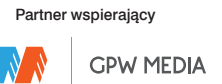
Partnerzy strategiczni



GRUPA PHN S.A.



Partnerzy



Partnerzy medialni

Główny partner medialny



Ciężar kar powinien spoczywać na członkach zarządu

Na przestrzeni kilku ostatnich lat Komisja Nadzoru Finansowego nałożyła na spółki giełdowe kilkadziesiąt kar administracyjnych za niewywiązywanie się z obowiązków informacyjnych. Ich wielkość była różna i z reguły - w zależności od skali przewinienia - mieściła się w przedziale od kilkudziesięciu do kilkuset tysięcy złotych.

■ Piotr Cieślak, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

Niestety, kara nałożona na spółkę bezpośrednio obniża jej wynik finansowy, a w konsekwencji wartość kapitału własnego, ale także zysku przypadającego na akcje. Pytanie więc, dlaczego konsekwencje błędów osób odpowiedzialnych za spółkę, a więc zarządu, spadają na akcjonariuszy? Odpowiedź jest prosta. Z powodu obowiązujących przepisów.

Zacznijmy od teorii

Zgodnie z obecnie obowiązującymi regulacjami, w przypadku gdy emitent nie wykonuje albo wykonuje nienależycie obowiązki w zakresie przekazywania informacji bieżących i okresowych, KNF może wydać decyzję o wykluczeniu - na czas określony lub bezterminowo - papierów wartościowych z obrotu na rynku regulowanym. Może także nałożyć, biorąc pod uwagę w szczególności sytuację finansową podmiotu, na który kara jest nakładana, karę pieniężną do wysokości 1 mln zł. Ewentualnie KNF może zastosować obie sankcje łącznie. Nadto należy zaznaczyć, że w przypadku rażącego naruszenia obowiązków w zakresie przekazywania informacji bieżących lub okresowych KNF może nałożyć również na osobę, która w tym okresie pełniła funkcję członka zarządu spółki publicznej, karę pieniężną do wysokości 0,1 mln zł.

Odpowiedzialność członków zarządu za obowiązki informacyjne

Jak wyżej wskazano, główny ciężar kosztów

w przypadku błędnej i nierzetelnej polityki informacyjnej spółki spoczywa na emitencie, a więc pośrednio także na akcjonariuszach spółki, której przyznano karę. Zgodnie natomiast z przepisami KSH to jednak zarząd reprezentuje spółkę i prowadzi jej sprawę, tak więc zarząd spółki odpowiada także bezpośrednio za to, aby obowiązki informacyjne spółki zostały dopełnione w sposób rzetelny i prawidłowy. Pojawia się więc pytanie, dlaczego to akcjonariusze, a nie zarząd ponosi w głównej mierze konsekwencje błędów? Oczywiście przedstawiciele organów w tym miejscu mogą przytoczyć w swojej obronie regulacje, które mówią o możliwości nałożenia na nich kary rzędu „aż” 0,1 mln zł, czyli dziesięciokrotnie mniejszej niż w przypadku samego emitenta. Co jednak istotne -

Z powodu obowiązujących w Polsce przepisów, konsekwencje kar zarządów spoczywają na emitencie, a więc i akcjonariuszach

aby zarząd został ukarany, musi wpięć do rażącego naruszenia obowiązków. Tym samym zwykłe naruszenie obowiązków, które powoduje, że karą obarczona zostaje spółka, nie rodzi wciąż dla członków zarządu konsekwencji w postaci sankcji administracyjnych. Niezwykle ważne w tym miejscu jest także ryzyko oceny danego zdarzenia. Mianowicie kara rzędu do 0,1 mln zł może być nałożona na zarządzających tylko - jak mówią przepisy - w przypadku rażącego naruszenia obowiązków informacyjnych. Tymczasem subiektywność oceny każdego z naruszeń może powodować, że to, co dla Komisji będzie zwykłym przewinieniem, dla akcjonariuszy spółki może być już rażącym, czy też na odwrót. Istotą problemu jest jednak nie kwestia ogólnie znanych definicji słowa „rażące”, a przede wszystkim kwestia samego w sobie istnienia takich regulacji, które ograniczają z nie-

uzasadnionych powodów konsekwencje administracyjne członków zarządu, przeliczając ciężar kosztu kar na emitenta.

Czy zarząd faktycznie może czuć się bezkarnie?

Jak wykazano, co do zasady członkowie zarządu powinni obawiać się przede wszystkim - przynajmniej od strony sankcji administracyjnych - tylko i wyłącznie błędów w postaci rażących naruszeń przepisów dotyczących obowiązków informacyjnych. W rzeczywistości konsekwencje takich błędów - niezależnie od ich kalibru - mogą okazać się znacznie większe. Przede wszystkim należy bowiem zwrócić uwagę, że zgodnie z przepisami KSH członek zarządu odpowiada wobec spółki za szkodę wyrządzoną działaniem lub zaniechaniem

sprzecznym z prawem, chyba że nie ponosi winy. Przepisy mówią też, że członek zarządu powinien przy wykonywaniu swoich obowiązków dołożyć staranności wynikającej z zawodowego charakteru. To z kolei sprawia, że w przypadku niedopełnienia przez spółkę ciężących na niej obowiązków rodzi się po stronie zarządzających ryzyko pociągnięcia ich przez spółkę do odpowiedzialności cywilnej. Żeby do tego doszło, po pierwsze musi dojść do zwołania walnego zgromadzenia, a następnie walne zgromadzenie musi podjąć stosowną uchwałę. Biorąc pod uwagę fakt, że z reguły akcjonariusz większościowy odpowiada za kształt



zarządu, a nierzadko ze względu na posiadane akcje sami przedstawiciele zarządu pośrednio o tym decydują, to w praktyce o tego typu uchwałach praktycznie nie słychać. Warto też pamiętać, że w sytuacji, kiedy w zakresie wykonania obowiąz-

ków informacyjnych zarząd poda nieprawdziwe lub zatai prawdziwe dane, w istotny sposób wpływające na treść informacji, rodzi to po stronie zarządu konsekwencje karne w postaci grzywny do 5 mln zł bądź też kary pozbawienia wolności od 6 miesięcy do lat 5. Sąd może zasądzić także obie kary łącznie.

Jakimi narzędziami dysponuje akcjonariusz spółki?

Jeżeli natomiast w wyniku niedopełnienia obowiązków informacyjnych spółka w wyniku nałożonych kar administracyjnych poniesie stratę, a następnie nie wytoczy przeciw członkom zarządu powództwa o naprawienie wyrządzonej jej szkody w terminie roku od dnia ujawnienia czynu wyrządzającego szkodę, to wówczas każdy akcjonariusz może wnieść do sądu pozew o naprawienie szkody wyrządzonej spółce. Ponadto w sytuacji, kiedy w wyniku niedopełnienia obowiązków informacyjnych szkodę z tytułu swoich inwestycji w akcje spółki poniesie jej akcjonariusz, to wówczas także i on posiada legitymację do wytoczenia stosownego powództwa przeciw osobom odpowiedzialnym za jego stratę, szczególnie jeśli mieliśmy do czynienia z umyślnością działań zarządu. W tym jednak przypadku akcjonariusz będzie musiał wykazać przede wszystkim związek przyczynowo-skutkowy, udowadniając i wykazując zarówno swoją szkodę, jak i bezpośredni związek jej wystąpienia z działaniami zarządu.

Niedopełnienie obowiązków w praktyce

Niedopełnienie obowiązków informacyjnych nie jest co do zasady zjawiskiem częstym. Niemniej, jak wynika z zestawień KNF, nakładanych jest z tego tytułu nawet do kilkunastu kar rocznie. Natomiast wielkość kar nakładanych przez Komisję z reguły mieści się w przedziale od kilkudziesięciu do kilkuset tysięcy złotych. Do głośniejszych, acz uzasadnionych przykładów kar, należy przypadek spółki Techmex, gdzie KNF podjęła decyzję o wykluczeniu z obrotu na rynku regulowanym na okres 12 miesięcy za niedo-

pełnienie obowiązków informacyjnych spółki publicznej, polegające na nieprzekazaniu do publicznej wiadomości informacji okresowych – dwóch raportów kwartalnych, półrocznego oraz rocznego. Choć naruszenie było rażące, a kara uzasadniona, to pojawia się jednak pytanie, dlaczego za błędy władz konsekwencje muszą ponosić akcjonariusze.

Najlepszym rozwiązaniem byłaby zmiana przepisów

Wydawać się może, że na dziś optymalnym rozwiązaniem poruszonego w tym tekście problemu byłaby zmiana obowiązujących obecnie przepisów. Pytanie jednak, w jakim zakresie? Przede wszystkim z punktu widzenia zarówno spółek oraz ich akcjonariuszy najkorzystniejszym scenariuszem zmian byłby ten, który przerzuciłby ciężar kar nakładanych obecnie na spółki na ich zarządzających. Innymi słowy, zmiany powinny doprowadzić do sytuacji, w której w pierwszej kolejności konsekwencje błędów ponosiłby zarząd, a w drugiej - w zdecydowanie mniejszym stopniu obciążenia finansowego - emitent.

Zmiany te po pierwsze wyeliminowałyby niekorzystne z punktu widzenia spółek i akcjonariuszy rozwiązania, a po drugie zwiększyłyby presję odpowiedzialności członków zarządu, dzięki czemu powinno zmniejszyć się ryzyko zaniedbań po stronie ich działań. Im większe bowiem ryzyko indywidualnej kary, tym większa powinna być dbałość o prawidłowość wypełniania obowiązków informacyjnych. Żeby jednak takie zmiany miały sens, to przede wszystkim zmianie powinien ulec próg kary nakładanej na zarządzających do poziomu co najmniej 1 mln zł, tak jak ma to obecnie miejsce w przypadku kar nakładanych na spółki. Ponadto żeby mówić o skuteczności takiego rozwiązania, należałoby odejść od obecnie obowiązujących zapisów dotyczących kwestii „rażącego naruszenia obowiązków”. Ciężar kar w ocenie SII w pierwszej linii powinien spoczywać na członkach zarządu, niezależnie od stopnia naruszenia, szczególnie że mówimy w tym przypadku zarówno o bezpieczeństwie inwestorów, jak i interesie spółek i akcjonariuszy. Póki do wzmiankowanych zmian nie dojdzie, o ile w ogóle dojdzie, należy się cieszyć chociażby z tego, że Komisja także dostrzegła ten problem, znacznie częściej niż w poprzednich latach decydując się na nałożenie kar na członków zarządów, a nie tylko spółki. Jest to na pewno ruch w dobrym kierunku. Jednak najlepszym rozwiązaniem będzie systemowa zmiana przepisów. A



Doskonały początek roku nie kończy kryzysu

Pierwszy kwartał to miesiące zdecydowanego sukcesu byków. Szczególnie widać to było na rynku akcji, a przede wszystkim na rynku akcji amerykańskich. Tam NASDAQ, pokonując szczyty z 2007 roku i sięgając 11-letniego maksimum, wydaje się rozpoczynać nową falę hossy. Niestety, polski rynek nadal pozostawał w wielomiesięcznym trendzie bocznym.

■ Piotr Kuczyński, Xelion Doradcy Finansowi

Na początku roku bykom pomagał sezon raportów kwartalnych amerykańskich spółek. Najważniejsze było jednak to, że już pierwsza aukcja ECB z dostarczeniem bankom nieograniczonej płynności na 3 lata z niewielkim oprocentowaniem (LTRO) dała efekty. Rentowności zanurkowały (w przypadku Włoch poniżej 5 proc.), a to dało prawdziwy napęd bykom. Graczom zaczęło się wydawać, że kryzys się skończył (to nie jest, niestety, prawda). Mogli przypomnieć sobie o nim, widząc, co dzieje się z negocjacjami w sprawie umorzenia części długu Grecji. Nikt się tym jednak nie przejmował. I słusznie, bo pomoc dla Grecji została w końcu przyznana.

Dodatkowym elementem pomagającym bykom było to, że po posiedzeniu FOMC Ben Bernanke, szef Fed, bardzo wspomógł obóz byków. Zapowiedział, że Fed może dodatkowo pomóc gospodarce, a stopy pozostaną niskie przynajmniej do 2014 roku (wcześniej mówiono o 2013 roku). Jak widać, Bernanke bardzo chce kontynuowania hossy, czym pomoże Barackowi Obamie w powtórny wybór na prezydenta USA. Tak to polityka sprzęga się z gospodarką. Teoretycznie pomagały też bykom dane makro, bo w wielu przypadkach były lepsze od oczekiwanych. Warto jednak odnotować, że dla USA dane były już niejednoznaczne, a w Europie poprawa była śladowa. Mimo że styczniowy szczyt UE przyniósł żałosne rezultaty, gracze nadal się cieszyli. Proszę nie wierzyć w opowieści o sukcesach tego szczytu. Pakt fiskalny tak naprawdę nie wiadomo czym jest (podobno będzie wiadomo w marcu) i nie wiadomo po co został przyjęty. Krytyki jest mnóstwo i nie wiadomo czy zostanie przyjęty przez parlamenty/referenda w poszczególnych krajach. To, że stały fundusz ratunkowy zostanie przyjęty nie w 2013 roku, a może w lipcu 2012,

zostało już dawno zdyskontowane. Głównym powodem znacznej poprawy sytuacji na giełdach było zachowanie rynku długu - wynikające z zakupów obligacji krajów PIIGS przez banki, na które łagodną perswazją wpłynęli politycy.

Rozpoczyna się sezon raportów kwartalnych amerykańskich spółek. Od wielu kwartałów taki sezon doprowadzał do wzrosty indeksów

W ostatnim dniu lutego okazało się, że kolejna aukcja LTRO przeprowadzona przez ECB zakończyła się przyznaniem 529,5 mld euro kredytów, czyli o 40 mld więcej niż w grudniu. Było to mniej od oczekiwań rynku, ale więcej od uśrednionej prognozy banków amerykańskich (470 mld). Duża część tych środków pójdzie na rolowanie zadłużenia, świeżych pieniędzy będzie pewnie około połowy tej sumy i z pewnością nie wszystkie trafią na rynek długu. Była to jednak znowu suma imponująca, co też bykom pomogło.

W połowie marca pojawiły się pierwsze problemy. Dane europejskie i chińskie (indeksy PMI) sygnalizowały, że gospodarki Chin i strefy euro spowalniają. Dlatego też zaczęły się problemy na rynku surowców. To raczej

jeszcze nie był początek większej korekty. W końcu przecież 10. kwietnia rozpoczyna się sezon raportów kwartalnych amerykańskich spółek. Od wielu kwartałów taki sezon doprowadzał do wzrostu indeksów. Tym razem tak być nie musi, ale nadzieje powinny pomagać bykom.

Problem jest jednak z przełomem kwietnia i maja. Odbędą się wtedy wybory prezydenckie we Francji i zapewne parlamentarne w Grecji. Gracze powinni się obawiać tego, że po wyborach Francja zażąda renegotjacji paktu fiskalnego, a Grecja będzie chciała rewizji umów zawartych przez poprzedni rząd. Czekanie na wyniki wyborów powinno doprowadzić do znacznego ochłodzenia na giełdach.

Czy to oznacza, że rok zakończymy wygraną niedźwiedzi? Uważam, że nie. W dalszym ciągu w rękach Europejskiego Banku Centralnego jest potężne narzędzie: zagrożenie nieograniczonym drukiem euro. Jeśli sytuacja zacznie się pogarszać, to politycy niemieccy nie będą mieli wyboru i wyrażą zgodę na podjęcie przez ECB takiej decyzji. To zaś doprowadzi do szalonej hossy na wszystkich aktywach. **A**



Uwaga!

To co widzisz to tylko
wybrane artykuły
z numeru 1/2012.

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