

Debata GF Finanse bez tajemnic



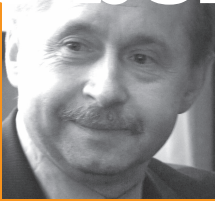
Mieczysław Bąk



Andrzej Malinowski



Maciej Bobrowicz



Zbigniew Przybysz



Dr Cezary Mech



Janusz Szewczak



Lekceważony u nas kryzys gospodarczy, nieadekwatne, głównie PR-owskie, metody walki z nim, zaklinanie rzeczywistości ze strony ministerstw gospodarczych i samouspokojenie się w ocenie fundamentalnej polskiej gospodarki mogą zebrać kolejne zaskakujące żniwo – tym razem w branży petrochemicznej.

Orlenowi szkodzi kryzys

Janusz Szewczak, str. 4–5

Specjalnie dla GF:

Jarosław Supłacz, analityk PolandSecurities:
Czy zależna w 100 proc. od IDM SA spółka Electus znalazła się w uścisku „jednoręki bandytów”?

str. 3, 9

Biografia Madoffa – mistrzowskiego oszusta

Jerzy Wachsberger – Obecnie wszyscy bez wyjątku członkowie bliskiej rodziny Berniego, próbują przekonywać, że nie mają nic wspólnego z jego machinacjami. Część z nich odżegnuje się od jakiegokolwiek pracy dla lub w BMIS, a ci, którzy byli związani z tą firmą utrzymują, że pracowali w pionie maklerskim na 18 i 19 piętrze Lipstick Building, podczas gdy szef swoją działalność doradczą i przekręty przeprowadzał w swym biurze na 17 piętrze. Jak dotychczas nie ma mocnych dowodów na to, że członkowie rodziny Berniego Zdawali sobie sprawę z jego wieloletnich machinacji, ale

również nie można wykluczyć tego, że nawet o ile o nich nie wiedzieli, to musieli podejrzewać, że nie wszystko jest czyste jak kryształ. Wydaje się, że bez nakreślenia ich roli w pajęcznej sieci utkanej misternie z inicjatywy głowy rodu, trudno wyrobić sobie pojęcie o budowanym przez lata systemie korupcyjnym, który między innymi umożliwił tak olbrzymie sprzeniewierzenia. Na przestrzeni ostatnich kilku dziesięcioleci do pracy w Bernard L. Madoff Investment Securities LLC przystąpili: jego młodszy brat, siostrzeniec, starszy syn Mark, młodszy syn Andrew.

str. 6–8

Kto pierwszy przewidział kryzys?

Dr Cezary Mech – Były wicepremier odpowiedzialny za polską gospodarkę w zeszłotygodniowym wywiadzie dla „Rzeczpospolitej” powiedział, że przewidział kryzys gospodarczy. Tego typu wyznanie powoduje, że stał się szczególnie odpowiedzialny, nie uprzedzając o tym polskiej opinii publicznej, byśmy mogli zabezpieczyć się odpowiednio przed kryzysem. Równocześnie brak działań w kierunku zbudowania antykry-

zysowych struktur gospodarczych pogłębia tę odpowiedzialność. Informacja jaka pojawiła się ostatnio o instrukcji dotyczącej udzielania kredytów przez Kredyt Bank, pokazuje słabości obecnego nadzoru i problem braku adekwatnych reakcji władz na podobne sytuacje występujące w systemie bankowym. Jej wyraz jest bardzo groźny, jeśli to prawda co tam napisano, że wszystkie banki postępują podobnie.

str. 2–3

**Żółte strony
prawne GF**



• Możemy odzyskać banki

Polski rząd uparcie troszczy się o to, by nasza gospodarka nie straciła wizerunkowo na kryzysie. Manipulacja jest tak skuteczna, że opiniotwórczy dziennik „La Repubblica” ocenia ją jako najmocniejszą w byłym Bloku Wschodnim.

KRAJ str. 4

• Chiny mają się czego obawiać

Chiny, które są największym wierzycielem USA, obawiają się o swoje inwestycje w obligacje rządowe tego kraju i chcą zapewnić, że ich aktywa są bezpieczne. Prezydent Obama zwrócił się do Pekinu z propozycją zakupu kolejnych emisji obligacji, z których chce pozyskać środki na pakiet stymulacyjny dla amerykańskiej gospodarki. Wartość pakietu to 787 mld USD.

RYNKI FINANSOWE str. 10

• Pieniądze leżą na parkiecie

Rynek zaczyna się powoli rozwarstwiać w reakcji na rozbicie dokonania finansowe poszczególnych spółek. Uświadomiono sobie, że pokazna ich część stała się bajecznie tania. Ponadpółtoraroczna bessa nierzadko uszczupliła kapitalizacje o ponad 80 lub 90 proc.

RYNKI FINANSOWE str. 11

• Starcia w segmencie pre-paid

Wśród najważniejszych wydarzeń ub.r. wymienić należy postępowanie UKE w/s. podziału TP SA. W połowie grudnia 2008 r. regulator, po trwających kilka miesięcy analizach, wszczął postępowanie w sprawie nałożenia na TP SA obowiązku funkcjonalnej separacji.

BIZNES RAPORT str. 21

• Jak inwestować w dobie kryzysu?

Inwestowanie można rozpocząć w każdym czasie. Ważne jest przede wszystkim określenie celu oraz horyzontu czasowego. Jeżeli horyzont jest długi, to można rozpocząć regularne inwestowanie również w kryzysie, ponieważ koniec inwestycji nastąpi prawdopodobnie po jego zakończeniu.

BIZNES RAPORT str. 25

(w tym 7 proc. VAT)
3zł

11

ISSN 1734-8900
 9 771734 890090

200 lat. W 1802 r. stwierdził on: „Myślę, że instytucje bankowe są groźniejsze dla naszej wolności od wrogich armii, gotowych do bitwy. Jeśli społeczeństwo amerykańskie któregoś dnia pozwoli bankom prywatnym na kontrolowanie swojej waluty, to banki i inne instytucje finansowe pozbawią ludzi ich własności. Po pierwsze poprzez inflację, po drugie poprzez recesję, tak, że pewnego dnia ich dzieci obudzą się bez domu i bez dachu nad głową w kraju zdobytym przez ich ojców”.

Smutne konkluzje

Jeśli zastanowimy się nad momentami zwrotnymi kryzysu, to powszechnie uważa się, że takim impulsem było działanie EBC, znacząco zasilające płynność na rynku międzybankowym w połowie sierpnia 2007 r., kiedy to BNP Paribas zawiesiło wypłaty w trzech swoich funduszach. Na ile koordynacja działań kluczowych instytucji finansowych powinna być dozwolona w gospodarce rynkowej? Czy ktokolwiek spoza osób zaproszonych mógł posiadać wiedzę na temat przyszłych procesów kryzysowych i przewidywań, że będą one tak bardzo rujnujące dla wyceny aktywów, jak można to było usłyszeć podczas spotkania na tzw. Benchmark Lunchu, który odbył się w piątek 17 sierpnia 2007 r.? Podczas spotkania, którego impulsem była skoordynowana

akcja banków centralnych zasilająca rynek kapitałowy. 21 najbardziej wpływowych inwestorów spotkało się na East Endzie w Long Island, aby debatować na temat oczekiwań rynkowych.

Soros wiedział

Jednym z jego uczestników był m.in. George Soros, który, jeśli wziąć pod uwagę przewidywania procesów, nie tylko przewidział rozwój rynku kapitałowego, ale był też osobą, która od samego początku wspierała Baracka Obamę, bo już w lutym 2004 r. wsparł finansowo jego wybór w wyborach do senatu. A zgodnie ze wspomnieniami Dominika Strauss-Kahna, szefa Międzynarodowego Funduszu Walutowego, Soros poinformował go już w 2006 r., że będzie wspierał Baracka Obamę w jego aktywności politycznej. Poza Sorosem w spotkaniu uczestniczyli m. in. takie postacie finansów jak: Julian Robertson, Donald Maron, Byron Wien czy James Chanos z Kynikos Associates specjalizującego się w „skracaniu” akcji.

Wyparowały bilionów dolarów

Podczas debaty padały pesymistyczne opinie, co do stanu światowej koniunktury i obawy, że nadchodzi kryzys. Te przewidywania były nie tylko wiarygodne, ale ich wymiana w tak kluczowym

gronie mogła również przyspieszyć procesy recesyjne, pozwalając na osiągnięcie olbrzymich zysków ich uczestnikom. Pamiętajmy, że Quantum Fund, którego szefem jest Soros, osiągnął nadzwyczajne – bo 32-proc. stopy zwrotu – ze swoich inwestycji w 2007 r. Również w 2008 r., w którym dziesiątki bilionów dolarów wyparowały ze światowego dobrobytu, który był okresem, kiedy ludzie najwięcej potracili ze swoich inwestycji od czasów II wojny światowej. Kiedy nawet dwa na trzy fundusze hedgingowe straciły pieniądze, Soros osiągnął 10 proc. zysku ze swoich inwestycji.

Krótką pamięć

Debata dotycząca tego, kto przewidział kryzys, ma jednak swoją wartość dodaną, gdyż co najmniej powinna decydować o tym, czy ci sami komentatorzy, którzy poprzednio błędnie ocenili wydarzenie gospodarcze, również obecnie powinni być cytowani i pytani o zdanie. Oraz czy ci z decydentów, którzy są winni błędów w polityce gospodarczej, są w stanie ją skutecznie naprawić?

Powyższy tekst stanowi wyraz osobistych opinii i poglądów autora i nie odzwierciedla stanowiska instytucji, z którą jest związany zawodowo. Autor jest byłym prezesem UNFE i podsekretarzem stanu w Ministerstwie Finansów

Electus (IDM) w uścisku „jednorekich bandytów”

Electus SA, spółka należąca w 100 proc. do IDM SA, przeprowadza emisję obligacji o wartości do 90 mln zł. Z prospektu emisyjnego można dowiedzieć się, że spółka zajmuje się finansowaniem spłaty zobowiązań placówek służby zdrowia. W znacznej mierze idea – prezentowana przez emitenta – atrakcyjności obligacji opiera się na wysokiej wiarygodności portfela wierzytelności, jakim dysponuje Electus.

Jarosław Supłacz – W reklamie prasowej oferty obligacji spółki Electus przeczytamy: „Spółka oferując finansowanie zobowiązań ZOZ-ów stosuje zabezpieczenia na ich wiarytelnościach, przez co minimalizuje czynniki ryzyka, gdyż pośrednio spłatę zadłużenia gwarantują organy założycielskie, czyli najczęściej samorządy.” Image partnera finansującego jednostki służby zdrowia jest przewodni w kampanii reklamowej, jaką prowadzi Electus.

Electus w ogłoszeniach

Fakt zamieszczania ogłoszeń reklamujących emisję obligacji mówi, na jakich inwestorów liczy spółka. Z pewnością

reklamy prasowe to nie jest sposób, w jaki przekonuje się inwestorów instytucjonalnych do zakupu obligacji korporacyjnych. Electus przekonuje w reklamie do jakości swojego portfela wierzytelności, równocześnie jednak stwierdza, że: „Rozwiązania jakie oferuje Electus są dla ZOZ-ów alternatywą dla trudnodostępnych w przypadku tych podmiotów kredytów bankowych.”

Banki niechętnie dla ZOZ-ów

Nasuwa się oczywiste pytanie: dlaczego banki rezygnują z tak dobrego biznesu? Pośrednio odpowiedź można znaleźć w wycenie rynkowej podmiotów takich jak Electus. Magel-

lan SA („spółka, która działa na tym samym rynku i prowadzi taki sam rodzaj działalności” – cytat z prospektu Electus) wyceniana jest znacznie poniżej wartości kapitałów własnych (C/WK na poziomie 0,6x na dzień 17.03.2009). Banki niechętnie finansują ZOZ-y, podobnie jak akcjonariusze Magellana dostrzegają ryzyko zwrotu wierzytelności.

Kreują wizerunek oferty

Spółka mówi o rynku finansowania służby zdrowia i wynikającej stąd wiarygodności portfela wierzytelności. Jak widać są to twierdzenia dyskusyjne, krytycznie weryfikowane przez podmioty bankowe i wyceny rynkowe. Nie należy się jednak dziwić Electusowi, że na czymś oparł swoją strategię wizerunkową skierowaną do potencjalnych inwestorów i że polega ona na jego własnej ocenie rynku finansowania służby zdrowia.

*Czytaj więcej
RYNKI FINANSOWE str. 9*

AKADEMIA LEONA KOŹMIŃSKIEGO

TRANSFORMATION, INTEGRATION & GLOBALIZATION ECONOMIC RESEARCH

Międzynarodowa konferencja

1989-2009: DWADZIEŚCIA LAT TRANSFORMACJI I PERSPEKTYWY ROZWOJU KRAJÓW POSOCJALISTYCZNYCH

Specjalne wystąpienie
Waldemara Pawlaka,
Wicepremiera i Ministra Gospodarki, pt.
"Transformation, Crisis - and What Next?"
Konferencja odbywa się w języku angielskim

3-4.04.2009 r.
siedziba ALK,
Warszawa,
ul. Jagiellońska 57/59,
sala B-17

TIGER

EFMD EQUIS ACCREDITED Association of MBAs

www.tiger.edu.pl

Sponsor projektu:



patron medialny:

Gazeta Finansowa

Reklama

Niewiele trzeba, by pomóc. Wystarczy Twój 1%

W SOS Wioskach Dziecięcych 440 osamotnionych dzieci znalazło kochających rodziców, dom i czułą opiekę. Wśród nich są rozdzielone wcześniej rodzeństwa, które dzięki nam znów mogą mieszkać razem. Pomóż nam stworzyć tym dzieciom szczęśliwą rodzinę. Przekaż 1% swojego podatku. Teraz wystarczy, że wpiszesz nasze dane w odpowiednią rubrykę formularza PIT.

Stowarzyszenie SOS Wioski Dziecięce w Polsce
KRS 0000056901



SOS WIOSKI
DZIECIĘCE

Pobierz bezpłatny program PIT-y 2008
ze strony www.wioskisos.org

\$  **3,44**
€  **4,47**
CHF  **2,9**

GBP  **4,83**
EUR/USD **1,3**
EUR/JPY **128,11**



15
miesięcy recesji mamy za sobą.
Przed nami minimum drugie
tyle – twierdzi Nouriel Roubini

14,3 proc.
spadła licząc rok do
roku nasza produkcja
przemysłowa w marcu



RYNKI FINANSOWE



Jan Mazurek – Chińczycy coraz bardziej nieufnie podchodzą do dalszego angażowania się w finansowanie amerykańskiego długu. *str. 10*



Bartosz Stawiarski – Rynek zaczyna się powoli rozwarstwiać w reakcji na rozbieżne dokonania finansowe poszczególnych spółek. *str. 11*



Tomasz Szczówka – Najistotniejsze zdaje się potwierdzenie bardzo słabej kondycji niemieckiego sektora przemysłowego. *str. 12*



Dokończenie ze str. 3

Electus (IDM) w uścisku ...

Okazuje się jednak, że jedną z największych pozycji w aktywach Electusa (prawdopodobnie największą pojedynczą pozycją) jest wierzytelność wobec Victoria Holding SA – opiewająca na kwotę 21,9 mln złotych (przy sumie bilansowej Electusa 185 mln na koniec 2007). Victoria Holding SA jest spółką działającą na rynku wynajmu automatów do hazardu tzw. jednoręki bandyta. Jest to bardzo specyficzny rynek, a sama spółka jest równie interesująca jak rynek, na którym funkcjonuje.

Victoria Holding

Victoria Holding SA z siedzibą w Łomiankach została wpisana do rejestru KRS 26 marca 2008 r. W pierwszym wniosku o zarejestrowanie spółki jednym z założycieli był IDM SA. Jednak w wyniku zmian właścicielskich został sporządzony wniosek „korygujący”, w którym IDM SA już nie figuruje jako akcjonariusz-założyciel.

Kapitał zakładowy Victorii Holding SA został ustalony na 71,25 mln zł i został pokryty (i) kwotą 3,75 zł (ii) aportem w postaci 100 proc. udziałów spółki Victoria Serwis sp. z o.o.

Due Diligence w pamięci zarządu

Na walnym zgromadzeniu Victorii Holding 10 grudnia 2008 r. na pytanie jednego z głównych akcjonariuszy zarząd spółki informuje o nabytciu za 37,5 mln zł od spółki Maximum SA dwóch spółek chorwackich. Zarząd informuje RN, że przeprowadził Due Diligence nabytych spółek, lecz nie został sporządzony pisemny raport w tym zakresie. Na dwa dni przed walnym zgromadzeniem – 8 grudnia 2008 r. – jeden z członków rady nadzorczej składa oświadczenie o rezygnacji z pełnionej funkcji.

Co to jest Maximum?

Na koniec 2007 r. Maximum SA posiadała kapitały własne

na poziomie 6,44 mln zł i sumę bilansową na poziomie 11,49 mln zł. W roku 2007 przychody netto ze sprzedaży Maximum SA wynosiły 4,20 mln zł. Pan Henryk Leszczyński, członek RN IDM SA jest prokurentem Maximum SA i zgodnie z wpisem w KRS z dnia 11 stycznia 2006 r. posiada samodzielną prokurę.

Gwarantowany zysk?

W powszechnym przekonaniu obligacje to papier wartościowy bezpieczniejszy od akcji. Taki leitmotiv wykorzystuje również Electus w swojej kampanii reklamowej: „Inwestycje w akcje obciążone są obecnie dużym ryzykiem. Gdzie w takim razie ulokować swoje oszczędności w ciężkich czasach kryzysu finansowego? Założyć lokatę? Wykupić polisę inwestycyjną? A może znaleźć inne rozwiązanie, gwarantujące zysk. Odpowiedzią mogą być obligacje, jeden z najbezpieczniejszych instrumentów finansowych na rynku”. Dziwi nieco od-

noszenie się do gwarantowanego zysku, gdy obligacje są nawet niezabezpieczone, ponadto takie pojęcie jest przypisane co najwyżej do papierów skarbowych.

Jakie to są obligacje?

Obligacje korporacyjne mogą mieć różny status, niektórzy emitenci mogą się pochwalić najwyższym ratingiem finansowym, natomiast na przeciwnym biegunie są obligacje śmieciowe. Electus prezentuje swoje ostatnie sprawozdanie finansowe za 2007 r., inwestorzy otrzymują informacje sprzed kilku nastu miesięcy – a dokładnie dysponują sprawozdaniem za okres szczytu hossy 2007 r. Sytuacja na rynkach finansowych się cokolwiek zmieniła w ostatnim roku i inwestorzy zapewne oczekiwaliby sprawozdania za 2008 r., które Electus udostępni inwestorom dopiero po zakończeniu zapisów na obligacje.

Prehistoryczne sprawozdanie

Gdyby General Electric zamierzał zaoferować obligacje i przedstawił ostatnie wyniki za 2007 r. to rozbawiłby otoczenie. Jednak Electus to nie General Electric i może sobie pozwolić na prezentowanie prehistorycznych sprawozdań na użytek publicznej emisji obligacji. Z pewnością też prezes Electus SA nie twierdzi, że emisja ma charakter obligacji śmieciowych.

Autor jest analitykiem Polandsecurities.com

Chiny mają się czego obawiać

Jak podała agencja Bloomberg, Chiny, które są największym wierzycielem USA, obawiają się o swoje inwestycje w obligacje rządowe tego kraju i chcą zapewnić, że ich aktywa są bezpieczne. Prezydent Obama zwrócił się do Pekinu z propozycją zakupu kolejnych emisji obligacji, z których chce pozyskać środki na pakiet stymulacyjny dla amerykańskiej gospodarki. Wartość pakietu to 787 mld dolarów. *str. 10*



Pieniądze leżą na parkiecie

Rynek zaczyna się powoli rozwarstwiać w reakcji na rozbieżne dokonania finansowe poszczególnych spółek. Uświadomiono sobie, że pokazna ich część stała się bajecznie tania. Ponad półtoraroczna bessa nierzadko uszczupliła kapitalizację o ponad 80 lub 90 proc. W połowie marca mieliśmy do czynienia z ostrym odreagowaniem po niedawno wytyczonych rekordach bessy. Jak na razie ruch ten można uważać za „bear rally”, który pojawia się nagle przy znacznym wyprzedaniu. *str. 11*

Duże kłopoty państw G7

Decyzja Banku Szwajcarii o kolejnej redukcji kosztów pieniądza do poziomu 0,25 proc. zaważyła na rynku walut. Do tego doszły bardzo złe dane makroekonomiczne z Niemiec. Dla równowagi z USA napłynęły nadspodziewanie dobre informacje. Wszystko byłoby więc dobrze, gdyby nie Chińczycy... Najistotniejsze w Eurolandzie zdaje się być potwierdzenie bardzo słabej kondycji niemieckiego sektora przemysłowego. To właśnie w tę gałąź największej europejskiej gospodarki najbardziej uderzył kryzys handlowy. *str. 12*

