

AKCJONARIUSZ

GIEŁDA EDUKACJA ANALIZY



Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

ISSN 1644-3004

2/2012

**OSTROŻNIE
PRZY STRATEGII
„kup i trzymaj” ...**

PARADOKS
Ojca-Założyciela

MQL dla
(nie do końca
poważnych)
humanistów

Ile warte są
**PROGNOZY
ZARZĄDU?**

**Przeprowadzki
z NewConnect
na rynek GPW**

**Nieruchomości komercyjne
– najważniejsza jest
lokalizacja**

Wywiad z Wojciechem Papierakiem, Prezesem Zarządu PHN S.A.



Rewolucja stała się

Po raz pierwszy w Polsce zobaczysz pokaz inwestycji na ucząc się od jednego z najskuteczniejszych inwestorów w



III Edycja Konferencji Mistrzowie Rynku

Birger Schäfermeier

5 Października 2012 Warszawa Courtyard Marriot

Inwestowanie na żywo!

FAKTEM!

żywo, na realnym rachunku,
Europie!

10% zniżki
dla członków SII
na szkolenie
Birgera
Schäfermeiera!





Stowarzyszenie
Inwestorów
Indywidualnych

obi.sii.org.pl



SII zaprasza do wzięcia udziału w

X edycji badania OBI

W zeszłorocznej edycji wzięto udział ponad 7300 inwestorów!

Wśród uczestników badania rozlosowane zostaną cenne nagrody, m.in. tablet Apple iPad, udziały w konferencjach i szkoleniach inwestorskich oraz książki



Na ankiety czekamy do końca sierpnia 2012 roku

Raport z badania OBI2012
zostanie opublikowany
na stronie www.sii.org.pl



MQL dla (nie do końca poważnych) humanistów

Rafał Wysocki, Akademia Inwestora Milewski & Partnerzy

Świat inwestorów od wielu już lat dzieli się na dwa obozy. Pierwszy powstał dawno temu i należy do niego zdecydowana większość osób zajmujących się giełdą. Jest to oboz inwestorów obserwacyjno-intuicyjnych. Ich metody inwestycyjne mają dużo plusów. Są one najczęściej łatwe do zrozumienia i do zastosowania. Wydaje się, że trudność polega jedynie na znalezieniu technik, które naprawdę zarabiają. Jednak również najczęściej są to metody czasochłonne. Trzeba pilnować wykresów, a czasami przeszukiwać wiele rynków. Dochodzą do tego jeszcze intuicja i przekonania, które najczęściej są przyczyną pogarszania zysków lub nawet powstawania strat.



Paradoks Ojca-Założyciela

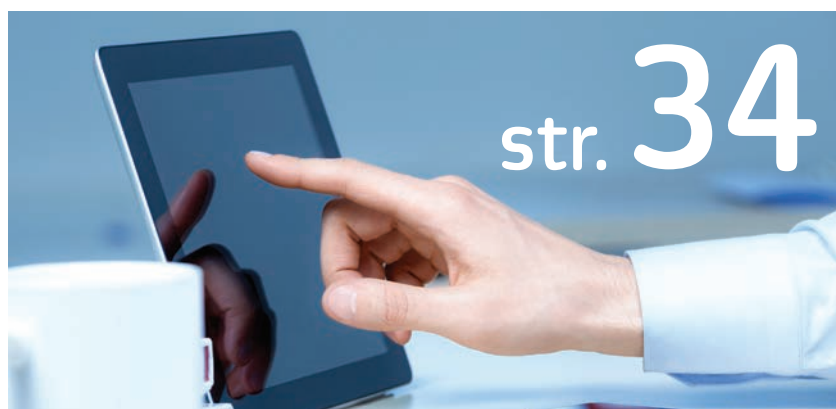
Piotr Biernacki, Euro RSCG Sensors

Siłą i wyróżnikiem polskiej giełdy jest po stronie popytowej - duża grupa aktywnych inwestorów indywidualnych. Po stronie podażowej jej odpowiednikami są liczne spółki prywatne, które po kilkunastu latach rozwoju są wprowadzane do publicznego obrotu. Jednak u źródeł powstania tej grupy leży czynnik, który jednocześnie stanowi istotną barierę rozwoju, a w niektórych przypadkach prowadzi do głośnych konfliktów znajdujących finał w mediach, lub nawet na sali sądowej.

W poszukiwaniu dywidendy na GPW

Krzysztof Górka, Certus Capital

Dywidenda wypłacana z zysku netto spółki jest drugą, obok zmian kursu akcji formą czerpania dochodów kapitałowych przez akcjonariuszy. Nie jest tajemnicą, iż regularne płatności dywidendowe to domena rozwiniętych rynków kapitałowych. Na taki stan rzeczy składa się przede wszystkim stopień dojrzałości danej gospodarki, a tym samym faza życia przedsiębiorstwa.



Strony internetowe zagadką dla spółek giełdowych

Michał Masłowski,
Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

Strona internetowa spółki giełdowej jest w zdecydowanej większości przypadków pierwszym kontaktem inwestora ze spółką giełdową. Coś co do tej pory było tylko tickerem, który można odnaleźć w notowaniach giełdowych, dzięki stronie internetowej zamienia się w realną informacją o spółce.





Chcesz czytać Akcjonariusza o tydzień wcześniej?



Zaprenumeruj
elektroniczne
wydanie
w eGazety.pl

www.sii.org.pl

Spis treści

Jak inwestorzy mogą walczyć z niekorzystnymi uchwałami?	8
<i>Jarosław Dzierżanowski, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych</i>	
Nieruchomości komercyjne, najważniejsza jest lokalizacja	14
<i>Wywiad z Wojciechem Papierakiem, Prezesem Zarządu PHN S.A.</i>	
Dyskontowanie Grexitu i spowolnienia światowej gospodarki	20
<i>Łukasz Porębski, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych</i>	
XBRL - standard lepszej sprawozdawczości finansowej	22
<i>Anna Nowacka, Stowarzyszenie XBRL Polska</i>	
W poszukiwaniu dywidendy na GPW	24
<i>Krzysztof Górka, Certus Capital</i>	
Stosujesz strategię „kup i trzymaj” to miej się na baczności!	
Analiza i zarządzanie portfelem (4) - Operacje na papierach	30
<i>Łukasz Porębski, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych</i>	
Strony internetowe zagadką dla spółek giełdowych	34
<i>Michał Masłowski, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych</i>	
Propozycje Zarządu JSW niekorzystne dla akcjonariuszy. SII interweniuje	37
<i>Piotr Cieślak, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych</i>	
16 edycja konferencji WallStreet za nami!	40
<i>Fotorelacja z Konferencji WallStreet 16</i>	
Paradoks Ojca-Założyciela	44
<i>Piotr Biernacki, Euro RSCG Sensors</i>	
Perły na NewConnect	46
<i>Marek Gąd, Grupa Trinity S.A</i>	
Im gorzej, tym lepiej	49
<i>Piotr Kuczyński, Xelion Doradcy Finansowi</i>	
Ile warte są prognozy zarządu?	50
<i>Miłosz Papst</i>	
MQL dla (nie do końca poważnych) humanistów	54
<i>Rafał Wysocki, Akademia Inwestora Milewski & Partnerzy</i>	
Przeprowadzki z NewConnect na rynek GPW	60
<i>Piotr Wiśniewski, Prometeia Capital</i>	
Dlaczego warto zainteresować się rynkiem Forex? (2)	64
<i>Maciej Ostrowski, Dom Maklerski TMS Brokers S.A.</i>	
Kreujemy wysokie standardy IR, promujemy najlepszych (cz. 2)	67
<i>Marcin Krzyżanowski, Artur Rzepka, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych</i>	
Obligacje - jak ochronić się przed porażką inwestycyjną?	68
<i>Natalia Śmieja, Fitz Roy</i>	
Złudny urok Splitów	72
<i>Tomasz Wiśniewski, Rafał Karasiński, KPMG, Grupa Corporate Finance</i>	
SII Poleca	75
<i>Recenzje książek związanych z inwestowaniem</i>	
Rynek win inwestycyjnych jako atrakcyjna alternatywa dla inwestorów	76
<i>Marcin Piwecki, Wine Advisors</i>	
Unikalność ma swoją cenę. Inwestycje w whisky	80
<i>Sławomir Gućwa, Finare Group</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 czasach nieco przedłużającego się kryzysu, zawsze jest dobry moment na przyjrzenie się ułomnościom rynku kapitałowego. Jedną z takich słabości, która uwiera trochę inwestorów, jest problem z jakością z spółek na rynku NewConnect i Catalyst. Ewidentnie co po niektóre podmioty nie radzą sobie z rzeczywistością gospodarczą, co widać w wynikach, w kursach, czy wręcz w bankructwach spółek. Dobrze by było zaprowadzić tutaj porządek i na szczęście za to sprzątanie Giełda właśnie się bierze. GPW wprowadza zmiany odnośnie wymogów informacyjnych wobec spółek z rynku NewConnect. Nie ukrywam, że przywitałem tę zapowiedź z wielką radością. Giełda po raz pierwszy w historii tego rynku przestaje być tylko bezdusznym administratorem, a bierze się również za ocenę spółek. Te zmiany, o których mowa to:

1. Specjalne raporty z analizą sytuacji firmy sporządzane na polecenie GPW
2. Kary finansowe dla emitentów i autoryzowanych doradców za naruszenia obowiązków informacyjnych
3. Wprowadzenie dwóch segmentów HLR (High Liquidity Risk) i SHLR (Super High Liquidity Risk) dla spółek, które ewidentnie mają problem z płynnością swoich akcji
4. Zwiększone obowiązki informacyjne dla już notowanych spółek i tych, które wchodzą do obrotu Niech NewConnect pozostanie tym rynkiem, który będzie miał obniżony próg wejścia. Niech tym argumentem kusi małe spółki, żeby szukały pieniędzy inwestorów. Niech jednak na razie Ci inwestorzy nie będą karani nadmiernym ryzykiem z powodu braku informacji oraz nierzetelności emitentów i autoryzowanych doradców.

*Życzę miłej lektury
Michał Masłowski*

Satyryczny komentarz giełdowy



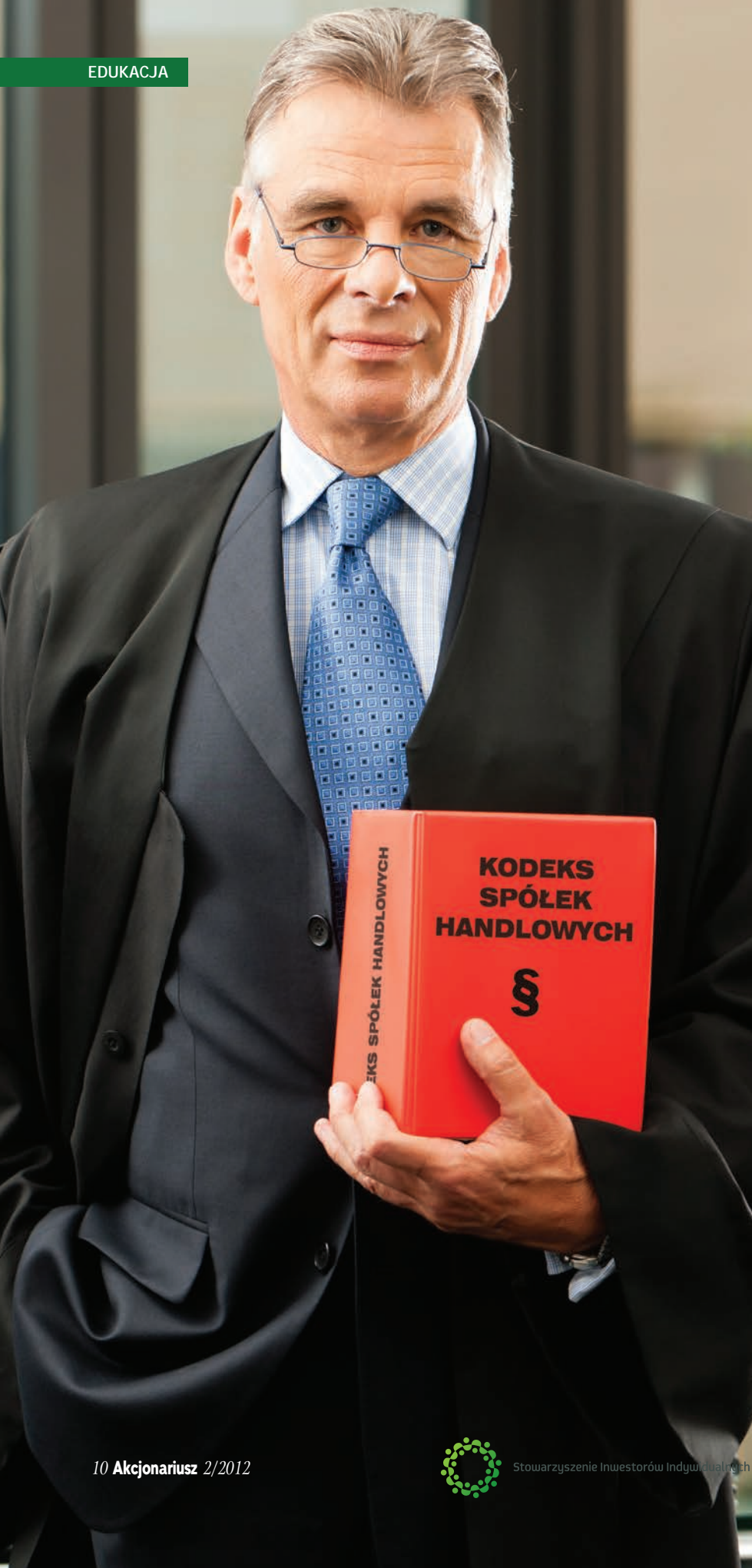


Jak inwestorzy mogą walczyć z niekorzystnymi uchwałami

Podstawową formą wyrażania woli przez akcjonariuszy spółek akcyjnych jest podejmowanie uchwał na walnych zgromadzeniach. W trakcie walnych zgromadzeń, zebrana większość ma możliwość podejmowania wiążących rozstrzygnięć dla wszystkich akcjonariuszy spółki. Rodzi to jednak konieczność zapewnienia akcjonariuszom mniejszościowym odpowiednich środków ochrony przed uchwałami, które mogą być dla nich niekorzystne albo nawet krzywdzące. Z tych też powodów zasada rządów większości w spółce akcyjnej jest ściśle powiązana z zasadą ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych.

■ Jarosław Dzierżanowski, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych





W tym artykule omówię dwa główne instrumenty ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych, służące przeciwdziałaniu następstwom wadliwych uchwał walnych zgromadzeń spółek kapitałowych: powództwo o uchylenie uchwały walnego zgromadzenia oraz powództwo o stwierdzenie jej nieważności.

Przesłanki uchylenia uchwały

Uchwała walnego zgromadzenia sprzeczna ze statutem bądź dobrymi obyczajami i godząca w interes spółki lub mająca na celu pokrzywdzenie akcjonariuszy, może być zaskarżona w drodze wytoczonego przeciwko spółce powództwa o uchylenie uchwały. Artykuł 422 Kodeksu spółek handlowych statuuje cztery przesłanki wadliwości uchwał walnego zgromadzenia. Wystąpienie do sądu z powództwem o uchylenie takiej uchwały możliwe jest wyłącznie w przypadku spełnienia łącznie dwóch z nich. Uchwała może być więc uchylona, gdy jest:

- 1) sprzeczna ze statutem i godzi w interes spółki,
- 2) sprzeczna ze statutem i ma na celu pokrzywdzenie akcjonariusza,
- 3) sprzeczna z dobrymi obyczajami i godzi w interes spółki,
- 4) sprzeczna z dobrymi obyczajami i ma na celu pokrzywdzenie akcjonariusza.

Szczegółowe omówienie przesłanek uchylenia uchwały walnego zgromadzenia spółki akcyjnej będzie tematem kolejnego numeru Akcjonariusza.

Nieważność uchwały

Powództwo o stwierdzenie nieważności uchwały walnego zgromadzenia można wnieść w przypadku, gdy uchwała jest sprzeczna z ustawą. Należy przez to rozumieć nie tylko sprzeczność z przepisami kodeksu spółek handlowych, ale także każdego innego aktu prawnego. Jak wskazał Sąd Najwyższy w wyroku z dnia 9 września 2010 r. (sygn. akt I CSK

Artykuł 422 Kodeksu spółek handlowych statuuje cztery przesłanki wadliwości uchwał walnego zgromadzenia

530/09) sprzeczność z prawem może odnosić się do: treści uchwały, sposobu zwołania i obradowania walnego zgromadzenia lub sposobu podjęcia uchwały. Uchwałą, której treść jest sprzeczna z prawem, może być np. uchwała wprowadzająca do statutu spółki akcyjnej postanowienia uzależniające ważność uchwał od uczestnictwa w walnym zgromadzeniu reprezentanta Skarbu Państwa dysponującego jedną imienną uprzywilejowaną akcją. Sąd Najwyższy w wyroku z dnia 30 września 2004 (sygn. akt IV CK 713/03) orzekł, że postanowienie takie, jako sprzeczne z art. 20 KSH, statuującym zasadę równego traktowania akcjonariuszy, jest nieważne. Przykłady uchwał sprzecznych z prawem jest wiele. Warto w tym miejscu przywołać wyrok z dnia 17 października 2007 r., w którym Sąd Najwyższy orzekł, że uchwała walnego zgromadzenia podjęta z uwzględnieniem głosów z akcji wykonanych wbrew zakazowi, o którym mowa w art. 89 ust. 1 lub 2 ustawy o ofercie publicznej, podlega zaskarżeniu w drodze powództwa przewidzianego w art. 425 § 1 k.s.h. (sygn. akt II CSK 248/07). Należy jed-

nak wskazać, że nie każda sprzeczność z ustawą umożliwia stwierdzenie przez sąd nieważności uchwały. W przypadku naruszenia ustawowych wymagań proceduralnych Sąd Najwyższy stoi bowiem na stanowisku, że art. 425 może mieć zastosowanie jedynie wówczas, gdy naruszenie to mogło mieć istotny wpływ na treść uchwały (wyrok Sądu Najwyższego z dnia 7 lipca 2007, sygn. akt II CSK 163/07).

Kto może zaskarżyć uchwałę?

Prawo do wytoczenia powództwa o uchylenie uchwały walnego zgromadzenia bądź też o stwierdzenie jej nieważności przysługuje zarządowi, radzie nadzorczej, poszczególnym członkom tych organów oraz akcjonariuszom spółki. Poniżej zaprezentowano procedurę, którą należy wykonać, aby móc skutecznie wytoczyć powództwo.

Konieczna rejestracja na WZ

Być może zabrzmiało to banalnie, ale w pierwszej kolejności należy zarejestrować się na walne zgromadzenie. Z uwagi,

iż akcje notowane na giełdzie są akcjami na okaziciela mającymi postać zdemateryalizowaną, przedstawiona zostanie jedynie procedura rejestracji akcjonariuszy posiadających akcje o takich właśnie cechach. Prawo uczestnictwa w walnym zgromadzeniu spółki publicznej mają wyłącznie osoby będące akcjonariuszami spółki na 16 dni przed datą walnego zgromadzenia (ang. „record date”). W celu wzięcia udziału w walnym zgromadzeniu należy w domu maklerskim zgłosić żądanie wystawienia imiennego zaświadczenia o prawie uczestnictwa w walnym zgromadzeniu. Dyspozycję tę

Nieważność uchwały może wystąpić, gdy uchwała jest sprzeczna z ustawą tj. nie tylko z przepisami kodeksu spółek handlowych, ale także każdego innego aktu prawnego

**Weź udział w cotygodniowym badaniu INI.
Zagłosuj na stronie www.sii.org.pl
i wygraj atrakcyjne nagrody!**



**Indeks
Nastrojów
Inwestorów**

**Uważam, że trend na giełdzie
przez następne 6 miesięcy
będzie:**

- wzrostowy
- boczny
- spadkowy

Głosuj



Zgłaszając sprzeciw należy zażądać, aby notariusz zaprotokołował oświadczenie, że głosowano przeciwko uchwale. Trzeba to zrobić bezpośrednio po podjęciu danej uchwały



można zgłosić osobiście, w formie pisemnej lub przez telefon, jeżeli dom maklerski udostępni taką usługę. Należy pamiętać, że można ją zgłosić nie wcześniej niż po ogłoszeniu o zwołaniu walnego zgromadzenia (26 dni przed rozpoczęciem obrad) i nie później niż w pierwszym dniu powszednim po dniu rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu. Informacja o prawie uczestnictwa w walnym zgromadzeniu zostanie przesłana przez dom maklerski do Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych, a stamtąd bezpośrednio do spółki. Przepisy nie nakładają obowiązku odbioru z domu maklerskiego imiennego zaświadczenia o rejestracji i okazania go w celu dopuszczenia do uczestnictwa w nim. Zdarza się jednak, że posiadanie oryginału tego dokumentu okazuje się pomocne w sytuacjach spornych.

Zgłoszenie sprzeciwu

Prawo do zaskarżenia uchwały walnego zgromadzenia do sądu przysługuje

akcjonariuszowi, który głosował przeciwko uchwale, a po jej powzięciu zażądał zaprotokołowania sprzeciwu (wymóg głosowania nie dotyczy akcjonariusza akcji niemej). Wnosząc powództwo do sądu powód musi wykazać, że zostały spełnione powyższe wymogi. Protokół z obrad walnego zgromadzenia zawiera zwykle tylko informacje o liczbie głosów oddanych za daną uchwałą, ile było sprzeciw, a ile się wstrzymało. Jak zatem udowodnić, że głosowaliśmy przeciw uchwale? Zgłaszając sprzeciw, należy zażądać, aby notariusz zaprotokołował nasze oświadczenie, że głosowaliśmy przeciwko uchwale oraz że zgłaszamy do niej sprzeciw. Trzeba zrobić to bezpośrednio po podjęciu danej uchwały, a więc przed przejściem do omawiania następnego punktu porządku obrad. Sprzeciw zgłoszony przedwcześnie (np. złożenie na początku obrad oświadczenia, że jesteśmy przeciwni wszystkim uchwałom) albo sprzeciw spóźniony (zgłoszony w momencie, gdy przewodniczący walnego zgromadzenia przeszedł już do

kolejnego punktu obrad) nie wywoła żadnych skutków prawnych i tym samym utracimy możliwość zaskarżenia uchwały.

Niedopuszczenie do udziału w WZ

Co jednak w sytuacji, gdy rejestracja na walne zgromadzenie została przez akcjonariusza dokonana prawidłowo, a mimo to nie został on dopuszczony do udziału w nim? Kodeks spółek handlowych stanowi, że akcjonariuszowi bezzasadnie niedopuszczonemu do udziału w walnym zgromadzeniu również służy prawo do zaskarżenia uchwały do sądu. Z sytuacją taką mamy do czynienia, gdy akcjonariuszowi bezzasadnie odmówiono prawa do uczestniczenia w zgromadzeniu, a także wtedy, gdy np. nie wpuszczono go na salę obrad zgromadzenia lub usunięto z niej, albo bezzasadnie uniemożliwiono mu wzięcie udziału w dyskusji lub głosowaniu (tak. J.Szwaja [w:] S.Sołtysiński, A.Szajkowski, A.Szumański, J.Szwaja, Kodeks spółek handlowych. Tom III. Komentarz str. 1285,

Zdj.: © gunnar3000, Kzenon, Alexey Klementiev - Fotolia.com



Warszawa 2008). Powyższe działania mogą stanowić podstawę do wytoczenia powództwa o stwierdzenie nieważności uchwał walnego zgromadzenia. Ponadto akcjonariusz bezzasadnie niedopuszczony do udziału w walnym zgromadzeniu może powoływać również wszelkie inne podstawy uzasadniające stwierdzenie nieważności uchwał lub ich uchylenie. W pewnych sytuacjach kodeks spółek handlowych, a także ustawa o ofercie publicznej, przewidują, że akcjonariusz nie może wykonywać prawa głosu z posiadanych akcji. Dotyczy to np. art. 6 i 413 KSH oraz art. 89 ustawy o ofercie publicznej. Wówczas niedopuszczenie akcjonariusza do głosowania jest w pełni uzasadnione. Tematyka ta wykracza jednak poza ramy niniejszego artykułu.

Nieobecność na WZ a prawo do sądu

Akcjonariuszowi, który był nieobecny podczas obrad walnego zgromadzenia, oprócz opisanego powyżej przypadku, prawo do zaskarżenia do sądu podjętych na nim uchwał przysługuje jeszcze tylko w dwóch sytuacjach: gdy walne zgromadzenie zostało zwołane w sposób wadliwy lub gdy podjęta została uchwała w sprawie nie objętej porządkiem obrad. Z pierwszą sytuacją mamy do czynienia wówczas gdy, np.: spółka w ogóle nie opublikowała ogłoszenia o zwołaniu walnego zgromadzenia, nie dochowała terminu opublikowania tego ogłoszenia, nie podała w ogłoszeniu szczegółowego porządku obrad lub nie

zamieściła na swojej stronie internetowej dokumentację, która ma być przedstawiona walnemu zgromadzeniu, a która jest istotna z punktu widzenia podejmowanych uchwał. Z drugą sytuacją mamy do czynienia, gdy akcjonariusze podczas walnego zgromadzenia wprowadzili do jego porządku obrad nowe punkty.

Powyższa regulacja ma przede wszystkim służyć ochronie akcjonariuszy przed podejmowaniem istotnych decyzji o spółce, a często i o nich - bez ich wiedzy. Łatwo sobie wyobrazić sytuację, w której grupa akcjonariuszy, chcąc przejąć władzę w spółce, zwołuje walne zgromadzenie, w ogóle nie informując o tym pozostałych akcjonariuszy, a następnie odwołuje na nim dotychczasową radę nadzorczą i ustanawia własną. Innym przykładem takiego bezprawnego działania może być sytuacja, w której część akcjonariuszy, korzystając z nieobecności pozostałych wprowadza do porządku obrad uchwałę o podwyższeniu kapitału zakładowego spółki w drodze emisji nowej serii akcji z wyłączeniem prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy, ale przy jednoczesnym skierowaniu tej emisji do podmiotu od nich zależnego. Skutkiem tej uchwały jest znaczne zmarginalizowanie pozycji akcjonariuszy nieobecnych na walnym zgromadzeniu na rzecz akcjonariuszy, którzy w nim wzięli udział. Gdyby nieobecni akcjonariusze wiedzieli, że na walnym zgromadzeniu ma zostać podjęta krzywdząca dla nich uchwała, niewątpliwie wzięliby w nią udział oraz głosowali przeciwko uchwa-

le, gdyby zaś nie udało im się jej odrzucić zapewne zgłosili by do niej sprzeciwu.

Termin do wytoczenia powództwa

Zamierzając zaskarżyć uchwałę walnego zgromadzenia spółki akcyjnej do sądu, należy bezwzględnie pamiętać o terminie w jakim można to uczynić. Upływ tego terminu skutkuje bowiem bezpowrotną utratą możliwości zaskarżenia krzywdzącej nas uchwały, zaś powództwo wniesione po terminie zostanie przez sąd odrzucone. W przypadku żądania stwierdzenia nieważności uchwały walnego zgromadzenia spółki publicznej jako sprzecznej z prawem termin do wytoczenia powództwa wynosi 30 dni od dnia jej ogłoszenia, nie później jednak niż w terminie roku od dnia powzięcia uchwały. Natomiast powództwo o uchylenie uchwały walnego zgromadzenia spółki publicznej należy wnieść do sądu w terminie miesiąca od dnia otrzymania wiadomości o uchwale, nie później jednak niż trzy miesiące od dnia powzięcia uchwały. **A**

Akcjonariuszowi bezzasadnie niedopuszczonemu do udziału w walnym zgromadzeniu również służy prawo do zaskarżenia uchwały do sądu

KOMENTARZ



dr Radosław L. Kwaśnicki
radca prawny, Partner
Zarządzający kancelarii
RKKW - Kwaśnicki,
Wróbel i Partnerzy

Machina prawna DO POPRAWKI

Samo „zaskarżenie” tj. wniesienie powództwa o stwierdzenie nieistnienia, nieważności lub uchylenia uchwały walnego zgromadzenia, nie jest w mojej ocenie zbyt trudne ani kosztowne (opłata od zaskarżenia jednej uchwały to 2 tys. zł). Niekiedy jednak - z uwagi na realny (czasami trwający latami) czas wyrokowania - to działanie może okazać się niewystarczające dla ochrony interesów akcjonariuszy lub spółki (np. wyrok stwierdzający nieważność zmian w radzie nadzorczej ergo przejęcia kontroli nad spółką, który zapada po trzech latach, a w międzyczasie nowa rada wybiera nowy zarząd, który - w najgorszym przypadku - celowo doprowadza

spółkę do ruiny). Z tego też względu zazwyczaj występuje się w takich przypadkach z wnioskiem o zabezpieczenie, który zawiera żądanie uregulowania przez sąd spornej kwestii na czas trwania postępowania (np. zakaz podejmowania uchwał przez radę nadzorczą, której „legalność” może budzić wątpliwości). Z ubolewaniem stwierdzam jednak, iż w ostatnim czasie ten, zakładający wysłuchanie tylko jednej strony (wnioskodawcy), instrument prawny jest niewłaściwie wykorzystywany, w tym nierzadko zastępuje wyrok (tj. „załatwia sprawę definitywnie”) a wszakże do tego nie służy. Aktualne, w odniesieniu do postępowania zabezpieczającego, jest zatem pytanie o granice ingerencji sądu w sporne - i (ustawowo) wymagające wysłuchania obydwu stron - kwestie, np. czy dopuszczalne jest zakazywanie przez sąd podejmowania uchwał bez udziału określonego akcjonariusza, albo też, gdy kwestia ta jest sporna i ma być dopiero rozstrzygnięta przez sąd w postępowaniu o ustalenie prawa. Zakazywanie lub nakazywanie dopuszczania do udziału w zgromadzeniu akcjonariusza, co do którego praw korporacyjnych istnieją poważne wątpliwości.



Nieruc - najwa





homości komercyjne źniejsza jest lokalizacja

Wywiad z Wojciechem Papierakiem, Prezesem Zarządu PHN S.A.



Akcjonariusz: Proszę w skrócie opisać, kiedy i jak powstał Polski Holding Nieruchomości.

Wojciech Papierak, Prezes Zarządu PHN S.A.: Sam Polski Holding Nieruchomości jest podmiotem bardzo młodym – powstał w ubiegłym roku w wyniku konsolidacji spółek należących do Skarbu Państwa, funkcjonujących już na rynku nieruchomości. Celem Skarbu Państwa było utworzenie jednej z największych w Polsce spółek posiadających i zarządzających nieruchomościami, jeszcze przed jej prywatyzacją. Choć historia samego holdingu nie jest długa, wszystkie podmioty wchodzące w skład grupy łączy długoletnie doświadczenie w zarządzaniu nieruchomościami – zarówno tymi o charakterze komercyjnym, jak i mieszkalnym. Najstarsza spółka, która weszła w skład grupy, czyli Dalmor, powstała przecież ponad pół wieku temu – w 1946 roku!

Proszę przedstawić główne filary strategii rozwoju spółki. Który segment działalno-

ści jest kluczowy dla rozwoju spółki? Na czym PHN będzie w przyszłości zarabiać? Nadrzędnym celem strategicznym jest dla nas uzyskanie pozycji największej spółki inwestycyjnej na rynku nowoczesnych nieruchomości komercyjnych w Polsce. Dlatego skupiamy się na realizacji projektów inwestycyjnych, dzięki którym udział nowoczesnych powierzchni biurowych, handlowych i logistycznych w naszym portfelu, wzrośnie w ciągu kilku lat do około 80 procent. Polski Holding Nieruchomości już od dłuższego czasu koncentruje działalność na wspomnianych segmentach rynku. Nawiasem mówiąc stabilna pozycja Polskiego Holdingu Nieruchomości opiera się przede wszystkim na przychodach z czynszów pochodzących z nieruchomości biurowych lub wykorzystywanych na cele biurowe. Spółka posiada szereg bardzo ważnych i dobrze zlokalizowanych nieruchomości – przede wszystkim w Warszawie, ale także w innych dużych miastach Polski. Przykładem niech będą dwie nieruchomości stołeczne, czyli „Świętokrzyska 36” w segmencie biurowym oraz „Bartycka”,

będąca powierzchnią handlową. Funkcje logistyczne, biurowe i handlowe łączy z kolei „Dalmor Port Rybacki” w Gdyni, a w segmencie logistycznym idealnym przykładem jest projekt realizowany we Wrocławiu. Oprócz planowanych przez spółkę inwestycji, Polski Holding Nieruchomości angażuje swój kapitał także w odnawianie, rewitalizację i podnoszenie standardu posiadanych nieruchomości.

Które aktywa PHN są w Pańskiej ocenie najbardziej wartościowe i kluczowe dla rozwoju Grupy?

Śmiało można powiedzieć, że obecnie najbardziej wartościowe, z istniejących aktywów w segmencie powierzchni komercyjnych to 12 kluczowych nieruchomości. 10 z nich znajduje się w Warszawie, gdzie nawiasem mówiąc, usytuowane jest ponad $\frac{3}{4}$ portfela Polskiego Holdingu Nieruchomości. Wśród najważniejszych nieruchomości znajdują się zlokalizowane w centrum stolicy budynki biurowe „Stawki 2” (budynek Intraco), czy „Jana Pawła II 12” (Kaskada). Pozostałe dwie nieruchomości pozawarszawskie, czyli „Podwale” oraz „Dalmor Port Rybacki” mieszczą się odpowiednio we Wrocławiu i Gdyni. Nawiązując do poprzedniego wątku warto zwrócić uwagę, że wszystkie kluczowe aktywa mają charakter komercyjny, a zdecydowana większość to powierzchnie biurowe lub wykorzystywane na cele biurowe. Wyjątek stanowią warszawska „Bartycka”, gdzie obecnie znajduje się największe w Polsce budowlane centrum handlowe oraz łączący funkcje logistyczne, biurowe i handlowe - gdyński „Dalmor Port Rybacki”.

Jaka jest łączna powierzchnia niezabudowanych nieruchomości należących do grupy kapitałowej? Proszę przybliżyć charakter tych nieruchomości, a także łączną możliwą do wybudowania powierzchnię użytkowo-mieszkalną wynikającą z posiadanych gruntów?

W skład portfela Polskiego Holdingu Nieruchomości wchodzi 37 niezabudowanych gruntów o łącznej powierzchni ponad 1.150 ha. Będą one przeznaczone na różnorodne inwestycje obejmujące zarówno realizację komercyjnych projektów, jak i zabudowę nowych mieszkań lub będą sprzedane. Podkreślam jednak, że strategicznym priorytetem są dla nas nowoczesne powierzchnie biurowe, handlowe i logistyczne. Dlatego zakładamy, że jeśli chodzi o charakter planowanych inwestycji, udział powierzchni innych niż komercyjne wśród naszych aktywów, będzie w przyszłości



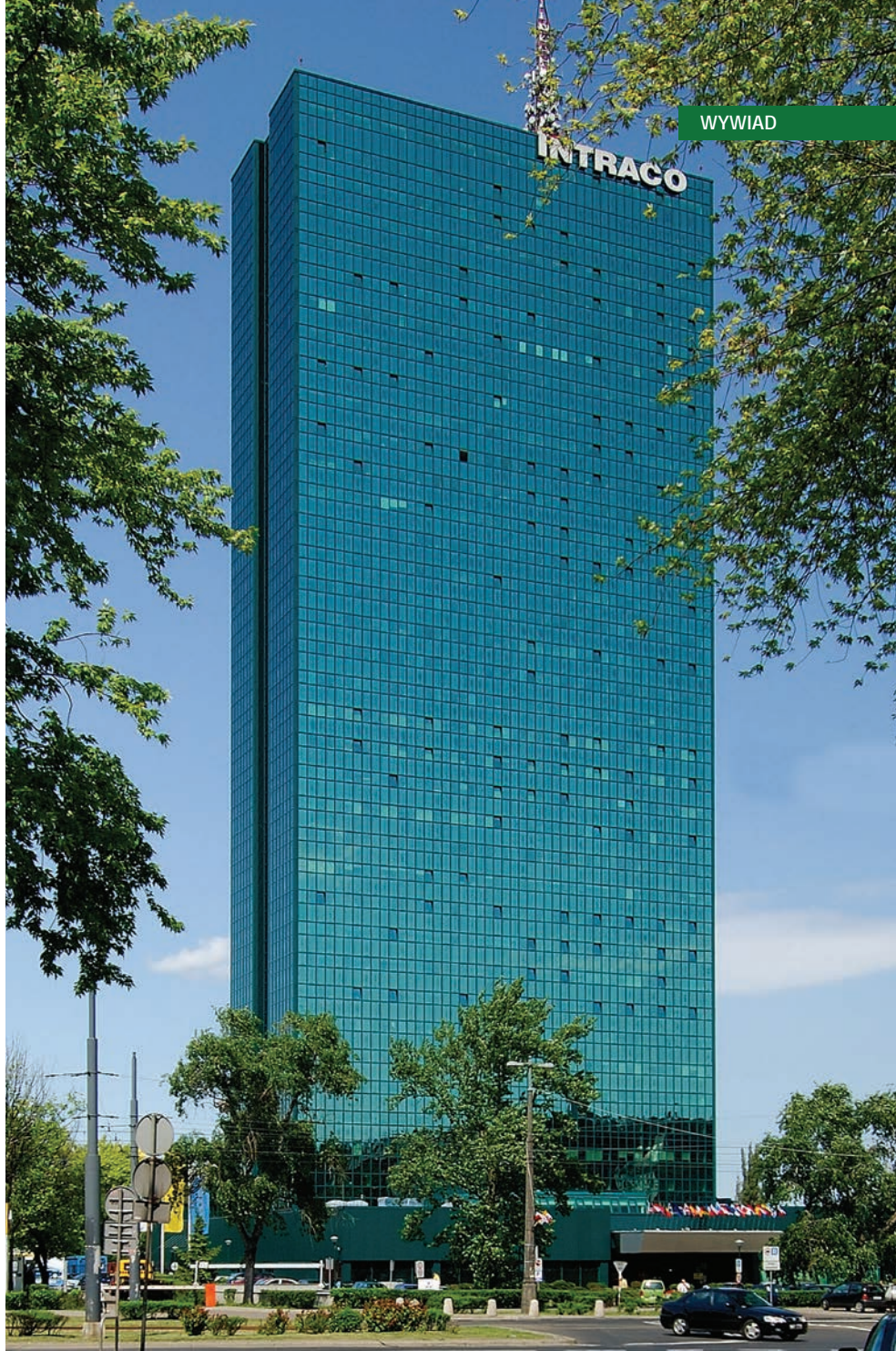
sukcesywnie malał. Dotyczy to m.in. tej części gruntów, obejmującej realizowane lub zakończone projekty mieszkaniowe, które obejmuje plan dezinwestycji.

Spółka posiada ponad 7 hektarową działkę w Warszawie przy ulicy Bartyckiej, gdzie obecnie znajduje się centrum handlowe budownictwa. Czy istnieją plany zmiany zagospodarowania tych gruntów?

Ze względu na zajmowany obszar, „Bartycka” już teraz jest swoistym ewenementem na skalę ogólnopolską – jest największym w naszym kraju centrum handlowym budownictwa. Charakter inwestycji ulegnie jednak zmianie. Docelowo „Bartycka” stanowić będzie potężny kompleks wystawienniczo-handlowy z zapleczem usługowym, który zajmie powierzchnię użytkową ok. 60.000 m². Podobnie jak w przypadku innych naszych inwestycji, wartość „Bartyckiej” wynika przede wszystkim z lokalizacji. Nieruchomość znajduje się w dzielnicy Mokotów – i jest oddalona zaledwie o kilkaset metrów od ul. Czerniakowskiej, stanowiącej jedną z głównych arterii Warszawy. Przewidujemy, że projekt będzie realizowany w dwóch fazach, ponieważ częściowe utrzymanie bieżącej funkcji wystawienniczej umożliwi łatwiejszą komercjalizację projektu i zapewni przychody w fazie budowy. Pierwsza faza realizacji powinna rozpocząć się w 2014 roku, a druga – rok później. Planowo całość projektu ma zostać ukończona w 2017 roku.

PHN jest w trakcie budowy biurowca przy ulicy Foksal 10a w Warszawie. Czy strategia spółki zakłada sprzedaż, czy wynajem obiektu?

Biurowiec „Foksal 10A” w Warszawie, którego realizacja rozpocznie się jeszcze w tym roku, będzie przeznaczony pod wynajem. Jest to inwestycja szczególna pod wieloma względami. Na niewielkim gruncie zaplanowana jest budowa nowoczesnego obiektu biurowego w standardzie klasy A, którego powierzchnia użytkowa wynosić będzie ponad 3.000 m². Również tu ogromnym atutem jest lokalizacja, ponieważ nieruchomość znajduje się w ścisłym, historycznym i biznesowym centrum stolicy. „Foksal 10A” to perełka również pod względem architektonicznym – siedmio-kondygnacyjny, wykonany wysokiej klasy materiałami budynek wyróżniać się będzie na tle okolicznej zabudowy. Obiekt łączy zalety prestiżowej lokalizacji i atmosfery prywatności. Zadbaliśmy także o nowoczesne rozwiązania technologiczne, które pozwolą na znaczące obniżenie kosztów eksploatacyjnych.



Ile nowych tego typu projektów jest w planach grupy kapitałowej na najbliższe lata? Jakimi kryteriami spółka kieruje się podejmując tego typu inwestycje?

Obecnie w programie inwestycyjnym grupy znajduje się kilkanaście potencjalnych projektów komercyjnych. Wszystkie polegają na zabudowie działek lub zastąpieniu istniejących już obiektów budowlanych nowymi projektami inwestycyjnymi. Dodatkowo przeprowadzane są szczegółowe analizy prawne i techniczne dotyczące istotnych inwestycji PHN – nieruchomości znajdujących się przy Al. Wilanowskiej 372

w Warszawie, czy budynków na terenie Portu Rybackiego w Gdyni. Plany dotyczące kolejnych projektów zależą od wielu różnych czynników takich jak zakładany model biznesowy, przebieg realizacji inwestycji czy zapewnienie ewentualnego finansowania zewnętrznego.

Czy spółka dopuszcza możliwość realizowania nowych inwestycji z innymi partnerami w ramach joint-venture?

Oczywiście. Wśród naszych celów jest utrzymanie konserwatywnej strategii finansowania, którą będziemy realizować



poprzez pozyskiwanie partnerów biznesowych do realizacji wspólnych przedsięwzięć. Ich udział w ramach spółek joint venture umożliwi nam czerpanie korzyści ze specjalistycznego know-how, wykorzystywanie finansowania zewnętrznego, jak również ułatwi komercjalizację projektu i wspólne prowadzenie działań marketingowych. Zakładamy, że w ramach współpracy PHN, jako właściciel będzie wносił nieruchomość do projektu oraz monitorował realizację inwestycji.

Z jakich źródeł będą pochodzić środki na potencjalne inwestycje?

Po pierwsze kondycja PHN umożliwia dostęp do różnych źródeł finansowania zewnętrznego. Wpływają na nią m.in. posiadane wolne środki na koncie, stabilne przychody z działalności operacyjnej oraz znaczną wartością bilansową nieobciążonych aktywów. Środki będą pozyskiwane także ze

stopniowej w sprzedaży niektórych nieruchomości - niezwiązanych z docelowym profilem działalności grupy w ramach programu - dezinvestycji – przychody ze sprzedaży zostaną w części wykorzystane na realizację programu inwestycyjnego.

Proszę przybliżyć sytuację ekonomiczną spółki, a także jej perspektywy finansowe na bieżący rok?

Polski Holding Nieruchomości jest grupą działającą na rozwijającym się i perspektywicznym rynku nieruchomości komercyjnych oraz właścicielem wielu atrakcyjnych nieruchomości komercyjnych, w prestiżowych lokalizacjach. Z uwagi na ograniczenia prawne, nie możemy na obecnym etapie szczegółowo wypowiadać się na temat perspektyw finansowych.

Jak ocenia Pan perspektywy rozwoju branży deweloperskiej w Polsce?

Zgodnie z przewidywaniami ekspertów, spodziewamy się dalszego wzrostu w sektorze nieruchomości komercyjnych. W związku ze zwiększającym się zapotrzebowaniem na dobre powierzchnie biurowe, nasz rynek jest uznawany za interesujący i na tle regionu Europy Centralnej, wyróżnia się znaczącą dynamiką wzrostu. Szczególnie perspektywnym miejscem na mapie naszych nieruchomości jest Warszawa, która według badania przeprowadzonego przez CBRE wśród międzynarodowych inwestorów na rynku nieruchomości w I kwartale 2012 r. zajęła 2 miejsce w rankingu najbardziej atrakcyjnych miast europejskich – została wyprzedzona jedynie przez Londyn. Rodzimy rynek charakteryzuje się też relatywnie niską marżą CDS, co oznacza niskie ryzyko kredytowe. Nie zapominajmy, że nasz kraj sam w sobie jest inwestycyjnie atrakcyjny z powodu mocnych fundamentów ekonomicznych, stabilnego wzrostu PKB oraz niskiej inflacji. **A**



Grupa PHN

Grupa Polskiego Holdingu Nieruchomości jest jednym z największych pod względem wartości portfela podmiotów w sektorze nieruchomości komercyjnych w Polsce. PHN ma wieloletnie doświadczenie zarówno w zarządzaniu nieruchomościami, jak i w realizacji projektów deweloperskich. Grupa dysponuje działkami oraz obiektami na terenie całej Polski (m.in. w Warszawie, we Wrocławiu, w Gdańsku i Gdyni).

Grupa PHN powstała w 2011 r. w wyniku konsolidacji spółek należących do Skarbu Państwa i prowadzących działalność w sektorze nieruchomości w Polsce lub posiadających w swoim portfelu dobrze zlokalizowane obiekty mające potencjał do realizacji projektów inwestycyjnych lub przebudowy już istniejących.

Do kluczowych obiektów należących do Grupy Polskiego Holdingu Nieruchomości należą w szczególności: Świętokrzyska 36 (vis a vis najbardziej prestiżowego obecnie biurowca w Warszawie - przy Rondzie ONZ), centrum handlowo-usługowe przy Bartyckiej 26 (blisko centrum Warszawy), wieżowiec „Intraco” przy Stawki 2, biurowiec „Kaskada” przy Jana Pawła II 12 oraz „Dalmor Port Rybacki” w Gdyni. Ponadto Grupa realizuje obecnie między innymi budowę nowoczesnego biurowca przy Foksal 10A w Warszawie, a we Wrocławiu SEGRO Industrial Park Wrocław, powstający w joint venture z międzynarodowym deweloperem SEGRO.





Portfel SII

Inwestuj z nami
realne 20 tysięcy złotych
poprzez realny rachunek
brokerski

**Nadsyłaj propozycje kolejnych
spółek do Portfela SII
i wygrywaj atrakcyjne
nagrody!**

Portfel SII to:

- praktyczne szkolenie z inwestowania
- zarządzanie i kontrolowanie portfela papierów wartościowych w praktyce
- analizy papierów wartościowych
- wiedza niezbędna do samodzielnego inwestowania

www.sii.org.pl/portfel

Partnerem projektu Portfel SII
jest Biuro Maklerskie Alior Banku





W poszukiwaniu **dywidendy** na GPW

Dywidenda wypłacana z zysku netto spółki jest drugą, obok zmian kursu akcji formą czerpania dochodów kapitałowych przez akcjonariuszy. Nie jest tajemnicą, iż regularne płatności dywidendowe to domena rozwiniętych rynków kapitałowych. Na taki stan rzeczy składa się przede wszystkim stopień dojrzałości danej gospodarki, a tym samym faza życia przedsiębiorstwa.

■ Krzysztof Górka, Certus Capital



Do wypłat dywidendy predestynowane są zatem przede wszystkim międzynarodowe korporacje o korzeniach w wysokorozwiniętych krajach Europy Zachodniej, Ameryki Płn. i Japonii. Wspólnym mianownikiem spółek typu value stock są długa historia istnienia, silna pozycja rynkowa, relatywnie ograniczone potrzeby inwestycyjne i ogromne poziomy przychodów, które nawet przy przeciętnej marży netto pozwalają generować pokaźny wynik końcowy. ➔





Te czynniki pozwalają każdego roku prognozować przewidywalne zyski, jednak aby zostały one spieniężone, potrzeba jeszcze jednego elementu – woli, tudzież przyzwolenia akcjonariuszy na wypłatę dywidendy. Nie bez znaczenia w tym kontekście pozostaje zatem kwestia płynności danego parkietu, jak i samej spółki oraz oderwanie (lub jego brak) struktur właścicielskich od struktur zarządzających danym przedsiębiorstwem. W tym aspekcie korporacje o wieloletniej historii obecności na rynkach kapitałowych różnią się często dość zasadniczo od niewielkich firm o rodowodzie firmy rodzinnej. W sytuacji, kiedy dawcy kapitału mogą być wynagrodzeni tylko poprzez dywidendę - jak to na ogół ma miejsce w blue chipach - presja ku temu, aby wypłacać choć część zysku netto jest duża. W małych firmach znaczącymi akcjonariuszami są na ogół pierwotni właściciele-założyciele aktywnie zaangażowani w działalność operacyjną, dla których wynagradzanie siebie poprzez dywidendę często oznacza konieczność dwukrotnego opodatkowania środków wygenerowanych przez spółkę (na poziomie spółki – CIT oraz na poziomie osoby fizycznej – podatek od dochodów kapitałowych). Korzystniejszym w tym przypadku rozwiązaniem wydaje się być zatem wypłata wynagrodzenia, traktowanego jako księgowy koszt przedsiębiorstwa. W takim scenariuszu cierpią jednak akcjonariusze pasywni, nie uczestniczący w działalności operacyjnej firmy.

Blue chipy na celowniku

Zależność polityki dywidendy od cyklu życia przedsiębiorstwa znajduje potwierdzenie zarówno na największych rynkach giełdowych, jak i lokalnych parkietach. Od tej reguły występują wprawdzie wyjątki, jednak w długoterminowym ujęciu globalnym poszukiwania źródeł dywidendy należy rozpocząć od blue chipów. Przenosząc powyższe założenia i pokutujące przekonania na grunt polski, można szybko dojść do prostego wniosku, że wypłaty z zysku powinny być domeną podmiotów z WIG20. Sprawdźmy jednak, czy aby na pewno tak jest.

Analizie zostały poddane spółki notowane na rynku regulowanym GPW. Nie były brane pod uwagę podmioty z NewConnect z racji historii obecności na rynku kapitałowym (na ogół dość krótkiej), specyfiki działalności (często kapitałochłonnej, polityka reinwestowania w rozwój), stopnia dojrzałości (większość w fazie seed, start-up i growth, gdzie trudno o pokaźne zyski), a także struktury właścicielskiej (członkowie zarządu/rady nadzorczej często są też głównymi akcjonariuszami – problem braku oderwania struktury właścicielskiej od kadry menedżerskiej). Badaniu poddane zostały lata 2008 - 2011. Tak sformułowany zakres podmiotowy i czasowy powinien pozwolić odpowie-

Tab. 1 *Spółki notowane na GPW w Warszawie S.A., które w ciągu ostatnich 4 lat corocznie wypłacały dywidendę*

Action	Elektrobudowa	Kruszwica	Śnieżka
Apator	Elektrotim	Macrologic	Stalprodukt
Asseco Poland	Emperia Holding	Mostostal Płock	Stalprofil
ATM Grupa	Eurocash	PGNiG	Telekomunikacja Polska
Będzin	Eurotel	PKO BP	
Dębica	Hydrotor	Polimex-Mostostal	TVN
Decora	Infovide-Matrix	Zakłady Azotowe Puławy	TUP
Dom Development	KGHM Polska Miedź		Wawel
Drop	Kogeneracja	Qumak-Sekom	Grupa Żywiec
Efekt	Kredyt Inkaso	Radpol	

Źródło: www.gpw.pl



W polityce dywidendowej, korporacje o wieloletniej historii obecności na rynkach kapitałowych różnią się często dość zasadniczo od niewielkich firm o rodowodzie firmy rodzinnej

dzień na pytanie, które spółki są historycznie przewidywalnymi płatnikami dywidendy. Pozytywna odpowiedź na to pytanie nabiera szczególnego znaczenia w sytuacji, gdy inwestujemy długoterminowo. Traktując inwestycje w akcje jako rodzaj lokaty kapitału, gdzie naturalnie oczekujemy wzrostów kursu, jednak zważywszy na ogólną koniunkturę nie zawsze jest to realne, wypłaty dywidendy mogą rekompensować spadki notowań, a przy wyborze odpowiedniego momentu dezinvestycji znacząco podnieść ostateczną stopę zwrotu na danym walorze.

Poszukiwania dywidendy wśród spółek z GPW warto rozpocząć od pewniaków. Do tej kategorii można zakwalifikować podmioty, które na przestrzeni ostatnich 4 lat co roku dzieliły się zyskiem z inwestorami. Zaskakująco liczna grupa 37 przedsiębiorstw spełnia powyższe kryterium. Jest to osiągnięcie tym bardziej wartościowe, że w trakcie ostatniego pięciolecia przez rynki finansowe przetoczyły się dwa kryzysy, wywołane przez bańkę rynku nieruchomości w USA oraz falę problemów budżetowych krajów Europy Południowej. 37 sumiennych płatników dywidendy pozostało jednak niewzruszonych na pogarszającą się koniunkturę. Jakie wspólne cechy mają zatem wymienieni poniżej emitenci?

W grupie tej znajduje się zaledwie 6 członków obecnego składu WIG20. Kryterium przynależności do indeksu blue chipów okazuje się być niemiernorodne. Wśród płatników dywidendy są przedsiębiorstwa o kilkunastomilionowej, jak i wielomiliardowej kapitalizacji – wartość rynkowa nie daje zatem jednoznacznej odpowiedzi. Trudno również wskazać dominującą branżę, czy szerszy sektor gospodarki, z którego miałyby pochodzić ww. spółki. Odpowiedzią nie jest też podstawowe kryterium rentowności – wszystkie spółki wygenerowały na przestrzeni 5 lat zyski, jednak takowych na giełdzie było znacznie więcej.





Pewną wskazówką może być natomiast pozycja rynkowa i poziom barier wejścia do danej branży. Wśród 37 płatników dywidendy łatwo wskazać podmioty, które albo operują na rynkach oligopolistycznych o trudnej do zachwiania strukturze, albo ich specyfika działalności jest na tyle unikalna, że możliwości wystąpienia lokalnej konkurencji cenowej są ograniczone lub też całkowicie niemożliwe. Bycie liderem w tych warunkach jest zatem nie tyle efektem zwycięstwa w ostrej rywalizacji z konkurentami, co historycznym skutkiem nałożenia się na siebie całego szeregu czynników, które niekoniecznie wynikały z działania niewidzialnej ręki rynku. Operowanie w takich warunkach nie zmusza firm do prowadzenia restrykcyjnej strategii finansowej, co przekłada się na więk-

szą skłonność do dzielenia się zyskiem. Poza relacją rynkową warto rzucić nieco światła na strukturę akcjonariatu. 37 dywidendowych prymusów można zakwalifikować do kilku kategorii właścicielskich.

Po pierwsze, gdzie Skarb Państwa - tam sowe dywidendy

Nie jest to żadnym zaskoczeniem, mając na uwadze fakt, iż w trakcie procesów prywatyzacyjnych ostatnich 20 lat rządzący zadbali o to, aby najcenniejsze aktywa pozostały przynajmniej w części w rękach polskiego Państwa. Dziś przedsiębiorstwa te służą swoim zyskami do delewarowania sektora publicznego i uzupełniania niedoborów budżetowych właśnie poprzez transfer dywidend. Drugą grupę stanowią podmioty o rozproszonym akcjonariacie. W ich przypadku nierzadko największy pakiet akcji należy do inwestora finansowego (TFI, OFE, zagraniczny fundusz), któremu wypłaty z zysku netto pozwalają realizować założoną stopę zwrotu. Trzecią charakterystyczną grupę stanowią dojrzałe podmioty, nabyte przez zagranicznych właścicieli (często branżowych) w drodze przejść czy procesów prywatyzacyjnych. Cechuje je dobra kondycja finansowa, zaplecze w postaci silnego międzynarodowego partnera i stabilna pozycja rynkowa będąca nieraz spuścizną epoki komunizmu. Te czynniki minimalizują ryzyko utraty płynności finansowej, a co za tym idzie spółka może aspirować do

miana dojrzałej krowy. Za plecami regularnych płatników dywidendy uplasowało się grono 36 emitentów, którzy w ciągu 4 lat 3-krotnie dokonywali wypłat z zysku netto. 2 razy na dywidendę mogli liczyć akcjonariusze 37 podmiotów, a jednokrotnie miało to miejsce w przypadku 75 przedsiębiorstw.

Innym wskaźnikiem przyjętym do zmierzenia wartości spółek jako płatników dywidendy w analizowanym okresie, była skumulowana stopa dywidendy w okresie 2008 - 2011, rozumiana jako suma stóp dywidendy w kolejnych latach. Jego interpretacja może być różna, jednak przy pominięciu zmian kursu akcji w prostej linii, jest on odpowiedzią na pytanie, w jakiej części kupno waloru zwróciło się tylko z wypłat dywidendy.

Kawa na ławę

Żaden z 432 emitentów w obrocie na koniec kwietnia br. nie wygenerował na przestrzeni ostatnich 4 lat skumulowanej stopy dywidendy na poziomie 100% lub więcej. Krótko mówiąc, inwestycja w żadną z akcji nie zwróciła się tylko i wyłącznie z dywidendy*. Były jednak spółki, które poprzez wypłaty z zysku netto pozwoliły zarobić inwestorom na co najmniej 1/4 ceny akcji. W grupie tej znalazło się 16 podmiotów:

Tab. 2	Spółki o najwyższej skumulowanej stopie dywidendy (%) w latach 2008 - 2011	
	KGHM Polska Miedź	55,40
	Pfleiderer Grajewo	42,20
	Polska Grupa Odlewnicza	35,90
	Telekomunikacja Polska	35,60
	Elektrotim	34,90
	Pekaes	34,10
	Grupa Żywiec	34,00
	Novita	28,10
	Resbud	27,10
	Eurotel	27,10
	Hardex	26,40
	Macrologic	25,90
	ATM Grupa	25,80
	Stomil Sanok	25,60
	Mostostal Płock	25,50
	Intrtol	25,10

Źródło: Opracowanie własne na podst. www.gpnp.pl

Traktując inwestycje w akcje jako rodzaj lokaty kapitału, wypłaty dywidendy mogą rekompensować spadki notowań, a przy wyborze odpowiedniego momentu dezinvestycji znacząco podnieść ostateczną stopę zwrotu na danym walorze



Wśród ww. spółek można wskazać dwie specyficzne grupy:

- grono regularnych płatników (3 lub 4 razy wypłacona dywidenda w ciągu 4 lat) - KGHM, TP SA, Elektrotim, Pekaes, Grupa Żywiec, Novita, Eurotel, Hardex, Macrologic, ATM Grupa, Stomil Sanok, Mostostal Płock i Introl
- grupa firm, które wypłaciły jednorazową, hojną dywidendę - Pfeleiderer Grajewo, Resbud i Polska Grupa Odlewnicza.

W 2011 roku stopę dywidendy powyżej 10% zaoferowało 14 spółek. Wśród niżej przedstawionych można wyróżnić 3 specyficzne grupy:

- etatowe dojne krowy (Pekaes, ATM Grupa, Novita, KGH)
- podmioty niedawno debiutujące (Polska Grupa Odlewnicza, Libet, Rank Progress, K2 Internet, AC, Idea TFI), dla których wypłata z zysku netto może mieć charakter uwiarygodnienia w oczach rynku,
- podmioty powracające do polityki podziału zysku po latach w wyniku poprawy rentowności, tudzież jednorazowych wydarzeń (Pragma Faktoring, Pelion, Famur, Budimex)

Strategia inwestowania w spółki dywidendowe, tak cenna w otoczeniu spadkowym, może być stosowana w przypadku dość licznej grupy podmiotów. Kwestią otwartą pozostaje pytanie, które z nich stawiają na szali dalszy rozwój działalności kosztem obecnych profitów dla akcjonariuszy. Wątpliwości, które pozornie powinny dotyczyć przede wszystkim mniejszych przedsiębiorstw, w obecnej konfiguracji gospodarczej mogą już za chwilę dotknąć również największych. Problem adekwatności kapitałowej (banki), ogromne potrzeby inwestycyjne energetyki, malejące zamówienia infrastrukturalne sektora publicznego (budownictwo), czy wciąż niejasny kształt unijnego budżetu na okres 2014-2020 r. - to przesłanki ku zasadniczej zmianie polityki dywidendy wśród wielu spółek notowanych na GPW. W międzyczasie powinni pojawić się jednak następcy - firmy, które dziś intensywnie inwestują, w przyszłości zapewniej będą chciały ska-

Nacisk ze strony akcjonariuszy na wypłaty może być tym większy, im słabsze wzrosty wartości rynkowej będziemy obserwować

pitalizować zyski, a nacisk ze strony akcjonariuszy na wypłaty może być tym większy, im słabsze wzrosty wartości rynkowej będziemy obserwować. Świadomość istnienia powyższych cykli inwestycyjno-kapitalizacyjnych, połączona z analizą historycznych powtarzalności w polityce dywidendy poszczególnych emitentów, powinny przynieść udane efekty w przewidywaniu corocznych decyzji o podziale zysków, a tym samym podnieść wartość inwestycji giełdowych graczy. **A**

Tab. 3 Spółki o najwyższej stopie dywidendy (%) w 2011 r.

Polska Grupa Odlewnicza	35,9
Pragma Faktoring	24,3
Pelion	22,9
Libet	18,0
Famur	16,8
Pekaes	16,5
ATM Grupa	15,1
Novita	13,4
Budimex	11,5
Rank Progress	11,3
K2 Internet	11,2
AC	11,0
KGHM Polska Miedź	10,7
Idea TFI	10,0

Źródło: Opracowanie własne na podst. www.gnuapl

Stopy dywidendy na poziomie 10% i więcej, w 2011 r. były niewątpliwie wartościowym narzędziem minimalizacji ogólnych strat. Skłonność do dzielenia się zyskiem przy pogarszającej się koniunkturze makro nabiera jeszcze większej wartości, kiedy weźmiemy pod uwagę ogólny rosnący poziom zatorów płatniczych w gospodarce i rosnące ryzyko braku płynności przedsiębiorstw.



Zdj.: © LUCKAS Kommunikation, Joachim Wendler, Tom Wang, Sergey Ilin, Tom - Fotolia.com



Im gorzej, tym lepiej

Zakończenie pierwszego kwartału tego roku dużymi zwyczajami indeksów, nie zwiastowało oczywiście początku hossy. W drugim kwartale czekanie na wybory w Grecji i we Francji, wpływało nieco negatywnie na zachowanie rynków. Poza tym, gracze (oprócz obaw o dane makro i wybory) przejęli się powiedzeniem „sprzedaj w maju i uciekaj”.

■ Piotr Kuczyński, Xelion Doradcy Finansowi

Na tle innych rynków - GPW wyglądała bardzo słabo. Można chyba spokojnie powiedzieć, że była jednym z najgorszych rynków na świecie. Brak kapitału i trwający od lata zeszłego roku trend boczny - tak skutecznie zniechęcił inwestorów, że w hossie pierwszego kwartału prawie nie uczestniczyliśmy, ale w spadkach drugiego kwartału skwapliwie wzięliśmy udział.

W pierwszym kwartale, GPW na tle innych rynków wyglądała bardzo słabo – jako jeden z gorszych rynków na świecie

W maju właśnie uwaga skupiła się na wyniku wyborów w Grecji i we Francji. Uważam, że negatywnego znaczenia dla rynków, nie miała wygrana przez socjalistę Francois Hollande'a wyborów prezydenckich we Francji. Z tym rynki się już pogodziły, bo przed wyborami nie było nawet jednego sondażu, który dawałby szansę Nicolasowi Sarkozyemu. Poza tym, nie taki Hollande straszny – nawet w jego zapowiedziach nie było widać wielkich zagrożeń. Jest politykiem głównego nurtu. Wygrał potyczkę z Nicolasem Sarkozy, czeka go bitwa z rynkami finansowymi (jeśli będzie chciał naprawdę skrócić w lewo, w co wątpię), a i tak za kilka laty wojnę wygra ulica. Widać to było wyraźnie właśnie w Grecji, gdzie sytuacja jest fatalna. Tam wyborcy ukarali PASOK i Nową Demokrację za podpisanie wbrew woli elektoratu porozumień z „trojką” (MFW, KE, ECB). Ukarał tak mocno, że drugie miejsce zajął Radykalny Front Lewicy SYRIZA pod wodzą Alexisa Tsiprasa. Nie udało się utworzyć rządu i Grecję czekały w czerwcu nowe wybory.

Może się okazać, że te ponowione wybory dadzą zwycięstwo właśnie partii Tsiprasa. Jego bojowe wypowiedzi i czekanie na wybory (17. czerwca), zachęciły właściwie wszystkie greckie partie do wspomnienia przynajmniej o renegocjacji memorandum, podpisanego z „trojką” nakazującego przeprowadzenie cięć i prywatyzacji, które Grekom się nie mogły spodobać.

Instytut Finansów Międzynarodowych szacuje, że wyjście Grecji ze strefy euro kosztowałoby ją 1000 miliardów euro, na co strefa przygotowana nie jest. Nie wiem, jak IIF to wyliczył, ale wydaje się to być szacunkiem zawyżonym. Nie ulega jednak wątpliwości, że to wcale nie bankructwo Grecji i powrót tego kraju do drachmy spędza sen z oczu politykom i inwestorom. Boją się najbardziej uruchomienia efektu domina. Upadek Grecji dałby sygnał do ataku spekulantów na Hiszpanię i Włochy.

Nadal uparcie twierdzą, że jedynym sensownym rozwiązaniem jest pozwolenie Grecji na wyjście ze strefy euro oraz (w tym samym czasie), podjęcie przez ECB decyzji o nieograniczonym skupie obligacji zagrożonych krajów strefy. Bez takich rozwiązań, wcześniej czy później dojdzie do pięknej (z filmu „Grek Zorba”) katastrofy. Podobne tezy głosił w maju Jacek Rostowski, minister finansów. Ma w stu procentach rację.

Do czasu wyborów w Grecji (17.06) będzie trwała psychologiczna wojna z greckim społeczeństwem, mająca na celu wystraszenie go perspektywą wyjścia ze strefy euro. Inwestorzy mogą liczyć na to, że wystraszeni Grecy (70-80 procent chce pozostania tego kraju w strefie euro) zgłoszą w czerwcu „właściwie”, czyli tak, żeby za cenę niewielkich ustępstw obie strony ogłosiły sukces. Nie wykluczam tego scenariusza. W połowie maja nastąpiła zmiana lidera sondaży - zdecydowanie przeprowadziła Nowa Demokracja, co dawało

nadzieję na koalicję z PASOK.

Wszystko zależy teraz od tego, jakie decyzje podejmą politycy. Naprzeciwko siebie w tej „chicken game” pędzą elektoraty (nie tylko greckie), które nie chcą drakońskich oszczędności i politycy (nie tylko niemieccy), którzy ratunek widzą tylko w oszczędnościach. Ktoś musi złagodzić stanowisko. Francois Hollande naciska na Niemcy, żeby zmusić Europę do zrezygnowania z kierunku wyłączenia na oszczędności – chce promować rozwój dający miejsca pracy. Tym jednak rynki za bardzo się nie przejmą.

W zasadzie można rozważać dwa scenariusze. Pierwszy (bardziej prawdopodobny) to taki, w którym wystraszeni wojną psychologiczną Grecy wybiorą „właściwie”, czym przedłużą agonię, a rynki za parę tygodni (miesiące, dni – niepotrzebne skreślić) zajmą się na przykład Hiszpanią. Drugi, w którym Grecy wybiorą tak, że wystraszą do końca rynki i polityków. Ten scenariusz jest mniej prawdopodobny, ale za to optymalny. Wystraszeni politycy bardzo szybko wymusiłoby na ECB deklarację skupu obligacji i na dłuższy czas (co najmniej rok) kryzysy zniknęłyby z radarów, a indeksy pogalopowałyby na północ. **A**



Uwaga!

To co widzisz to tylko
wybrane artykuły
z numeru 2/2012.

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