

## IDŹ DO:

- ▶ Spis treści
- ▶ Przykładowy rozdział

## KATALOG KSIĄŻEK:

- ▶ Katalog online
- ▶ Zamów drukowany katalog

## CENNIK I INFORMACJE:

- ▶ Zamów informacje o nowościach
- ▶ Zamów cennik

## CZYTELNIA:

- ▶ Fragmenty książek online

Do koszyka



Do przechowalni

Nowość

Promocja

## NewConnect — nowa szansa na duże zyski

Autor: Adam Jagielnicki  
ISBN: 978-83-246-1988-7  
Format: A5, stron: 232



### Nowa nadzieja na GPW

- Specyfika rynku i cechy inwestycji NewConnect
- Organizacja rynku NewConnect
- Podmioty wspierające debiutantów
- Strategie dla inwestorów
- Manipulacje giełdowe
- Obniżanie ryzyka inwestycji
- Uniwersalny program Giełda 2008 5.5

### Dołącz do NewConnect

Idzie nowe na Giełdzie Papierów Wartościowych! NewConnect to rynek przeznaczony dla młodych, prężnych spółek, reprezentujących sektor tzw. nowych technologii, takich jak IT, media elektroniczne, biotechnologia czy energia uzyskiwana ze źródeł odnawialnych. NewConnect ma status rynku zorganizowanego, lecz prowadzony jest przez GPW jako alternatywny systemu obrotu. W swoim założeniu ma on stanowić początek kariery giełdowej dla notowanych na nim przedsiębiorstw. Dla inwestorów lokowanie tu kapitału to z jednej strony podwyższone ryzyko, ale z drugiej szansa na wysoki zwrot z inwestycji.

Ta książka nie stanowi teoretycznego zbioru założeń dotyczących rynku NewConnect. Jest raczej przewodnikiem po zmianie przyzwyczajzeń – ze stosowania tradycyjnych metod inwestycyjnych na te najodpowiedniejsze na nowym, dynamicznym parkiecie. Podręcznik zawiera również część poświęconą firmom, które chcą stać się spółkami giełdowymi, notowanymi na rynku NewConnect.

Wraz z książką otrzymasz możliwość korzystania z programu Giełda 2008 5.5 oraz opis jego praktycznego zastosowania zarówno do inwestycji krótkoterminowych, jak i długoterminowych na rynku NewConnect. Program ten zawiera bardzo rozbudowane narzędzia do analizy fundamentalnej oraz wiele nowych narzędzi analiz, niespotykanych w innych programach.

---

# Spis treści

---

Wstęp	11
-------	----

---

## CZĘŚĆ I POZNAJEMY RYNEK

---

<b>1 Cechy inwestycji</b>	<b>19</b>
Horyzont czasowy inwestycji	19
Dopuszczalny poziom ryzyka	21
Oczekiwana stopa zwrotu	21
Wpływ wielkości inwestowanych środków	22
Wiedza i doświadczenie inwestora	23
Minimalizacja kosztów inwestycji	23
<b>2 Dostęp do informacji</b>	<b>25</b>
Przez internet	25
Źródła drukowane	35
Telewizja i teletekst	39
<b>3 Cechy szczególne rynku</b>	<b>41</b>
Etapy rozwoju przedsiębiorstwa	41
Metody wyceny przedsiębiorstw	42
Efektywność rynku	44

Charakterystyka rynku NewConnect	45
Wskaźnik Growth Indicator	48
Dobre praktyki spółek	51
<b>4 Organizacja rynku NewConnect</b>	<b>53</b>
System notowań Warset	53
Rodzaje notowanych walorów	54
Nazwy i kody walorów	56
Rodzaje systemów notowań	57
Podział sektorowy walorów	58
Indeks rynku NewConnect	60
Harmonogram sesji	60
Rodzaje zleceń i ich składanie	61
Rozliczanie transakcji	64
Arkusze zleceń	65
Dopuszczalne zmiany kursu na sesji	68
Wyniki notowań	69
Różnice pomiędzy NewConnect a rynkiem głównym	70

---

## CZĘŚĆ II WPROWADZAMY NOWĄ SPÓŁKĘ

---

<b>5 Wymogi dopuszczeniowe dla spółek</b>	<b>75</b>
Dla jakich spółek jest rynek NewConnect?	75
Warunki do spełnienia przez kandydatów	77
Obowiązki informacyjne	80
<b>6 Debiut na NewConnect</b>	<b>85</b>
Trzy drogi na rynek	85
Poszczególne etapy	88
Publiczny dokument informacyjny	91
Koszty debiutu i notowań	95

<b>7 Organizacje wspierające debiutantów</b>	<b>97</b>
Autoryzowany doradca	97
Animator rynku lub market maker	99
Ranking autoryzowanych doradców	100
Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych	101
<b>8 Przepisy prawne</b>	<b>107</b>
Podstawowe akty prawne	107
Regulacje obowiązujące na rynku NewConnect	109

---

### CZĘŚĆ III INWESTUJEMY NA NEWCONNECT

---

<b>9 Strategie inwestycyjne</b>	<b>113</b>
Dystans wobec rynku	113
Spekulacje pod informacje	115
Naśladownictwo	116
Uśrednianie	116
Uwzględnienie cykli koniunkturalnych	117
Wykorzystanie danych statystycznych	118
Strategia „myśliwego”	119
Wykorzystanie różnicy kursów sprzedaż – kupno	120
Zlecenia czekające na okazję	121
<b>10 Manipulacje giełdowe</b>	<b>123</b>
Wynikające z organizacji rynku	123
Stosunek GPW do notowanych spółek	126
Wpływ gazety „Parkiet”	127
Manipulacje analityków	127
Raporty spółek giełdowych	131
Emisje prywatne	136

Manipulacje inwestorów	137
Przewinienia biur maklerskich	138
Telewizyjna propaganda	139
<b>11 Obniżanie ryzyka inwestycji</b>	<b>143</b>
Inwestowanie w oparciu o analizę techniczną	143
Inwestowanie w oparciu o analizę fundamentalną	144
Inwestowanie w oparciu o płynność	147
Ograniczanie strat	148
Zarządzanie gotówką	148
Zarządzanie ryzykiem	152
<b>12 Przykłady inwestycji</b>	<b>157</b>
Krótkoterminowa inwestycja w akcje	157
Długoterminowa inwestycja w akcje	159
Łapanie okazji fundamentalnych	161
Spekulacja na prawach poboru	162
Zakup akcji nowych spółek na rynku pierwotnym	163
Zakup akcji nowych spółek na rynku wtórnym	165
Zarabianie na akcjach spółek groszowych	166
<b>13 Uniwersalny program Giełda 2008 5.5</b>	<b>169</b>
Zarządzanie danymi	170
Analiza techniczna	172
Dane fundamentalne	178
Inne analizy	183
Portfele inwestycyjne	194
<b>Zakończenie</b>	<b>199</b>

---

**DODATKI**

---

<b>A</b>	<b>Lista autoryzowanych doradców</b>	<b>205</b>
<b>B</b>	<b>Lista dystrybutorów informacji i raportów ze spółek</b>	<b>217</b>
<b>C</b>	<b>Spis stron WWW</b>	<b>221</b>
	<b>Skorowidz</b>	<b>225</b>

## Wynikające z organizacji rynku

Na początek rozważań o manipulacjach proponuję przyjrzeć się zasadom, według jakich dokonują się transakcje w systemie Warset. Powinny one uniemożliwiać jakiegokolwiek manipulacje. A jak jest w rzeczywistości?

### Kurs zamknięcia sesji

Kurs zamknięcia sesji jest bardzo ważny, ponieważ wiele rozliczeń finansowych jest dokonywanych w oparciu o niego. Poza tym jest on kursem odniesienia dla następnej sesji. Dlatego na rynku są inwestorzy zainteresowani tym, aby na sam koniec sesji go podnieść lub zbić. Takich manipulacji dokonują głównie duzi inwestorzy, bo tylko oni dysponują odpowiednimi środkami. Jeśli duży inwestor skupuje akcje jakiejś spółki, to powoduje to wzrost kursu w czasie sesji. Aby następnego dnia nie płacić więcej, daje na otwarcie dogrywek duże zlecenie sprzedaży i zbija kurs z powrotem. Dysponując dużym kapitałem, może w ten sposób robić z kursem zamknięcia danej spółki, co chce.

Kurs pierwszej transakcji na dogrywkach jest końcowym kursem zamknięcia w danym dniu. Oznacza to, że kupując jedną akcję głównej spółki na rynku, można wyraźnie zmienić kurs zamknięcia tej spółki oraz indeksu, w skład którego wchodzi. Jeszcze lepszy efekt otrzymamy, jeśli po jednej stronie rynku złożymy zlecenie karnetowe

po PKC (opisane poniżej) na spółki o największym wpływie na indeks NewConnect, a po drugiej stronie rynku odpowiednie zlecenie kupna po niskim kursie lub sprzedaży po wysokim.

Takie zlecenia, których głównym celem jest manipulowanie kursem, są prawnie zabronione, jednak nie słyszałem o przypadku, aby komuś to udowodniono i go za to skazano. A szkoda wyrządzana przez takie ustalanie kursu jest ogromna. O ile można zmienić kurs zamknięcia w stosunku do stanu sprzed dogrywek?

12 listopada 2008 roku udało się dzięki tej manipulacji zmniejszyć wielkość zmiany indeksu WIG20 z  $-9\%$  do  $-5\%$ , czyli o  $4\%$ . Sprawilo to duże zlecenie inwestora zagranicznego. Jednak KNF nie dopatrzyła się w tym zdarzeniu żadnej manipulacji. Taka nagła zmiana wartości indeksu spowodowana przez manipulacje na otwarciu dogrywek nazywana jest przez inwestorów cudofiksem.

Inne giełdy nie urządzają dogrywek, uważając, że czasu do zawierania transakcji w ciągu dnia jest pod dostatkiem i te dodatkowe 10 minut nie jest do niczego potrzebne. Poza tym na niektórych giełdach kurs zamknięcia jest obliczany jako wartość średnia z transakcji zawartych w ciągu kilku ostatnich minut. Te mechanizmy prawie uniemożliwiają manipulowanie kursem zamknięcia sesji.

Od 1 września 2006 roku zmniejszono kroki notowań walorów. Dzięki temu możliwości manipulacji kursem zamknięcia trochę zmalały, ale nadal istnieją. Z powodu wielokrotnej krytyki dogrywek prezes GPW obiecał ich likwidację w najbliższej przyszłości i ustalanie kursów zamknięcia w oparciu o średnią wartość kursów z ostatnich kilku minut. Jednak ostatnio znowu upiera się przy zachowaniu dogrywek, motywując to dużymi obrotami w tej części sesji. Proponuje natomiast skrócenie czasu składania zleceń na dogrywki do pięciu minut. Byłaby to nic nieznacząca zmiana.



## Zlecenia karnetowe

Aby ułatwić inwestorom składanie zleceń, system Warset umożliwiał składanie całego zestawu (karnetu) zleceń jednocześnie. Okazało się, że to świetne narzędzie do manipulowania kursem. Wystarczy przygotować karnet zawierający sprzedaż po PKC akcji głównych spółek wchodzących w skład indeksu NewConnect. Wprowadzenie go na rynek spowoduje duży spadek indeksu wynikający z aktualnego arkusza zleceń.

Inwestowanie na rynku narażonym na zlecenia karnetowe znacznie zwiększa ryzyko inwestycji. Poza tym zlecenia takie wprowadzają nierówność wśród uczestników rynku, ponieważ są przeważnie domeną dużych inwestorów.

## Teoretyczny kurs otwarcia

Zlecenia na sesję można składać od godziny 8. Nie są one realizowane od razu, ponieważ sesja jeszcze się nie rozpoczęła. Zlecenia te można w każdej chwili anulować. W oparciu o nie są ustalane teoretyczne kursy otwarcia (TKO) dla poszczególnych walorów oraz wartość indeksów. Mamy więc doskonale narzędzie do wprowadzania w błąd mniej doświadczonych inwestorów.

W ostatniej minucie przed rozpoczęciem sesji wycofywanych jest wiele zleceń. Okazuje się wtedy, że obraz rynku jest inny, niż sugerowały TKO.

TKO można wykorzystać do badania podaży lub popytu. Jeśli chcemy zorientować się, ile akcji jest po stronie podaży przed sesją, to możemy złożyć odpowiednie zlecenie kupna. Oczywiście nie jest ono realizowane, ponieważ jeszcze nie rozpoczęła się sesja. W oparciu o nasze zlecenie ustalany jest teoretyczny kurs otwarcia, który mówi nam, o ile wzrósłby kurs akcji tej spółki, jeśli wystąpiłby na nią taki popyt jak nasze zlecenie. W ten sposób można znaleźć spółki najbardziej podatne na wzrost kursu. Trzeba jednak uważać, aby w porę anulować zlecenie przed rozpoczęciem się sesji. Badanie popytu jest trudniejsze, ponieważ trzeba mieć akcje badanej spółki.

TKO jest stosowane również na innych giełdach. Aby TKO nie wprowadzało inwestorów w błąd, należałoby wprowadzić jakieś ograniczenia, na przykład uniemożliwienie anulowania zleceń złożonych pięć minut przed rozpoczęciem sesji.

## Stosunek GPW do notowanych spółek

GPW jest instytucją, której byt zależy od notowanych spółek. Spółki są jak klienci w sklepie — powinny być traktowane przychylnie. Jednak nie zawsze tak jest. Parę lat temu kapitał akcyjny spółek składał się z akcji, których cena nominalna nie mogła być niższa niż 1 zł. Powodowało to odpowiednie przełożenie na kursy akcji na rynku, których wartość tylko czasami spadała poniżej 1 zł. Spotykało to przeważnie spółki małe, słabe, znajdujące się nieraz na granicy bankructwa.

Jednak nasi organizatorzy rynku finansowego lubią się czymś wykazać i wprowadzili zmiany. Po zmianach najniższa cena nominalna mogła wynosić 1 gr. Nikt nie zastanawiał się wtedy, jakie zmiany spowoduje to na rynku. Spółki skrzętnie wykorzystywały nowe zasady zatwierdzone przez KNF i wprowadzone przez giełdę. Zaczęły dokonywać splitów akcji, słusznie wychodząc z założenia, że więcej akcji o niższym nominale spowoduje większą płynność i łatwiejszy dostęp do akcji dla drobnych inwestorów. Niektóre spółki wykorzystywały te zmiany, wypuszczając kilka nowych emisji z prawem poboru z ceną równą niekiedy nawet 1 gr.

Skutek był taki, że kursy tych spółek na sesji rosły o 100% (zmiana kursu z 1 gr na 2 gr) lub spadały o 50% (zmiana kursu z 2 gr na 1 gr). To zaczęło mocno psuć statystykę sesji i denerwować zarząd giełdy. Ale kto był temu winien? Przecież to były skutki błędów GPW i KNF.

W końcu giełda znalazła wyjście z sytuacji: takie spółki zostały wpisane na tak zwaną Listę Alertów, karnie usunięte z notowań ciągłych oraz z indeksów, jeśli miały wpływ na jakiś indeks, i przeniesione do notowań jednolitych. Powstał więc klasyczny przypadek karania kogoś za własne błędy.

Nie dotyczyło to spółek z rynku NewConnect. Na razie rynek ten jest przedstawiany jako sukces obecnego zarządu, więc żadne sankcje nie spotkają spółek z niego.

## **Wpływ gazety „Parkiet”**

„Parkiet” jest jedyną gazetą całkowicie poświęconą giełdzie. Dlatego ma znaczny wpływ na inwestorów. Czasami jest to wykorzystywane do wywierania na nich presji. Do treści samych artykułów nie mam zastrzeżeń. Presja wywierana jest bardziej delikatnie.

Jak wiemy, na ten sam temat można napisać artykuł o wymowie pozytywnej, jak i negatywnej. Obydwie wersje artykułów będą zawierać fakty. Jednak właściwy ich dobór i komentarz mogą wywołać oczekiwane wrażenie.

Niektóre artykuły są przez dłuższy czas aktualne, zwłaszcza jeśli poruszają sprawy bardziej ogólne. Mając przygotowane takie materiały, wystarczy zadbać tylko o właściwy moment ich publikacji.

## **Manipulacje analityków**

Tak zwani „analitycy” to na naszym rynku przeważnie maklerzy pracujący w jakimś biurze maklerskim lub inne osoby powiązane z jakąś instytucją rynku finansowego. Z racji zajmowanego stanowiska nie są oni obiektywni.

Oprócz maklerów mamy na rynku również doradców inwestycyjnych, jednak ci ze względu na swoją opinię nie chcą wypowiadać się na temat sytuacji na rynku.

Ciekawą formą manipulacji jest przedstawianie możliwości, jak gdyby były to fakty. Często dowiadujemy się, że jakaś spółka „coś może zmienić”. Oczywiście każda spółka coś może, ale z tego nic nie wynika. Ma to nieraz krótkotrwały wpływ na kurs. Spółka przeważnie nic nie zmienia, bo przecież do niczego się nie zobowiązała. Jest to forma rozpowszechniania plotek albo wniosków z fusologii.

## Rekomendacje

Rekomendacje wydawane są przez biura maklerskie. Najpierw wydawane są rekomendacje płatne dla klientów biura maklerskiego. Po upływie pewnego czasu, na przykład miesiąca, rekomendacje zostają odtajnione i podawane do publicznej wiadomości. Oczywiście klienci biura mają już akcje w chwili odtajnienia rekomendacji.

Na co więc liczą biura maklerskie, odtajniając rekomendacje? Na to, że nowi inwestorzy podniosą kurs. Spowoduje to, że rekomendacja okaże się słuszna i komuś będzie można sprzedać akcje z zyskiem.

Znam biuro, które postępowało jeszcze bardziej perfidnie. Zajmowało się również zarządzaniem powierzonymi pieniędzmi. Najpierw samo kupowało za nie akcje, później sprzedawało na te akcje rekomendacje, a na końcu odtajniało rekomendacje. Dzięki temu po kupieniu akcji wywoływało dwa razy sztuczny popyt na danym walorze.

Wydawane są następujące rekomendacje:

- **KUPUJ** — akcje spółki mają ponad 20-procentowy potencjał wzrostu,
- **AKUMULUJ** — akcje spółki mają ponad 10-procentowy potencjał wzrostu,
- **NEUTRALNIE** — cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%),
- **REDUKUJ** — akcje spółki są przewartościowane o 10 – 20%,
- **SPRZEDAJ** — akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%.

Niektórzy inwestorzy rekomendacje traktują jak antywskaznik. Jeśli zetkną się z rekomendacją „kupuj”, sprzedają akcje, i odwrotnie — jeśli rekomendacją jest „sprzedaj” — kupują je; i wcale na tym źle nie wychodzą. Rekomendacje są ważne przez sześć miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostały zmienione. Oznacza to, że powinno się podawać tylko aktualnie ważne, a nie te, które pasują do wywołania zamierzonego efektu.

## Wyceny

Dla inwestorów wycena wartości akcji jakiegoś waloru jest bardzo istotna, ponieważ pozwala ocenić, czy papier jest przewartościowany, czy niedowartościowany.

Jak jednak ocenić sytuację, gdy w tym samym czasie jedno biuro wycenia akcje spółki na 150 zł, a inne na 90 zł? Co można powiedzieć o biurze, które w krótkim czasie podnosi wycenę z 30 zł na 60 zł, 88 zł, 95 zł, 115 zł, 135 zł i w końcu na 150 zł? Przecież wartość spółki zmienia się powoli.

Otóż wyceny dostosowywane są do bieżącego kursu oraz do oczekiwań wystawiającego wycenę. Wycen tych nikt nie weryfikuje. Dlatego można ustalać je prawie dowolnie. W jaki sposób dokonuje się wycen?

Prawo wymaga, aby rekomendacja oparta była na wcześniej sporządzonej za pomocą dwóch metod wycenie. Najczęściej wybiera się metodę DCF (*discounted cash flow*) i metodę porównawczą. Metoda DCF, czyli metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych, oparta jest na szeregu założeń (stopa wolna od ryzyka, premia rynkowa, beta, koszt długu i stopa wzrostu). Zmieniając założenia, możemy otrzymać prawie dowolną wycenę.

Wyceny dokonuje się w oparciu o analizę fundamentalną i dotychczasowe osiągnięcia spółki. Zakłada się, że spółka będzie się rozwijać w przyszłości tak szybko jak dotychczas, co nie zawsze jest prawdziwe. Spółka może znajdować się na szczycie swoich możliwości. Druga metoda to wycena akcji spółki metodą porównawczą: porównuje się jej współczynniki fundamentalne do współczynników innych spółek z tej samej branży. Zapomina się przy tym o fakcie, że cała branża może być właśnie mocno przewartościowana lub niedowartościowana. W metodzie tej poszczególnym współczynnikom nadaje się odpowiednią wagę, zmieniając w ten sposób ich wpływ na końcową wycenę. Wystarczy zmienić je odpowiednio, a znowu otrzyma się oczekiwaną wycenę.

Wyceny odnoszą się przeważnie do przyszłości, a nie do wartości bieżącej. Jeśli jednak zapomnimy o tym drobnym szczególe, uzyskamy zamierzony skutek. Większość inwestorów zakłada, że wycena wydawana teraz jest wyceną bieżącej wartości akcji.

## **Komentarze**

Komentarze publikowane są po każdej sesji oraz po pojawieniu się ważnej informacji. Wydawane są w celu przekonania inwestorów o własnej wiarygodności, co następnie wykorzystuje się do manipulowania inwestorami. Większość komentarzy jest zachowawczych lub zgodnych z bieżącą sytuacją na rynku.

Komentarze zachowawcze najczęściej opisują, co działo się na minionej sesji — a to inwestorzy przecież wiedzą — a następnie podają wszelkie możliwości rozwoju sytuacji, nie preferując żadnej z nich. Po przeczytaniu takiego komentarza inwestor nadal nie wie, jaką przyjąć strategię. Ponieważ wymienione zostały wszystkie możliwości (wzrost, spadek, konsolidacja), to któraś na pewno zaistnieje i wtedy można uważać, że komentarz się sprawdził.

Komentarze zgodne z bieżącą tendencją pisane są zgodnie z założeniem, że na rynku występuje trend. Taki komentarz ma więc największe prawdopodobieństwo sprawdzenia się. Po uzyskaniu wiarygodności wśród inwestorów można realizować własne ukryte cele, namawiając ich do kupna lub sprzedaży określonych lub dowolnych walorów.

Wystarczy, że rynek zacznie tylko trochę iść do góry, a zaraz słychać komentarze: „Duzi inwestorzy zagraniczni kupują” czy „Napłynęły pieniądze z zagranicy”. Oczywiście to przeważnie nieprawda, ale polscy inwestorzy lubią, gdy na naszej giełdzie pojawia się kapitał zagraniczny, i jest to wykorzystywane w komentarzach.

## Prognozy wyników

Od jakiegoś czasu media próbują manipulować danymi makroekonomicznymi. Ponieważ podawanych liczb nie mogą zmienić, próbują zmienić wzorzec, do którego wartości te są porównywane. Przedtem porównywało się dane bieżące z danymi sprzed miesiąca i danymi sprzed roku. I można było wyciągnąć prawidłowe wnioski na temat tego, czy dane współczynnik rośnie, czy maleje. Porównywanie do danych sprzed roku eliminuje sezonowość, która może wystąpić w ciągu roku.

Teraz pojawiła się nowa moda: porównywanie bieżących danych do oczekiwań analityków. Oczywiście nie wiemy, jakich analityków; nie wiemy też, dlaczego oni akurat tyle oczekują. Cóż za wspaniałe narzędzie do manipulacji! Wystarczy tylko ustalić odpowiednio oczekiwaną wartość analityków i mamy pożądaną skutek. Jeśli bieżąca wartość wskaźnika jest gorsza niż przed rokiem, a chcemy, by zostało to odebrane pozytywnie, to obniżamy oczekiwania analityków. I teraz możemy powiedzieć, że, owszem, jest trochę gorzej, ale spodziewaliśmy się, że będzie znacznie gorzej. Inwestorzy oddychają z ulgą i pomimo złych danych giełdy rosną.

## Raporty spółek giełdowych

Efekty inwestycji zależą od jakości spółek, w które zainwestowaliśmy. Aby określić właściwe postępowanie spółek publicznych, zostały opracowane i wydane w dokumencie *Dobre praktyki spółek notowanych na NewConnect* zasady ich postępowania. Czy spółki ich przestrzegają?

## Wyniki finansowe

Spółka publiczna jest zobowiązana do składania raportów finansowych w określonych terminach. Na początku roku każda spółka podaje harmonogram ich ukazywania się. W praktyce terminy te nie zawsze są przestrzegane, zwłaszcza jeśli przekazywany wynik nie jest dobry, nieraz celowo podawany jest z opóźnieniem.

Treść przekazywanych raportów też nie zawsze jest właściwa. Zdarzają się zwykle pomyłki, brak ważnych danych lub raporty za inny okres sprawozdawczy. Pomyłki te nieraz są zamierzone, ponieważ umieszczone później sprostowanie zauważy już niewiele osób. Poza tym może już być znana reakcja kursu akcji danej spółki na błędne dane.

Forma przekazywanych raportów była ostatnio kilka razy zmieniana, co również utrudnia ich ocenę. Usunięto numerację pozycji i wprowadzono podawanie danych w formie narastającej. Jeśli ktoś nie ma danych poprzednich, to tak naprawdę nie wie, ile ostatnio zarobiła dana spółka. Niektóre spółki zagraniczne podają raporty w innej walucie. Do tego dochodzi jeszcze przyjęta jednostka. Większość spółek podaje wyniki w tysiącach złotych, ale są wyjątki — spółki podające wyniki w złotych lub w milionach złotych.

Spółki publiczne mogą podawać prognozy swoich wyników finansowych. Nie jest to obowiązkowe, ale spółka, która podaje prognozy, cieszy się większym zaufaniem wśród inwestorów. Jednak jaka jest rzetelność tych prognoz? Znanych jest wiele przypadków podawania wspaniałych prognoz na dany rok, z których spółka wycofuje się w grudniu lub nawet na początku stycznia następnego roku. Jest to kpina z inwestorów, ponieważ zarząd spółki zna już wyniki za dany rok, a o tym, że w spółce źle się dzieje, wiedział od dawna.

Niektórym spółkom zdarza się nieoczekiwane podanie bardzo złego zysku netto za dany kwartał. Jako przykład niech posłuży strata netto spółki BRE za IV kwartał 2004 roku, która w raporcie skonsolidowanym wyniosła 385 mln zł. W poprzednich kwartałach spółka ta wykazywała zyski. Strata była porównywalna z dwuletnim zyskiem tej spółki. Dlaczego wcześniej nie było sygnału, że efekty działalności spółki się pogarszają?

Można to wytłumaczyć tylko w jeden sposób — prowadzenie „kreatywnej księgowości”, czyli ukrywanie przed akcjonariuszami stanu faktycznego. Oczywiście ukrywać można do czasu, a gdy sprawa się wyda, spółka w jeden raport wrzuca wszystkie poprzednie straty. Co daje takie ukrywanie, zwłaszcza że i tak w końcu sytuację poznają inwestorzy?



Osoby związane ze spółką przeważnie mają jej akcje. Akcje są wysoko notowane, ponieważ rynek nie wie, co się w spółce dzieje. Jest więc czas, aby dobrze je sprzedać, zanim to zrobią inni.

Inną ciekawostką są zyski spółki wchodzącej na giełdę. Spółki słabe w cudowny sposób zaczynają dużo zarabiać. Powstaje to na skutek odpowiedniego prowadzenia księgowości spółki. Ale jak się to robi? Metod jest kilka. Najprostsza to tworzenie dużych rezerw pod przyszłe zdarzenia. Utworzone rezerwy pomniejszają zysk netto w danym okresie. Następnie rezerwy te rozwiązuje się w okresie dla nas pożądanym i mamy nagle duże zyski.

Aby ocenić, jak traktowani są inwestorzy na polskim rynku, wystarczy porównać obowiązujące u nas reguły z regulami stosowanymi na rynku amerykańskim. W USA wyniki spółki podaje się po dwóch tygodniach od zakończenia okresu rozliczeniowego — u nas po sześciu. Dlaczego nasze spółki potrzebują trzy razy więcej czasu na podanie wyników? Czyżby miały inne komputery? A może potrzeba czasu, aby osoby wtajemniczone dokonały wcześniej kupna lub sprzedaży akcji tych spółek?

Następna sprawa to to, co się podaje oficjalnie. U nas najważniejszy jest zysk netto, a na rynku amerykańskim zysk przypadający na jedną akcję. Różnica jest istotna, jeśli spółka wypuszczała nową emisję. Bardzo często po takiej emisji zysk netto lekko rośnie, natomiast zysk na akcję spada, i to znacznie.

Inna sprawa to polityka dywidend. Na rynku amerykańskim istnieje zasada, że spółka jest warta tyle, ile wynosi suma dywidend wypłacanych w ciągu roku. Często dywidenda dzielona jest na cztery części i wypłacana co kwartał. Jeśli spółka ma przejściowe kłopoty, to aby wypłacić dywidendę, bierze kredyt lub emituje nowe akcje za dywidendę. U nas zarząd spółki często uważa się za jej właściciela, który gdy ma gest, to dywidenda będzie, a jeśli nie, to jej nie będzie. Brak dywidendy zawsze uzasadniany jest „potrzebami spółki”.

Na rynku amerykańskim wszelkie ważne decyzje muszą być oparte na dokładnych analizach. Jeśli nie jest wypłacana dywidenda, to spółka musi wykazać, jaki dodatkowy zysk osiągną zatrzymane w spółce dodatkowe środki pieniężne z dywidendy.

Jeśli spółki chcą się połączyć, to musi być przedstawione dokładne wyliczenie korzyści z tego wynikających. U nas połączenie lub przejęcia spółek są często tylko wynikiem ambicji prezesa, a nie wynikają z rachunku ekonomicznego. Poza tym nikt nie przedstawia żadnych symulacji korzyści wynikłych z przyszłego połączenia. Na rynku amerykańskim każdy akcjonariusz może brać udział w spotkaniach z zarządem spółki, na których ma prawo zadawać pytania zarządowi, przez internet. Jest to mechanizm pozwalający na kontrolę zarządu spółki przez zwykłych akcjonariuszy.

U nas takich spotkań nie ma, są tylko walne zgromadzenia, na które można przyjechać, ale wiąże się to z kosztami, dużą stratą czasu, dużą biurokracją i pozostaje praktycznie bez żadnego wpływu na podejmowane decyzje.

W przypadku spółek z rynku NewConnect trudno ocenić wyniki finansowe ze względu na ich krótką historię. Często nie ma bazy porównawczej do prawidłowej oceny. Poza tym spółki z tego rynku zostały zwolnione z podawania raportów kwartalnych. Jedyna sensowna ocena to porównywanie bilansów do prognoz — jeśli spółka wcześniej je opublikowała.

## Emisje

Nową emisję akcji spółka powinna wypuszczać, jeśli ma plany dynamicznego rozwoju. Pieniądze te powinny sfinansować potrzebne inwestycje, które w przyszłości mają dać dodatkowe zyski dla akcjonariuszy. W prospektach emisyjnych spółki roztaczają mirażę wspaniałej przyszłości i obiecują krociowe zyski akcjonariuszom. A jak wygląda rzeczywistość?

Na giełdę nieraz wchodzi spółki, które chcą się wzbogacić nie poprzez swoją działalność gospodarczą, ale poprzez wypuszczanie akcji. Zamiast realizować plany przedstawione w prospekcie emisyjnym, pieniądze są wydawane na podwyżki dla zarządu lub na spłacanie długów spółki. Niektóre spółki przed wejściem na giełdę wypuszczały dla swoich pracowników i zarządu emisje po niskich cenach, a w chwili wchodzenia na giełdę następną emisję dla inwestorów po wysokiej cenie. Przykładowo spółka ATON-HT w grudniu 2007 roku wypuściła emisję z ceną 1 zł dla dużych i dotychczasowych akcjonariuszy, a miesiąc później następną emisję dla mniejszych inwestorów po 2,1 zł.

Wiele spółek pod pretekstem wiązania pracowników zarządu ze spółką wypuszczało tak zwane „emisje menedżerskie”. Akcje były sprzedawane nieraz po cenie nominalnej wielokrotnie niższej niż kurs na rynku. Różnica cen powodowała spadek kursu, czyli pokrywali ją inni akcjonariusze.

Ostatnio pojawiła się moda na emisje z prawem poboru po bardzo niskiej cenie emisyjnej. Są to pewnego rodzaju emisje przymusowe, ponieważ niewykupienie akcji z nowej emisji wiąże się z poważnymi stratami.

### **Zarządzanie spółką**

Zarząd i rada nadzorcza spółki to jej główne organy kierownicze. Od rzetelności osób zasiadających w tych organach zależy opinia spółki na rynku. Ta z kolei przekłada się na kurs spółki. Jak spółka można popsuć sobie opinię?

Do częstych przewinień należy nieobiektywne przekazywanie lub brak informacji ze spółki. Niefrasobliwe wypowiedzi prezesa nieraz już powodowały zachwianie kursów akcji spółki.

Większe możliwości manipulacji mają holdingi. Aby spółka główna osiągnęła zysk, wystarczy, że dokona odpowiednich transakcji ze swoimi „córkami”. Znanе są przypadki, że w holdingu jedną „córkę” wyznaczano do pełnienia roli śmietnika. Wykazywała straty, za to cała reszta holdingu prezentowała się wspaniale. Po pewnym czasie można było ogłosić bankructwo tej „córki” i po kłopotcie.

Inną korzyścią z istnienia holdingu jest możliwość utworzenia spółki-córki w tak zwanym rajach podatkowym. Można wtedy prawie całe zyski holdingu przesunąć na tę „córkę”, aby nie płacić dużych podatków. Jednak ten proceder nie uderza w akcjonariuszy, lecz nawet zwiększa ich zyski.

Co zrobić, gdy ma się popsutą opinię? Naprawić ją jest trudno, ale można proces ten przyspieszyć, stosując zacieranie śladów. Można zmienić prezesa i inne osoby winne złej opinii. Dobrą metodą jest podział spółki na dwie nowe, połączenie z inną, utworzenie holdingu, split akcji, wypuszczenie nowej emisji lub zmiana nazwy spółki. Wszystkie te posunięcia spowodują, że trudno będzie porównywać dane historyczne z bieżącymi i kojarzyć obecną spółkę z jej poczynaniami z przeszłości.

Niektóre zarządy traktują spółkę jak swoją własność, którą trzeba systematycznie przenosić na prywatne konta. Robi się to poprzez bardzo wysokie pensje i dodatkowe nagrody przyznawane bez względu na stan finansowy spółki. Przykładem niech będzie spółka Wistil, gdzie zarząd i rada nadzorcza w 2007 roku zarobili 19,4 mln zł, natomiast spółka wykazała stratę w wysokości 17,7 mln zł. Sprawą tą zajęło się już Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, a powinna Komisja Nadzoru Finansowego.

## Emisje prywatne

Na rynku NewConnect mamy jeszcze emisje prywatne (*private placement*) dokonywane przed wejściem na rynek. Ceny akcji w tych emisjach często znacznie odbiegają od ich rzeczywistych wartości. Powoduje to znaczące różnice między ceną sprzedaży a kursem na rynku na pierwszym notowaniu. Emisje prywatne mogą być skierowane do maksymalnie 99 inwestorów, jednak w praktyce są obejmowane nieraz przez kilku lub kilkunastu inwestorów. Mogą to być znajomi oraz członkowie rodziny. Cenę akcji można ustalić wspólnie na niskim poziomie. Potem wystarczy tylko „zadbać” o popyt na pierwszym notowaniu i już jesteśmy bogaci.

Sprawa jest na tyle poważna, że zwróciła już na nią uwagę Komisja Nadzoru Finansowego. Niektóre spółki na pierwszym notowaniu rosły po kilkaset procent.

## Manipulacje inwestorów

Duża część manipulacji dokonywanych przez inwestorów została przedstawiona przy opisie systemu Warset. Ale to jeszcze nie wszystko. Główne zarzuty wobec inwestorów to działanie w zмовie i manipulowanie kursami.

Na naszym rynku działają tak zwane spółdzielnie. Są to nieformalne grupy inwestorów, którzy inwestują razem. Jednoczesne uderzenie wielu inwestorów w ten sam walor powoduje duże zmiany jego kursu. Dlatego takie postępowanie jest w naszym prawie zakazane. W niektórych krajach działają kluby inwestorów, w których razem ustala się najlepsze walory do inwestowania i nikomu to nie przeszkadza. Aby zniechęcić inwestorów do zakładania klubów, wprowadzono przepisy nakazujące członkom takiego klubu inwestowanie poprzez wspólną gotówkę. A kto zaryzykuje powierzenie swojej gotówki komuś z klubu?

Walka ze „spółdzielniami” jest tak naprawdę walką z konkurencją. Duży inwestor dysponuje dużą gotówką i często ma duży wpływ na kurs jakiejś spółki. Zlecenia drobnych inwestorów działających bez porozumienia nawzajem się redukują, ponieważ część sprzedaje, a część kupuje. Poza tym kapitał drobnych inwestorów może być rozproszony na wiele spółek. Dopiero wspólne działanie wytwarza duży kapitał mogący skutecznie przeciwstawić się kapitałowi dużych inwestorów.

Manipulować kursem można jeszcze inaczej. Wystarczy, że dwóch lub więcej inwestorów umówi się, że będą na zmianę sprzedawać i kupować duże ilości akcji po podnoszonym stopniowo kursie. Ich rzeczywiste koszty ograniczą się do zapłaconych prowizji, ponieważ resztę rozliczą pomiędzy sobą poza rynkiem. Spowoduje to wyraźny wzrost kursu oraz wzrost wolumenu obrotów na tym walorze. A to,

jak wiemy, jest wyraźnym sygnałem do kupna, który spowoduje zainteresowanie się walorem przez innych inwestorów na rynku. Po wyraźnym wzroście kursu wystarczy sprzedać posiadane walory i podzielić zyski.

Ponieważ takie działania można łatwo wykryć, sprawdzając, jakie operacje były dokonywane na kontach osób podejrzanych, poradzono sobie z tym „problemem”. Założono konto w biurze maklerskim pewnej Ukraince. Przez konto tej pani dokonywano transakcji, a gdy zrobiło się gorąco, właścicielka konta po prostu wyjechała na Ukrainę i ślad po niej zaginął.

Inną specjalnością naszych inwestorów jest rozpuszczanie plotek. Kiedyś ktoś podszył się pod znanego inwestora i wysłał pocztą informację do spółki o nabyciu przez niego znacznego pakietu akcji. Spółka nie sprawdziła źródła tej informacji i podała ją jako oficjalny komunikat do systemu ESPI. Kurs oczywiście skoczył gwałtownie do góry, a później spółka musiała się tłumaczyć z tego komunikatu.

Oprócz poważnych manipulacji zdarzają się też zachowania, które niedoświadczony inwestor może odczuć boleśnie. Jako przykład podam, jak można zniechęcić innych inwestorów do kupowania akcji danej spółki. Jeśli chcemy sprzedać 100 akcji jakiejś spółki, dajemy 100 zleceń po jednej akcji.

Jeśli ktoś, kto kupi te akcje, ma prowizję liniową, nic mu się nie stanie, ale jeśli rozliczany jest według tabeli lub ma ustaloną minimalną prowizję od każdej transakcji, zapłaci 100 minimalnych prowizji, ponieważ prowizja będzie liczona oddzielnie od każdego zrealizowanego zlecenia. Jeśli przykładowo jedna akcja kosztowała 10 zł, a minimalna prowizja w tabeli wynosi 5 zł, to kupujący zapłaci 50% więcej.

## **Przewinienia biur maklerskich**

Biura maklerskie to chyba najbardziej zdrowy fragment rynku kapitałowego. Spotkałem wielu życzliwych maklerów, służących pomocą zwłaszcza początkującym inwestorom. Biura maklerskie można podzielić na dwie główne grupy: bankowe i pozostałe.

Biura bankowe to takie, które są własnością jakiegoś dużego banku. Ze względu na opinię banku biuro takie podlega ścisłemu nadzorowi z jego strony. Pozostałe biura maklerskie takiego nadzoru nie posiadają. Są więc w większym stopniu narażone na działanie na pograniczu prawa lub nawet na jego łamanie.

Główne zarzuty stawiane biurom maklerskim to wycieki informacji i niekorzystne zapisy w umowach z inwestorami. W biurach maklerskich obowiązują tak zwane chińskie mury, to znaczy, że makler przyjmujący zlecenia musi zachować ich treść w tajemnicy oraz sam nie może składać zleceń. Obecnie nie jest to już taki duży problem, ponieważ większość zleceń i tak jest widoczna w arkuszu zleceń.

Jeśli umowa jest dla nas wyraźnie niekorzystna, można jej nie podpisać i wybrać inne biuro. Oprócz drobnych przewinień zdarzają się też bardzo poważne afery, takie jak historia Warszawskiej Grupy Inwestycyjnej (WGI).

WGI zarządzała powierzonymi przez inwestorów pieniędzmi. Jednak robiła to nieuczciwie. Prowadziła podwójną księgowość — inną dla klienta, inną dla siebie. Często inwestowała czyjeś pieniądze, a zyski odprowadzała na własny rachunek. Kiedy giełda dynamicznie rosła, taki proceder przynosił niezłe zyski. Jednak kiedyś na giełdzie musiały się pojawić spadki. Kilka nieudanych transakcji i sprawa się wydała. Teraz inwestorzy dochodzą sądownie swoich pieniędzy, a sprawę WGI bada prokurator.

## Telewizyjna propaganda

Obecnie mamy dwa kanały telewizyjne poświęcone inwestowaniu na rynku kapitałowym. To CNBC Biznes i TV Biznes. Telewizja tematyczna powinna przekazywać bieżące informacje w sposób obiektywny, bez żadnej stronniczości. Czy tak jest w rzeczywistości?

Najpierw przyjrzyjmy się, jak wygląda oferta informacyjna telewizji CNBC Biznes. Mam dużo zastrzeżeń do jakości przekazywanych przez nią informacji.

Na dole ekranu znajduje się ruchomy pasek z notowaniami w czasie rzeczywistym. Jest to bardzo ważna rzecz dla inwestorów w czasie sesji. Ale niestety jego kolory zostały źle dobrane. Jasnozielone napisy na białym tle są prawie niewidoczne.

Druga sprawa to reklamy. Rozumiem, że stacja żyje z reklam, ale nadawanie całych pakietów co 15 minut to znaczna przesada. Poza tym zawsze zapowiadane są bieżące informacje, lecz najpierw nadawane są reklamy, a bieżące informacje przekazywane są w środku pakietu reklam. W trakcie nadawania reklam wygaszany jest pasek z notowaniami. W tym czasie nie wiemy, co dzieje się na rynku, a mogą dziać się ważne rzeczy.

Następna sprawa to nadawany bardzo często okropnie nieprzyjemny i głośny sygnał. Słysząc go nawet w trakcie wypowiedzi prowadzącego redaktora. Zamiast poważnej telewizji o inwestycjach mamy dyskotekę.

Przejdźmy teraz do przekazywanych treści. Tak się składa, że niewielej dobrze płatnych reklam pochodzi od banków. Również zapraszani maklerzy i analitycy są zwykle związani z jakimś bankiem. Dlatego o bankach nie można powiedzieć złego słowa. Często zarządzane są nagonki na jakąś branżę czy też spółkę. Ostatnio trwa nagonka na deweloperów. Dlaczego? Ponieważ banki podniosły oprocentowanie kredytów hipotecznych. Aby końcowa wartość kredytu nie wzrosła za dużo, należy zmusić deweloperów do obniżki cen mieszkań.

Prowadzący program redaktorzy nie potrafią zachować dystansu wobec poglądów gości. Jeśli poglądy redaktora są inne, to ucina on temat, tłumacząc się brakiem czasu. Poza tym goście nie mogą się swobodnie wypowiadać. Muszą odpowiadać tylko na zadawane pytania, często typu: „Czy przestał pan już bić swoją żonę i dzieci?”. Do tego dochodzą wrzucane do pytań tendencyjne wyrazy czy określenia.

Informacje przekazywane przez telewizję CNBC Biznes są tendencyjne. Często aby udowodnić swoją tezę, redaktorzy wygrzebują zdarzenia z nieistotnych krajów czy gospodarek. Zaskakują inwestorów nazwami indeksów, o których nikt nie słyszał. Do tego dochodzą pomyłki i późniejsze sprostowania.



9 października 2008 roku na rynku były duże spadki. Aby uspokoić nastroje, bank Millennium podał wstępne dane za III kwartał, z których wynikało, że kondycja banku jest dobra. Niestety, redaktor z CNBC się pomylił i podał, że wynik jest gorszy o 60% w stosunku do poprzedniego roku, co było nieprawdą, ponieważ wynik był praktycznie taki sam jak przed rokiem, a narastająco za trzy kwartały był nawet kilkanaście procent lepszy. Spowodowało to silny spadek akcji banku Millennium, a ponieważ bank ten jest głównym składnikiem indeksu mWIG40, to również i spadek tego indeksu. Po kilku godzinach sprostowano tę informację, ale skutki wyrządzonej szkody pozostały.

Następna sprawa to nadmiar informacji z gospodarki amerykańskiej. Jest ich stanowczo za dużo i są traktowane zbyt poważnie. Redaktorzy zapominają, że inwestujemy w Polsce, na polskiej giełdzie i mamy akcje polskich spółek, a nie amerykańskich. To, co dzieje się w USA, dla polskiego inwestora jest tylko dodatkiem, a nie sednem sprawy. Zwłaszcza że w tym czasie pomija się często ważne komunikaty z naszych spółek. Giełdę amerykańską pokazują codziennie, natomiast reportaży z którejs z polskich spółek czy dokładnej, rzeczowej analizy jej działalności jeszcze nie widziałem. Widocznie nikomu nie chce się opuścić ciepłego fotela w studiu.

Inną ciekawostką jest sposób przeprowadzania wywiadu z osobą spoza Warszawy. Osoba taka siada na wysokim stołku na tle okna z ładnym widokiem na zewnątrz. Jedynym środkiem łączności ze studiem w Warszawie jest głos w słuchawce telefonicznej od telefonu komórkowego. Trzeba uważać, aby nie spaść z tego stołka. Nie ma żadnego podglądu obrazu, więc nie bardzo wiadomo, co dzieje się w studiu. Jeśli redaktor zada pytanie, a w rozmowie bierze udział kilka osób, to często słyszymy dwie odpowiedzi, ponieważ nie wiadomo, komu zadano owo pytanie.

Na koniec jeszcze notowania indeksów. Nie są podawane notowania takich głównych indeksów światowych, jak Dow Jones, FT-SE100, DAX, natomiast mamy indeksy drugorzędnych giełd z Turcji i Szwajcarii. Z czego to wynika? Prawdopodobnie z oszczędności.

Telewizja TV Biznes jest znacznie spokojniejsza, ale przekazuje mniej informacji. Tu też istnieją problemy z doborem kolorów. Aby wypełnić czymś program, często oprócz reklam nadawane są pokazy mody lub inne materiały całkowicie niezwiązane z rynkiem kapitałowym (na przykład „Święto bogini Durga” z Bangladeszu). Ciekawostką są powtórki programów, na których widać pasek z notowaniami z poprzedniego dnia. Inną atrakcją jest puszczenie paska zawsze od początku po każdej reklamie. Ponieważ reklam jest dużo, więc notowania spółek na literę A widzimy bardzo często, natomiast na literę Z lub notowanych na rynku NewConnect bardzo rzadko.

Twórcy obydwu telewizji powinni zobaczyć, jak to robią koledzy z CNBC Europe lub Bloomberg TV Europe. Tam nie ma problemu z kolorami, tłem dźwiękowym czy reklamami zasłaniającymi pasek notowań, a wszystkie prezentowane informacje są związane z rynkiem kapitałowym.