

dr Paweł Kłosiewicz¹

Wyższa Szkoła Zarządzania i Prawa im. Heleny Chodkowskiej w Warszawie

mgr Rafał Sieradzki²

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Krótką sprzedaż akcji. Wady i zalety oraz wykorzystanie tej techniki inwestycyjnej na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie³

Co to jest krótka sprzedaż?

Krótką sprzedaż (ang. *short selling*) jest techniką inwestycyjną⁴, która zakłada osiągnięcie zysków ze spadku cen papierów wartościowych. W wielu opracowaniach krótka sprzedaż określana jest mianem strategii inwestycyjnej, a czasem instrumentu finansowego. Określenia te nie są jednak poprawne. Strategia inwestycyjna wyraża długoterminowe cele inwestora odpowiadające generalnym kierunkom jego działania, a także przedstawia alokację środków, jakie są niezbędne do realizacji przyjętych celów⁵. Strategią można także określić wzór powtarzających się zachowań przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych na rynku (dotyczących kupna i sprzedaży instrumentów finansowych). Natomiast zgodnie z definicją zawartą w ustawie o rachunkowości⁶ do instrumentów finansowych nie zalicza się umów o przeniesienie praw z papierów wartościowych w okresie pomiędzy terminem zawarcia i rozliczenia transakcji wtedy, gdy przeniesienie tych praw następuje w formie zapisu na rachunku papierów wartościowych.

W praktyce krótka sprzedaż jest stosowana głównie na rynku akcji. Wyróżnia się dwa rodzaje krótkiej sprzedaży: z pokryciem (ang. *conventional short selling, covered short selling*) i bez pokrycia (ang. *naked short selling*). Transakcja krótkiej sprzedaży z pokryciem składa się z kilku etapów. Na początku inwestor pożycza od innego uczestnika rynku akcje spółki, których ceny, w jego opinii, spadną. W drugiej fazie transakcji krótkiej sprzedaży inwestor sprzedaje pożyczone akcje na rynku. Aby zamknąć transakcję, odkupuje on na rynku akcje spółki, które wcześniej sprzedał i oddaje je pożyczkodawcy (rys. 1). Jeśli przewidywania inwestora okazały się trafne, czyli ceny akcji spadły, realizuje on zysk będący różnicą między ceną sprzedaży papierów wartościowych i ceną ich zakupu. Inwestor ponosi koszty prowizji maklerskich od kupna i sprzedaży papierów wartościowych. Dodat-

¹ Dr Paweł Kłosiewicz jest pracownikiem Narodowego Banku Polskiego, specjalistą w zakresie ekonomicznej analizy prawa finansowego. Prowadził zajęcia z obszaru finansów w Wyższej Szkole Zarządzania i Prawa im. Heleny Chodkowskiej w Warszawie.

² Mgr Rafał Sieradzki jest pracownikiem Narodowego Banku Polskiego, specjalistą z zakresu rynków finansowych. Prowadził zajęcia z zakresu finansów i makroekonomii na Uniwersytecie Jagiellońskim, a także zajęcia z zakresu rynku kapitałowego w Szkole Biznesu Politechniki Warszawskiej i Szkole Głównej Handlowej w Warszawie.

³ Tekst wyraża osobiste poglądy autorów, które nie muszą być zbieżne ze stanowiskiem instytucji, z którymi są oni związani zawodowo.

⁴ A. Chłopecki, *Obrót instrumentami finansowymi na rynku kapitałowym*, [w:] *System prawa prywatnego. Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, C.H. Beck – Instytut Nauk Prawnych PAN, Warszawa 2005.

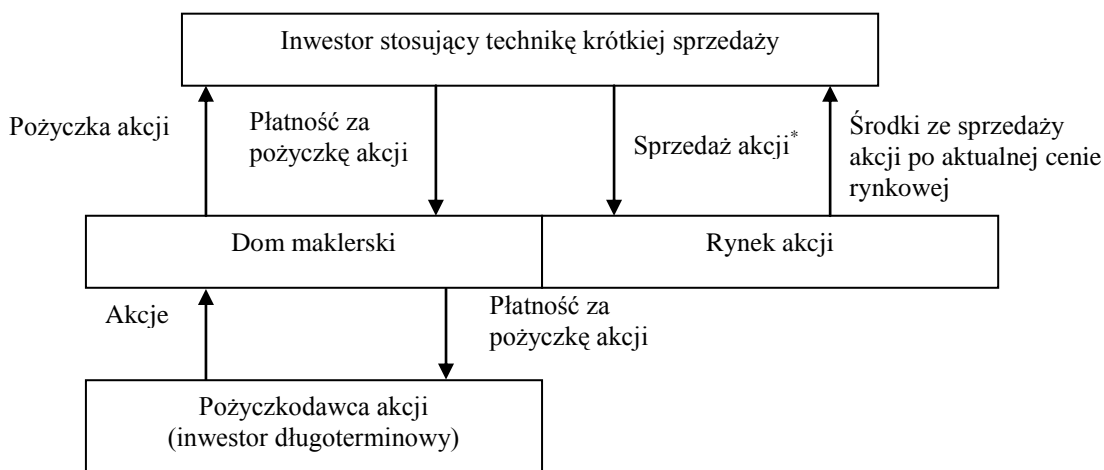
⁵ Definicja ta bazuje na definicji strategii przedsiębiorstwa A.D. Chandlera. Według tego autora strategia przedsiębiorstwa wyraża jego długoterminowe cele odpowiadające generalnym kierunkom działania, a także przedstawia alokację zasobów, jakie są niezbędne do realizacji przyjętych celów. A. Chandler, *Strategy and Structure: Chapters in the History of the American Industrial Enterprise*, MA – MIT Press, Cambridge, 1962/1998.

⁶ Ustawa z 29 września 1994 r. o rachunkowości (DzU z 2009 r., nr 152, poz. 1223 z późn. zm.).

kowo inwestor musi uiścić opłatę za pożyczkę papierów wartościowych, którą wnosi na rzecz ich właściciela. Na rozwiniętych rynkach finansowych pożyczkodawcami z reguły są inwestorzy instytucjonalni, którzy mają długi horyzont inwestycyjny – głównie fundusze emerytalne, a także fundusze inwestycyjne. Udzielanie pożyczek papierów wartościowych pozwala pożyczkodawcom na zwiększenie stopy zwrotu z posiadanych aktywów.

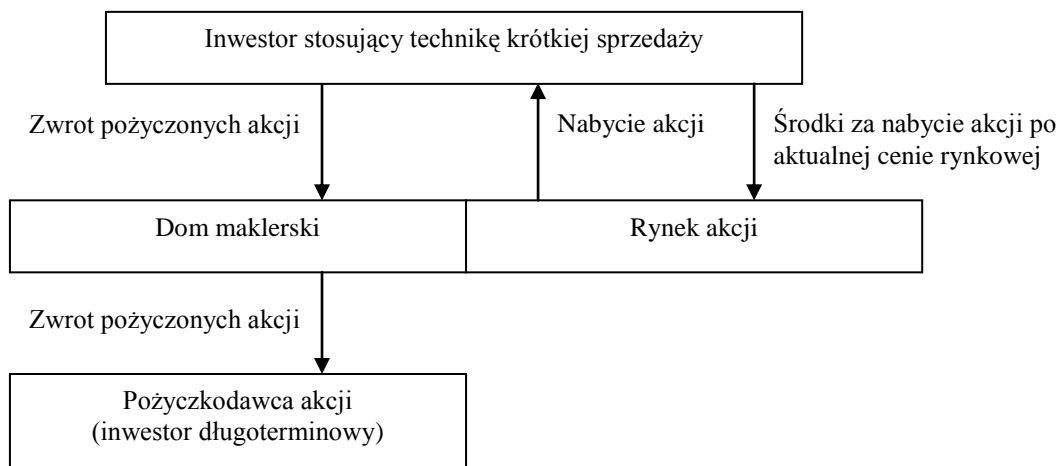
Rys. 1. Transakcja krótkiej sprzedaży z pokryciem

a. sprzedaż pożyczonych akcji



* Sprzedaż akcji na rynku regulowanym wymaga pośrednictwa domu maklerskiego

b. zwrot pożyczonych akcji



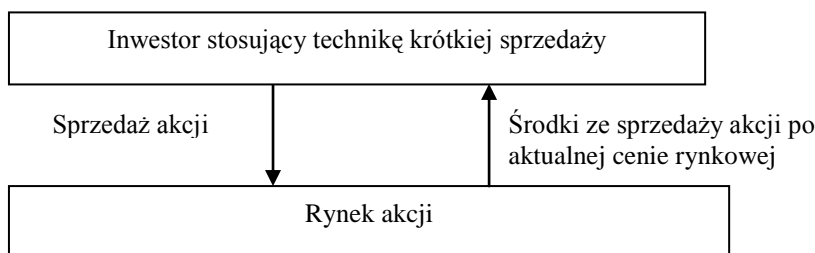
Źródło: Opracowanie własne

Transakcja krótkiej sprzedaży bez pokrycia polega na sprzedaży akcji bez ich uprzedniego pożyczania przez inwestora. Można powiedzieć, że w tej transakcji inwestor sprzedaje raczej „obietnicę” dostarczenia akcji kupującemu, a nie „rzeczywistą” akcję. W celu zamknięcia otwartej pozycji inwestor nabywa papiery wartościowe na rynku (rys. 2). Krótka sprzedaż bez pokrycia generuje większe ryzyko rozliczenia niż krótka sprzedaż z pokryciem, ponieważ w sytuacji, gdy inwestor nie pozyska akcji na rynku, transakcja ta jest anulowana. Krótka sprzedaż bez pokrycia stosowana jest głównie w śróddziennych strategiach inwestycyjnych (ang. *day trading*), czyli takich transakcjach,

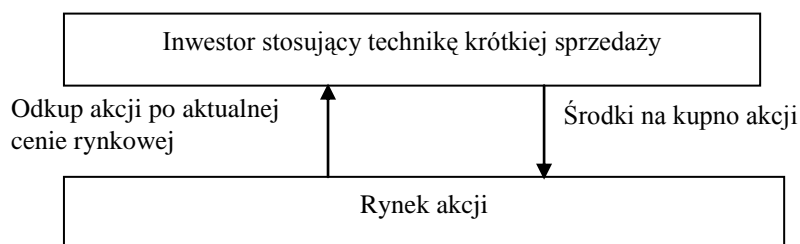
w których pozycja jest otwierana i zamykana tego samego dnia. Jej zaletą jest to, że jest ona tańsza dla inwestora niż krótka sprzedaż z pokryciem, ponieważ nie ponosi on opłat związanych z pożyczkami papierów wartościowych. Warto przy tym zauważyć, że powszechne wykorzystanie tego rodzaju krótkiej sprzedaży może generować znaczne ryzyko dla funkcjonowania rynku giełdowego ze względu na wyższe ryzyko rozliczenia transakcji niż w przypadku krótkiej sprzedaży z pokryciem. Inwestorzy wykorzystujący krótką sprzedaż bez pokrycia mają bowiem możliwość sprzedaży ponad 100% wartości kapitału akcyjnego danej spółki, jeśli tylko znajdą chętnych do zakupu akcji. Sytuacja taka miała miejsce np. na przełomie września i października 2003 r. i dotyczyła brytyjskiej spółki Room Service. Jeden z inwestorów sprzedał w transakcji krótkiej sprzedaży 252% kapitału akcyjnego tej spółki⁷.

Rys. 2. Transakcja krótkiej sprzedaży bez pokrycia

a. sprzedaż pożyczonych akcji



b. odkup pożyczonych akcji



Źródło: Opracowanie własne.

Ramka 1. Przykład transakcji krótkiej sprzedaży akcji z pokryciem

Inwestor oczekuje spadku ceny akcji spółki ABC, która obecnie wynosi 25 zł za szt. i postanawia to wykorzystać. W tym celu kontaktuje się z domem maklerskim, w którym ma rachunek papierów wartościowych, aby ten w jego imieniu pożyczył od innego inwestora 1 000 szt. akcji spółki ABC. Dom maklerski znajduje inwestora długoterminowego, który w najbliższym czasie nie zamierza sprzedawać akcji spółki ABC i jest skłonny je pożyczyć, pobierając opłatę w wysokości 2% w skali roku od wartości pożyczonych akcji. Dom maklerski przekazuje pożyczone akcje na rachunek inwestora, który natychmiast sprzedaje je na rynku inkasując 25 000 zł (1 000 szt. x 25 zł). Oczekiwania inwestora okazały się trafne i w ciągu pięciu sesji cena akcji spółki ABC spadła do 20 zł. Inwestor odkupił akcje, płacąc 20 000 zł (1 000 szt. x 20 zł) i za pośrednictwem biura maklerskiego zwrócił je pożyczkodawcy. Nie uwzględniając opłaty dla pożyczkodawcy papierów (około 2% w skali roku) oraz prowizji domu maklerskiego za pośrednictwo przy pożyczce papierów (około 1% od wartości transakcji) przy transakcjach sprzedaży i kupna akcji (około 0,4% od sprzedaży i tyle samo od kupna akcji), jego zysk na tej transakcji wyniósł 5 000 zł (25 000 zł – 20 000 zł).

⁷ Szerzej na ten temat w komunikacie Financial Services Authority zamieszczonym pod adresem: http://www.fsa.gov.uk/pubs/final/evolution_12nov04.pdf.

Pozytywne aspekty funkcjonowania krótkiej sprzedaży dla rynku giełdowego

W literaturze wymienia się szereg pozytywnych skutków stosowania krótkiej sprzedaży dla funkcjonowania rynku akcji. Ta technika inwestycyjna:

- umożliwia zarabianie na spadkach cen akcji, przez co ułatwia inwestorom aktywne zarządzanie portfelem,
- ułatwia inwestorom zabezpieczanie się przed spadkiem wartości portfela akcji, gdyż w przypadku przewidywanych spadków ich cen mogą oni szybko zająć krótkie pozycje w innych instrumentach, których ceny są dodatnio skorelowane z cenami posiadanych przez nich akcji,
- pozytywnie wpływa na wzrost płynności rynku (m.in. wzrost liczby i wartości zleceń kupna i sprzedaży, zmniejszenie spreadów *bid-ask*),
- ogranicza możliwość zawyżania kursów akcji, przez co przyczynia się do zmniejszenia skali bąbli spekulacyjnych,
- prowadzi do zwiększenia efektywności wyceny akcji, ponieważ inwestorzy mogą sprzedawać akcje, których nie posiadają w portfelu, a które uważają za przewartościowane,
- pozwala inwestorom długoterminowym na osiągnięcie zysku z udzielania pożyczek papierów wartościowych, co poprawia stopy zwrotu z ich portfela⁸.

Ponadto, sprawne funkcjonowanie krótkiej sprzedaży jest bardzo istotne dla rozwoju rynku instrumentów pochodnych, ponieważ zwiększa możliwości dokonywania arbitrażu między rynkiem terminowym i kasowym. Na rynkach, na których funkcjonuje krótka sprzedaż akcji, inwestor może np. zająć długą pozycję na rynku kontraktów terminowych na akcje danej spółki (kupić kontrakty na akcje), które w jego opinii są niedowartościowane, i jednocześnie sprzedać akcje tej spółki w transakcji krótkiej sprzedaży, które uważa za przewartościowane⁹. Jeśli jego przewidywania okażą się prawdziwe i cena akcji spadnie, a cena kontraktów wróci do swojej wartości teoretycznej (*fair value*), to realizuje on zysk, natomiast jeśli przewidywania inwestora okażą się błędne, to ponosi on stratę na tej transakcji.

Negatywne aspekty funkcjonowania krótkiej sprzedaży dla rynku giełdowego

Do negatywnych zjawisk związanych ze stosowaniem przez inwestorów krótkiej sprzedaży można zaliczyć m.in. możliwość nadużycia (ang. *market abuse*), które polega na wykorzystywaniu tej techniki do generowania mylnych sygnałów na temat rzeczywistej podaży akcji danej spółki lub właściwej ich wyceny. Działania takie prowadzą do nieprawidłowego funkcjonowania rynków zwłaszcza w okresach, gdy inwestorzy nadmiernie reagują na napływające sygnały. Jest to szczególnie widoczne w okresach dużej niepewności na rynku (spadki cen akcji, wzrost zmienności cen). Znaczny spadek cen akcji danej spółki z reguły przyczynia się do utraty zaufania inwestorów do niej, co istotnie ogranicza możliwość pozyskania przez nią finansowania nie tylko poprzez emisję akcji na rynku giełdowym, ale również kredytu bankowego. Gwałtowne spadki cen akcji (których przyczyną nie musi być powszechne stosowanie krótkiej sprzedaży) są szczególnie niebezpieczne dla spółek z sektora finansowego, w tym banków. Jest tak dlatego, że spadek zaufania inwestorów może doprowadzić nie tylko do ograniczenia dostępności finansowania giełdowego, ale również spowodować spadek zaufania klientów banku, który w skrajnym przypadku może doprowadzić do masowego wycofywania depozytów (tzw. *run*). Ponadto, w przypadku spółek z tego sektora prawdopodobieństwo wystąpienia efektu zarażania¹⁰ jest znacznie wyższe niż

⁸ *Short Selling* – Discussion Paper, Financial Services Authority, February 2009; S. Gruenenwald, A.F. Wagner, R.H. Weber, *Short Selling Regulation after the Financial Crises – First Principles Revisited*, “Swiss Financial Institute Research Paper Series” nr 09 – 28, July 2009; *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2008 r.*, NBP, Warszawa 2009.

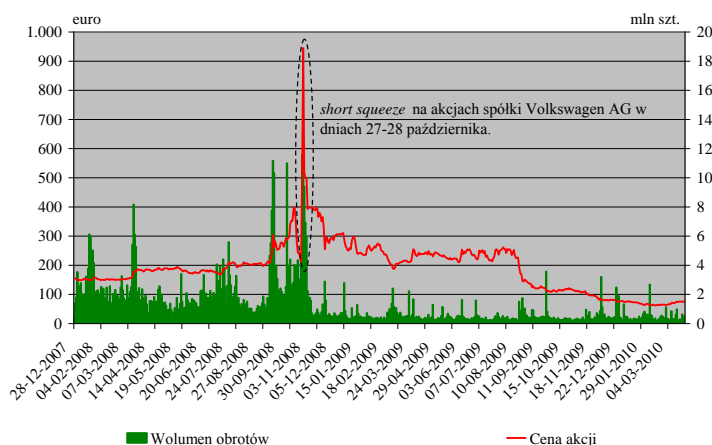
⁹ W języku finansów taka sytuacja nazywana jest rozszerzeniem bazy.

¹⁰ Efekt zarażania polega na tym, że spadki cen akcji jednej ze spółek z danego sektora pociągają za sobą wyprzedzającą sprzedaż akcji innych spółek z tego sektora, a to przyczynia się do spadku cen ich akcji. Sprzedaż akcji tych spółek przez inwestorów

w przypadku spółek z innych sektorów. Dlatego gwałtowne spadki cen akcji jednej ze spółek z tego sektora mogą negatywnie wpłynąć na postrzeganie innych spółek z tego sektora przez inwestorów i w efekcie doprowadzić do masowych spadków cen ich akcji. W skrajnym przypadku może to zagrozić stabilności całego rynku. Poza tym przejrzystość rynków, na których powszechnie wykorzystuje się technikę krótkiej sprzedaży, może ulec zmniejszeniu z powodu braku publicznie dostępnych informacji o liczbie, wartości i koncentracji krótkich pozycji. Dodatkowo, na rynkach, na których zawierane są często transakcje krótkiej sprzedaży, są występuje zwiększone ryzyko rozliczenia transakcji.

Na rynkach, na których krótka sprzedaż jest powszechnie stosowana, może wystąpić także zjawisko „wyciskania” inwestorów mających otwarte krótkie pozycje w akcjach (ang. *short squeeze*). Ma ono miejsce wtedy, gdy część inwestorów posiadających w portfelu akcje spółki zauważa, że skala ich sprzedaży w transakcjach krótkiej sprzedaży jest relatywnie duża w stosunku do obrotów tymi akcjami (duża liczba akcji sprzedanych na krótko w stosunku do średniego dziennego wolumenu obrotów). Inwestorzy ci wstrzymują się ze sprzedażą posiadanych akcji, co przyczynia się do spadku płynności rynku (zmniejszenie liczby akcji w ofertach sprzedaży). Przy niezmiennym popycie prowadzi to do powstania nadwyżki popytu na te akcje nad ich podażą i skutkuje szybkim wzrostem ich cen. Wzrost cen powoduje zamykanie pozycji przez część inwestorów, którzy sprzedali te akcje w transakcjach krótkiej sprzedaży ze względu na ponoszenie przez nich strat/zmniejszenie zysków na tej transakcji, a także ze względu na żądanie wyższych depozytów zabezpieczających przez domy maklerskie. Dodatkowy popyt na akcje ze strony inwestorów stosujących technikę krótkiej sprzedaży przy ograniczonej ich podaży prowadzi do dalszego wzrostu ich cen, który to powoduje zamykanie pozycji przez kolejnych inwestorów posiadających otwarte krótkie pozycje. Spektakularnym przykładem *short squeeze* była sytuacja, jaka miała miejsce w październiku 2008 r. na frankfurckiej giełdzie i dotyczyła akcji spółki Volkswagen AG. Zamykanie pozycji przez inwestorów stosujących technikę krótkiej sprzedaży doprowadziło do ponadczterokrotnego wzrostu ceny akcji tej spółki zaledwie w ciągu dwóch sesji giełdowych, z 210,85 euro do 945 euro (rys. 3.). Sytuacja ta pokazuje, jak duży wpływ na rynek może mieć powszechne stosowanie transakcji krótkiej sprzedaży. Warto podkreślić, że ryzyko *squeeze* wzrasta wraz ze zwiększeniem skali transakcji krótkiej sprzedaży akcji danego emitenta (wzrost relacji liczby akcji danej spółki sprzedanych w transakcjach krótkiej sprzedaży do liczby akcji tej spółki znajdujących się w obrocie) oraz zmniejszeniem płynności akcji danej spółki (mała liczba akcji w ofertach kupna i sprzedaży).

Rys. 3. Cena akcji spółki Volkswagen AG w okresie styczeń 2008 r. – marzec 2010 r.



Uwaga: maksymalną cenę (945 euro) akcje spółki Volkswagen AG osiągnęły na sesji 28 października 2008 r.

Źródło: Bloomberg.

wynika z czynników czysto psychologicznych, tj. słaba kondycja finansowa jednej ze spółek z danego sektora rodzi obawy o kondycję innych spółek z tego sektora i przyczynia się do masowej wyprzedaży ich akcji.

Część wspomnianych negatywnych konsekwencji funkcjonowania krótkiej sprzedaży akcji może zostać wyeliminowana przez wprowadzenie odpowiednich rozwiązań, takich jak ujawnianie zagregowanej wartości krótkich pozycji na poszczególnych akcjach i ich koncentracji oraz specjalne oznaczenie akcji, które są przedmiotem krótkiej sprzedaży. Rozwiązania te mają na celu zwiększenie przejrzystości rynku, która pozwala inwestorom na lepszą ocenę sytuacji odnośnie do popytu i podaży akcji danej spółki. Ponadto, na wielu rynkach stosowana jest reguła *up-tick*, która stanowi, że inwestor nie może złożyć zlecenia krótkiej sprzedaży akcji po cenie niższej niż ostatnia cena transakcyjna na rynku. Jej stosowanie ma na celu ograniczenie wpływu krótkiej sprzedaży na spadek cen akcji. W wyjątkowych sytuacjach nadzorca lub organizator obrotu mogą wprowadzić częściowy lub całkowity zakaz krótkiej sprzedaży akcji wybranych spółek. Sytuacja taka miała miejsce m.in. w ostatnim kwartale 2008 r. w czasie nasilenia światowego kryzysu finansowego, gdy nadzorcy na wielu rynkach rozwiniętych (m.in. w Wielkiej Brytanii, Stanach Zjednoczonych i Niemczech) wprowadzili zakaz krótkiej sprzedaży akcji spółek z sektora finansowego. Kwestia ta jest szczegółowo omówiona w dalszej części artykułu.

Krótką sprzedaż a kryzys finansowy na świecie

Kryzys, który rozpoczął się latem 2007 r. na rynku instrumentów strukturyzowanych z ekspozycją na amerykański rynek kredytów hipotecznych *subprime*, szybko rozprzestrzenił się na inne segmenty rynków finansowych. Indeksy cen akcji na większości giełd osiągnęły swoje maksima w czerwcu lub lipcu 2007 r. Od tego czasu do lutego 2009 r. na tych rynkach obserwowano spadki cen akcji, które były najbardziej gwałtowne w okresie tuż po upadku banku Lehman Brothers 15 września 2008 r. Szczególnie dotknęły one akcje spółek z sektora finansowego, czego przyczyną była m.in. ogólna utrata zaufania inwestorów do tego sektora. Część inwestorów, antycypując spadki cen akcji tych spółek, dokonywała transakcji krótkiej sprzedaży. W wielu przypadkach wykorzystanie tej techniki inwestycyjnej pozwalało na osiągnięcie znaczących zysków, ale w skali całego rynku generowało istotne ryzyko systemowe. Dlatego też początkowo w wielu krajach nadzorcy rynku podjęli działania zakazujące zawierania transakcji krótkiej sprzedaży spółek z sektora finansowego (Stany Zjednoczone, Wielka Brytania) lub też ograniczali ich dokonywanie (Grecja)¹¹. Ponadto, zwiększyli oni wymogi dotyczące ujawniania informacji związanych z tymi transakcjami. Ograniczenia wprowadzone przez nadzorców w większości przypadków były podejmowane pod silną presją opinii publicznej i miały na celu ograniczenie skali spadków cen akcji.

Obecnie brak jest jeszcze kompleksowych opracowań, które wskazywałyby, jaki wpływ miały wspomniane ograniczenia. W niektórych opracowaniach zauważono, że wprowadzone przez nadzorców działania okazały się nieskuteczne¹². Rozwój innowacji finansowych w ostatnich latach spowodował zacieranie się różnic między poszczególnymi segmentami rynku finansowego: rynku papierów wartościowych i rynku instrumentów pochodnych. Zgodnie z prawem Goodharda (które stanowi, że jakakolwiek próba uregulowania bądź „opodatkowania” przez regulatora jednego obszaru działalności inwestycyjnej szybko doprowadzi do tego, iż operacje finansowe zostaną przeniesione do innego obszaru, który nie podlega danej regulacji) ekspozycje wynikające z krótkiej sprzedaży mogą być zatem „zastąpione” przez inwestorów np. odpowiednimi strategiami opcyjnymi lub transakcjami kontraktami *futures*. Inwestorzy mogą np. zastosować technikę polegającą na jednoczesnym kupnie europejskiej opcji sprzedaży akcji danej spółki, wystawieniu (sprzedaży) europejskiej opcji kupna akcji tej spółki i pożyczeniu środków pieniężnych¹³. Dodatkowo, inwestorzy mogą zawierać

¹¹ Szczegółowy opis znajduje się w: S. Gruenenwald, A.F. Wagner, R.H. Weber, *op.cit.*.

¹² *Ibidem*.

¹³ Równoważność ekspozycji uzyskanej za pomocą tej strategii z ekspozycją wynikającą z zastosowania techniki krótkiej sprzedaży wynika z równania na paritet opcji *call* i *put*. W uproszczeniu równanie to pokazuje równoważność zakupu opcji *call* na akcje danej spółki i udzielenie pożyczki środków pieniężnych w porównaniu z zakupem opcji *put* na akcje tej spółki i zakupem jej akcji (opcja *call* + środki pieniężne = opcja *put* + akcje spółki). Z przekształcenia tej zależności wynika, że kupno opcji *put* i jednoczesna sprzedaż opcji *call* oraz zaciągnięcie pożyczki środków pieniężnych są równoznaczne

transakcje na rynku pozagiełdowym (*over the counter* – OTC), np. kupując/sprzedając kontrakty CFD (*contract for difference*) i *total return swaps*.

Można również przypuszczać, że ograniczenia nadzorców miały niewielki wpływ na funkcjonowanie całego rynku akcji ze względu na relatywnie małą skalę tych transakcji w porównaniu z obrotami akcjami na rynku kasowym. Nawet na rozwiniętych rynkach akcji relacja liczby akcji sprzedanych w ramach transakcji krótkiej sprzedaży do liczby akcji znajdujących się w obrocie giełdowym wynosi zaledwie kilka procent. Częściowo wynika to z faktu, że na rozwiniętych rynkach finansowych inwestorzy, jak już wcześniej wspomniano, mają inne możliwości, niejednokrotnie tańsze, zajmowania krótkich pozycji w akcjach. Relatywnie mała skala transakcji krótkiej sprzedaży skłania do postawienia pytania, czy ingerencja nadzorców w funkcjonowanie rynku akcji nie była zbyt duża. Jeśli inwestorzy uznali, że ceny akcji niektórych spółek finansowych są przewartościowane ze względu na ich zaangażowanie w instrumentach z ekspozycją na amerykański rynek kredytów hipotecznych *subprime* i spółki te mogą mieć kłopoty z utrzymaniem rentowności i/lub wypłacalnością, to dlaczego wprowadzono zakaz sprzedaży ich akcji w transakcjach krótkiej sprzedaży? Można przypuszczać, że w tamtym czasie dla nadzorców najważniejsze było zapewnienie stabilności całego systemu finansowego i stąd ich szeroki zakres ingerencji w mechanizmy rynkowe. Warto jednak zauważyć, że w sytuacji, gdy na rynku akcji jest kreowana bańka spekulacyjna (np. jak ta z przełomu dekad związana z boorem na akcje spółek internetowych), to nadzorcy nie zakazują zakupów akcji. Mogłoby to zmniejszyć skalę ich przewartościowania i przyczyniłoby się do poprawy stabilności funkcjonowania rynku.

Funkcjonowanie krótkiej sprzedaży w Polsce

Zawieranie transakcji krótkiej sprzedaży zależy nie tylko od warunków ekonomicznych (sytuacji na rynku akcji), lecz w zasadniczym stopniu uwarunkowane jest także od przyjęcia odpowiednich rozwiązań prawnych. Podstawową barierą zniechęcającą inwestorów do zawierania tego rodzaju transakcji w Polsce była obowiązująca w ustawie Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi¹⁴ zasada, że zbycie papierów wartościowych może nastąpić dopiero po zarejestrowaniu papierów wartościowych na rachunku zbywcy. Rozwiązanie to uniemożliwiało zawarcie transakcji krótkiej sprzedaży w sytuacji, gdy transakcja pożyczki papierów wartościowych nie została jeszcze rozliczona (papiery wartościowe nie zostały jeszcze zapisane na rachunku wartościowym zbywcy). Ponadto, mimo wyłączenia stosowania przepisów k.c. do umowy pożyczki papierów wartościowych¹⁵ uczestnicy rynku nie mieli pewności, czy zawarcie umowy krótkiej sprzedaży akcji nie spowoduje powstania obowiązku podatkowego w postaci podatku od czynności cywilnoprawnych (PCC). Z tych powodów inwestorzy w praktyce nie wykorzystywali techniki krótkiej sprzedaży.

Ponadto, w Polsce pod koniec ubiegłej dekady zostały przyjęte przepisy wykonawcze¹⁶ regulujące zasady i warunki pożyczania papierów wartościowych z udziałem domów maklerskich w celu sprzedaży tych papierów wartościowych, które zbyt drobiazgowo i restrykcyjnie normowały sposób zawierania transakcji krótkiej sprzedaży. Uregulowanie tak szczegółowych kwestii jak ustanowienie i wysokość zabezpieczenia w drodze przepisów administracyjnych uniemożliwiało uczestnikom

z zajęciem krótkiej pozycji w akcjach (-akcje spółki = opcja *put* – opcja *call* – środki pieniężne). Uwaga znak „-” oznacza krótką pozycję w danym instrumencie, a znak „+” oznacza długą pozycję w danym instrumencie. Szerzej na temat parytetu opcji *call* i *put* w :J.C. Hull, *Fundamentals of Futures and Options Markets*, Pearson Education International, Upper Saddle River 2008 r.

¹⁴ Ustawa z 21 sierpnia 1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (DzU z 2005 r., nr 111, poz. 937 z późn. zm.). Od 24 października 2005 r. ustawa ta została zastąpiona ustawą z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (DzU z 2005 r., nr 183, poz. 1538 z późn. zm.).

¹⁵ Zgodnie z ustawą z 9 września 2000 r. o podatku od czynności cywilnoprawnych (DzU z 2007 r., nr 68, poz. 450 z późn. zm.) podatkwowi podlegały umowy pożyczki (zdefiniowane w art. 720 k.c.).

¹⁶ Rozporządzenie Rady Ministrów z 21 grudnia 1999 r. w sprawie określenia szczegółowych zasad, trybu i warunków pożyczania papierów wartościowych z udziałem domów maklerskich, banków prowadzących działalność maklerską oraz banków prowadzących rachunki papierów wartościowych (DzU z 1999 r., nr 110, poz. 1269).

ryнку swobodne kształtowanie warunków transakcji krótkiej sprzedaży i generowało dodatkowe koszty dla inwestorów. Należy zaznaczyć, że mimo trzykrotnego wprowadzania zmian w przepisach wykonawczych dotyczących obniżenia minimalnej wysokości zabezpieczenia początkowego transakcji krótkiej sprzedaży oraz wysokości dodatkowego zabezpieczenia transakcje krótkiej sprzedaży akcji na GPW były zawierane sporadycznie. Wydaje się, że wzorem rozwiniętych rynków akcji kwestie te powinny być przedmiotem umowy między klientem a domem maklerskim.

Przyjęta w 2009 r. nowelizacja ustawy o obrocie instrumentami finansowymi¹⁷ miała na celu poza dostosowaniem do regulacji unijnych stworzenie warunków ułatwiających zawieranie transakcji krótkiej sprzedaży w Polsce. Nowe przepisy m.in. umożliwią zbycie papierów wartościowych przed dokonaniem ich zapisu na rachunku papierów wartościowych zbywcy oraz doprecyzowują kwestie dotyczące PCC (zgodnie z nimi pożyczki papierów wartościowych nie podlegają opodatkowaniu PCC). Istotną zmianą było również uchylenie delegacji dla ministra finansów do wydania przepisów regulujących zasady i warunki pożyczania papierów wartościowych. Dzięki temu z dniem wejścia w życie nowelizacji ustawy o obrocie instrumentami finansowymi przepisy rozporządzenia stracą moc prawną. Ocena nowych rozwiązań ustawowych będzie możliwa po dokonaniu odpowiednich zmian w regulaminach Giełdy Papierów Wartościowych (wprowadzenie m.in. przepisów dotyczących zasad kwalifikowania papierów wartościowych jako przedmiotu transakcji krótkiej sprzedaży oraz pozyskiwania i przetwarzania informacji o tych transakcjach) oraz Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych (wprowadzenie przepisów odnośnie sposobu i trybu rozliczania transakcji krótkiej sprzedaży oraz środków dyscyplinujących, które mogą być podejmowane wobec stron tych transakcji). Dopiero po wprowadzeniu zmian w tych regulaminach uczestnicy rynku będą mogli zawierać transakcje krótkiej sprzedaży na podstawie ramowej umowy pożyczki papierów wartościowych¹⁸.

Na rynkach rozwiniętych fundusze emerytalne są jednym z głównych pożyczkodawców akcji, które są przedmiotem krótkiej sprzedaży. W Polsce nie zostały wydane przepisy wykonawcze do ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych dotyczące udzielania przez te fundusze pożyczek papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym. Brak tych przepisów uniemożliwia udzielanie przez OFE pożyczek papierów wartościowych, co istotnie ogranicza pozyskanie tych papierów celem zbycia w transakcjach krótkiej sprzedaży.

W 2009 r. na GPW można było zawierać transakcje krótkiej sprzedaży akcjami kilkudziesięciu spółek o największej kapitalizacji i największej płynności akcji. Ograniczenie liczby spółek, których akcje mogą być przedmiotem krótkiej sprzedaży, ma na celu zmniejszenie manipulacji cenami akcji. Według danych KDPW w 2009 r. akcje jedynie ośmiu spółek były wykorzystywane w ramach krótkiej sprzedaży. Wolumen obrotów transakcji krótkiej sprzedaży wyniósł 35 432 szt., a ich wartość można szacować na około 1,4 mln zł. Wartość transakcji krótkiej sprzedaży była zatem bardzo niska w porównaniu z wartością transakcji akcjami na GPW, która wyniosła 175,9 mld zł.

Podsumowanie

Krótką sprzedaż jest użyteczną techniką inwestycyjną dla inwestorów, a jej stosowanie pozytywnie oddziałuje na cały rynek giełdowy (akcji i instrumentów pochodnych). Nie należy jednak zapominać, że masowe wykorzystanie tej techniki inwestycyjnej generuje dodatkowe ryzyko dla funkcjonowania rynku giełdowego, które jest szczególnie widoczne w okresie zaburzeń na rynkach finansowych. Należy przy tym zaznaczyć, że większe ryzyko jest generowane przez stosowanie krótkiej sprzedaży bez pokrycia niż z pokryciem. Negatywny wpływ stosowania krótkiej sprzedaży

¹⁷ Ustawa z 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (DzU z 2009 r., nr 165, poz. 1316).

¹⁸ W 2008 r. grupa robocza przy GPW przygotowała „polską” wersję umowy ramowej pożyczek papierów wartościowych na podstawie Global Securities Lending Agreement opracowanej przez International Securities Lenders Associations (ISLA).

na rynek może być częściowo ograniczony przez zastosowanie odpowiednich regulacji, takich jak wcześniej wspomniana reguła *up-tick*. W związku z tym wydaje się, że negatywna rola krótkiej sprzedaży w generowaniu i/lub potęgowaniu zaburzeń na rynkach giełdowych jest nadmiernie eksponowana.

W Polsce mimo wielu zmian przepisów wykonawczych regulujących funkcjonowanie krótkiej sprzedaży w praktyce ona nie funkcjonuje. Wydaje się, że główną tego przyczyną był zapis, który uzależniał zbycie papierów wartościowych od rejestracji papierów wartościowych na rachunku zbywcy. Rozwiązanie to uniemożliwiało zawarcie transakcji krótkiej sprzedaży w sytuacji, gdy transakcja pożyczki papierów wartościowych nie została jeszcze rozliczona. Ponadto, rozporządzenie, które określało zasady zawierania transakcji krótkiej sprzedaży, zbyt szczegółowo regulowało kwestie ustanawiania wysokości zabezpieczeń tych transakcji. Dopiero kompleksowe zmiany w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi przyjęte w 2009 r. mogą przyczynić się do zwiększenia wykorzystania tej techniki inwestycyjnej przez inwestorów działających na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Literatura

- Bris A., *Short Selling Activity in Financial Stocks and the SEC July 15th Emergency Order European*, Corporate Governance Institute and Yale International Center for Finance 2008, August.
- Gopinath S., *Pursuit of Complete Markets – the Missing Perspectives*, Foreign Exchange Dealers' Association of India (FEDAI) Annual Conference, Nairobi 2010.
- Gruenenwald S., Wagner A.F., Weber R.H., *Short Selling Regulation after the Financial Crises – First Principles Revisited*, Swiss Financial Institute Research Paper Series nr 09 – 28, July 2009.
- Hull J.C., *Fundamentals of Futures and Options Markets*, Pearson Education International, Upper Saddle River 2008.
- Maciejewski A., Mejszutowicz K., *Krótką sprzedaż w Polsce – mity i rzeczywistość*, „Rynek Terminowy” 2004, nr 4.
- Regulation of Short Selling*, International Organization of Securities Commissions 2009, June.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2008 r.*, NBP, Warszawa 2009.
- Short selling* – ASX Public Consultation Australian Securities Exchange 2008, March.
- Short Selling* – Briefings on Market Practice, Financial Technologies Group Initiative 2009, March.
- Short selling* – Discussion Paper, Financial Services Authority 2009, February.