



**Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.**

**Pożyczki papierów i krótka sprzedaż w działalności inwestycyjnej**

**Krzysztof Mejszutowicz**  
Dział Instrumentów Finansowych

# Dlaczego krótka sprzedaż jest niezbędna dla rynku?

- Składnik wielu strategii inwestycyjnych,
- Dodatkowa korzyść dla inwestorów długoterminowych z tytułu pożyczenia akcji,
- Zapewnia właściwą wycenę instrumentów pochodnych.

# Krótką sprzedaż w strategiach inwestycyjnych (1)

- Krótka sprzedaż należy do jednych z **podstawowych strategii inwestycyjnych**,
- Dostępna na wielu rynkach.

|                       | Dostępność krótkiej sprzedaży |                              |
|-----------------------|-------------------------------|------------------------------|
|                       | Regulacyjna (%)               | Praktyczne wykorzystanie (%) |
| Kraje rozwinięte      | 95 (2002 r.)<br>64 (1990 r.)  | 86 (2002 r.)<br>68 (1990 r.) |
| Kraje rozwijające się | 31 (2002 r.)<br>10 (1990 r.)  | 12 (2002 r.)<br>6 (1990 r.)  |

Źródło: dokument „The World Price od Short Selling” Anchada Charoenrook, Hazem Daouk

## Krótką sprzedaż w strategiach inwestycyjnych (2)

- Zarabianie na spadkach instrumentów finansowych:
  - › Pożyczka papierów od DM -> sprzedaż na rynku -> odkup po niższej cenie -> zwrot papierów do DM.
- Alternatywą są instrumenty pochodne, jednak:
  - › Ograniczona liczba instrumentów bazowych (3 indeksy, 8 akcji),
  - › Grupa instrumentów o wysokim ryzyku inwestycyjnych,
  - › Instrumenty raczej dla inwestorów doświadczonych (trudne od strony specyfikacji).
- Tymczasem krótka sprzedaż:
  - › Obecnie jest możliwa na ok. 60 akcjach + wszystkie obligacje (papiery spełniające kryteria płynności określone w rozporządzeniu),
  - › Prosty mechanizm.

## Krótką sprzedaż w strategiach inwestycyjnych (3)

- Strategie arbitrażowe (krótka sprzedaż + instrumenty pochodne):
  - › np. w przypadku niedowartościowania futures (kurs rynkowy poniżej wartości teoretycznej),
  - › Składniki strategii: kupno futures + krótka sprzedaż instrumentu bazowego,
  - › Zyskiem jest różnica pomiędzy właściwą ceną futures (fair-value) a jej ceną rynkową.

# Krótką sprzedaż w strategiach inwestycyjnych (4)

- Złożone strategie inwestycyjne
    - › np. w strategii zabezpieczania wystawionych opcji (wystawiona opcja sprzedaży + krótka sprzedaż instrumentu bazowego) – strategia konieczna do animowania opcji akcyjnych
    - › Przykład.
      - Wystawionych 100 opcji na TPSA (mnożnik 500), delta 0,30,
      - Do zabezpieczenia wystawionych opcji należy na krótko sprzedać 15.000 akcji ( $100 \times 500 \times 0,30$ ).
- efekt
- Kurs akcji spada o 0,10 zł,
  - Strata na opcji -  $0,10 \times 100 \times 500 \times 0,30 = - 1.500$ ,
  - Zysk na ks -  $0,10 \times 15.000 = + 1.500$ .

# Korzyści z tytułu pożyczania akcji (1)

- Korzyścią jest wynagrodzenie z tytułu udzielenia pożyczki w papierach wartościowych,
- Dodatkowy przychód niezależny od trafności decyzji inwestycyjnych,
- Ryzyko zwrotu papierów – zabezpieczone depozytem zabezpieczającym,
- Głównie wykorzystywane przez długoterminowych dużych inwestorów (np. TFI, OFE),
- Może stanowić pokrycie części kosztów transakcyjnych lub kosztów przechowania papierów u depozytariusza.

# Korzyści z tytułu pożyczczenia akcji (2)

Wynagrodzenie z tytułu pożyczczenia akcji na rynku amerykańskim.

Dane z okresu kwiecień 2000 – wrzesień 2001.

|  |   |            | Wszystkie<br>pożyczki | opłata < 1%  | opłata > 1% | opłata ><br>Stopa FED* |
|--|---|------------|-----------------------|--------------|-------------|------------------------|
| <b>Liczba akcji</b>                                      | <b>(szt.)</b>                                 |            | <b>2.372</b>          | <b>2.166</b> | <b>206</b>  | <b>5</b>               |
| <b>Udział w całkowitej liczbie<br/>pożyczonych akcji</b> | <b>(%)</b>                                    |            | <b>-</b>              | <b>91,3</b>  | <b>8,7</b>  | <b>0,3</b>             |
| <b>Średnia<br/>opłata</b>                                | <b>(średnia<br/>arytmetyczna)</b>             | <b>(%)</b> | <b>0,60</b>           | <b>0,20</b>  | <b>4,72</b> | <b>18,86</b>           |
|  | <b>(średnia ważona<br/>wielkością spółki)</b> | <b>(%)</b> | <b>0,24</b>           | <b>0,17</b>  | <b>4,3</b>  | <b>22,37</b>           |

źródło: „The market for borrowing stock”. Gene D’Avolio z Harvard University, Sierpień 2002. Opracowanie zostało wykonane na podstawie danych otrzymanych od największych firm zajmujących się pośrednictwem w pożyczaniu papieru wartościowych za okres od kwietnia 2000 r. do września 2001 r. Analizowano dostępność do pożyczania 7879 spółek oraz koszty pożyczania akcji 2372 spółek.

\* Stopa oprocentowania depozytów FED. Na koniec września 2001 r. kształtowała się one na poziomie około 3%.



## Korzyści z tytułu pożyczczenia akcji (3)

- Wynagrodzenie z tytułu pożyczczenia akcji.

| Fundusze     | Wartość akcji w portfelu*                      | Pożyczka 7% akcji z portfela                              |
|--------------|--|---|
|              | Dane na koniec lipca 2006 r.<br>(mln. złotych) | Korzyść z każdego 100bp oprocentowania.<br>(mln. złotych) |
| Inwestycyjne | 28.214   | 19,7  |
| Emerytalne   | 35.459   | 24,8  |
| <b>RAZEM</b> | <b>63.673</b>                                  | <b>44,5</b>   |

- w I poł. 2006 wygradzenie przekazane przez OFE do depozytariuszy wyniosło 8,6 mln złotych.

\* źródło: serwis internetowy AnalizyOnline ([www.analizy.pl](http://www.analizy.pl)).

# Statystyka

- Statystyka krótkiej sprzedaży w Polsce.

|      | Wartość transakcji krótkiej sprzedaży |                                       | Wartość otwartych krótkich pozycji na koniec roku |   |
|------|---------------------------------------|---------------------------------------|---|---|
|      | jednostronnie<br>(tys. zł.)           | udział % do obrotów<br>na rynku akcji | (tys. zł.)  | udział % do obrotów na<br>rynku akcji** |
| 2006 | 1.287,0                               | 0,04%                                 | 552,2*  | 0,46%                                   |
| 2005 | 3.010,0                               | 0,02%                                 | 334,9   | 0,66%                                   |
| 2004 | 27.206,8                              | 0,14%                                 | 736,8   | 0,67%                                   |
| 2003 | 23.336,2                              | 0,18%                                 | 982,2   | 1,82%                                   |
| 2002 | 25.666,6                              | 0,20%                                 | 4.063,1   | 6,17%                                   |

Źródło: dane KDPW

\* dane na koniec lipca 2006,

\*\* obroty na rynku akcji liczone jako średnia dzienna jednostronna wartość obrotów w grudniu danego roku (dla 2006 roku średnia z lipca)

# Działania które podjęła Gięda

- Strona edukacyjna – [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl),
- Tablice pożyczek papierów – 4BrokerNet,
- Prace nad utworzeniem rozporządzenia dla OFE,
- Współpraca w procesie powstawania rozporządzenia o krótkiej sprzedaży.



Gięlda Papierów Wartościowych w Warszawie  
ul. Książęca 4, 00-489 Warszawa,  
tel.: (22) 628 32 32, fax: (22) 634 06 88

**[www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)**