

## MECHANIZM KRÓTKIEJ SPRZEDAŻY I JEJ ZASTOSOWANIE

ANDRZEJ FALISZEK

### Abstrakt

Kryzys finansowy, zapoczątkowany w 2007 r. na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych o podwyższonym ryzyku, doprowadził do istotnych zaburzeń i niepewności w globalnym systemie finansowym. Za źródło obecnych problemów można uznać podejmowanie zbyt dużego ryzyka, związanego z trwałym obniżeniem stóp procentowych i dążeniem inwestorów do maksymalizacji zysków.

**Słowa kluczowe:** kryzys finansowy, kredyt hipoteczny, inwestor, ryzyko

### Abstract

The financial crisis that started in 2007. On the US mortgage market at increased risk, led to a significant disturbance and uncertainty in the global financial system. As the source of the current problems can be taking too much risk associated with permanent reduction of interest rates and the desire of investors to maximize profits.

**Keywords:** financial crisis, mortgag, investor, risk

### Światowy kryzys finansowy

Światowy kryzys gospodarczy był poprzedzony stosunkowo długim okresem ożywienia gospodarczego trwającego w latach 1993 – 2007, z przerwą w latach 2001 – 2002. W tym czasie bezrobocie w Stanach Zjednoczonych spadło do bardzo niskiego poziomu przy jednoczesnym braku wzrostu inflacji.

Ożywienie gospodarcze uwidoczniło się także na giełdach papierów wartościowych. W latach 1993 – 2007 wartość indeksu Dow Jones, przedstawiającego uśrednioną wycenę akcji całego rynku nowojorskiej giełdy, wzrosła czterokrotnie, średnio o około 10% rocznie. Produkt Krajowy Brutto USA w tym okresie zwiększył się dwukrotnie, rosnąc przeciętnie o 5% w skali roku. Zróznicowanie tych wartości jednoznacznie wskazuje, że ceny akcji pod koniec analizowanego okresu nie przedstawiały już rzeczywistej wartości przedsiębiorstw<sup>1</sup>.

Począwszy od 2001 roku niskie stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych przyczyniły się do wzrostu liczby kredytów hipotecznych na potrzeby budownictwa mieszkaniowego, czego rezultatem był szybki wzrost cen nieruchomości. Popyt na nieruchomości był dodatkowo stymulowany ogólnym złagodzeniem kryteriów oceny ze strony kredytodawców. Kredytów coraz

---

<sup>1</sup> A. Dmowski, D. Prokopowicz, *Rynki finansowe*, Difin, Warszawa 2010, s. 310.

częściej udzielano osobom o słabej lub niezadowolającej historii kredytowej, co wiązało się ze zwiększonym ryzykiem. Cechą charakterystyczną takich kredytów hipotecznych były niskie wstępne stopy procentowe, gwałtownie rosnące po zakończeniu okresu początkowego. Rynek kredytów o podwyższonym ryzyku rósł szybko, a wraz z nim rozwijała się tzw. sekurytyzacja kredytów hipotecznych, czyli proces, w ramach którego kredytodawcy przenosili ryzyko kredytowe na inwestorów.

W latach 2006–2007 stopy procentowe wzrosły, a ceny nieruchomości uległy znacznemu obniżeniu. Doprowadziło to ostatecznie do pojawienia się dużej liczby przypadków niemożności wywiązania się z zaciągniętych zobowiązań finansowych. Kryzys na amerykańskim rynku kredytów o podwyższonym ryzyku wkrótce przekształcił się w globalny kryzys płynności. W momencie, gdy na rynku amerykańskim zaczęła rosnąć liczba egzekucji nieruchomości od klientów, nikt nie znał rzeczywistej lokalizacji ryzyka związanego z papierami wartościowymi zabezpieczonymi przez kredyty. Ten brak pewności spowodował ograniczenie płynności i niepokój instytucji finansowych.

Z kolei brak rynku wtórnego dla niektórych papierów wartościowych skłonił wiele instytucji finansowych do aktualizacji wyceny swoich aktywów finansowych, a część banków do znacznych odpisów w swoich bilansach. Spadek płynności spowodowany niepewnością na rynku w efekcie doprowadził do ograniczenia dostępności kredytów<sup>2</sup>.

### **Globalny kryzys a sytuacja instytucji finansowych w Polsce**

Pogorszenie koniunktury na rynkach finansowych, które wystąpiło w 2008 roku spowodowane było obawami o ewentualne pogłębienie się trwającego obecnie kryzysu. Kryzys ten dotknął zasadniczo większość krajów rozwiniętych i rozwijających się, a w szczególności te kraje, które do połowy 2007 roku znajdowały się w fazie przyspieszonego rozwoju gospodarczego przy znaczącej partycypacji rynków kapitałowych.

W Polsce pierwsze symptomy kryzysu gospodarczego pojawiły się pod koniec 2008 roku. Wcześniej, od mniej więcej 2004 roku rozwijała się dobra koniunktura gospodarcza, której jednym ze wskaźników był spadek poziomu bezrobocia (do 8,9% w III kw. 2008 r. w porównaniu z 19% w 2005)<sup>3</sup>.

Instytucje finansowe są jednym z czterech podstawowych elementów współczesnych systemów finansowych. Pozostałe elementy to instrumenty finansowe, zasady i sposoby funkcjonowania oraz rynki finansowe<sup>4</sup>.

Instytucje finansowe to podmioty gospodarcze, których głównym przedmiotem działalności, a tym samym głównym źródłem dochodów, jest tworzenie instrumentów finansowych, utrzymywanie ich i dokonywanie transakcji nimi<sup>5</sup>.

Zgodnie z art. 4 pkt 7 ustawy z 15 września 2000 roku Kodeks spółek handlowych do instytucji finansowych zalicza się: bank, fundusz inwestycyjny, towarzystwo funduszy inwestycyjnych lub powierniczych, narodowy fundusz inwestycyjny, zakład ubezpieczeń, zakład reasekuracji, fundusz powierniczy, towarzystwo emerytalne, fundusz emerytalny lub dom maklerski, mające siedzibę w Rzeczypospolitej Polskiej, albo w państwie należącym do Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD)<sup>6</sup>.

<sup>2</sup> Fin-Focus, czerwiec 2008 – nr 5,

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/finservices-retail/docs/finfocus/finfocus5/finfocus5\\_pl.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/docs/finfocus/finfocus5/finfocus5_pl.pdf)  
[dostęp: 25.05.2012]

<sup>3</sup> A. Dmowski, D. Prokopowicz, *Rynki finansowe*, Op. cit., s. 315.

<sup>4</sup> P. Kulpaka, *Giełdy w gospodarce*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 12.

<sup>5</sup> Ibidem, s. 31.

<sup>6</sup> Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, Dz. U. 2000 nr 94 poz. 1037.

Banki są podstawowymi podmiotami występującymi w każdym systemie finansowym. Spełniają one wiele ważnych i podstawowych funkcji, bez których niemożliwe byłoby sprawne działanie nowoczesnej gospodarki wolnorynkowej<sup>7</sup>. Analizując wpływ światowego kryzysu finansowego na sytuację sektora bankowego Polsce, można wyodrębnić wiele kanałów oddziaływania, zarówno bezpośrednich, jak i pośrednich.

W Polsce dominują banki kontrolowane przez zagranicznych inwestorów. Przede wszystkim są to banki, które mają swoją siedzibę w krajach Unii Europejskiej. Wiele z tych banków – spółek dominujących zostało dotkniętych kryzysem. Niektóre z nich poniosły straty na inwestycjach w aktywa związane z amerykańskimi kredytami mieszkaniowymi i otrzymały pomoc publiczną w swoich macierzystych krajach. W związku z tym pojawiły się obawy, czy będą one w stanie pomagać swoim spółkom podporządkowanym.

Do kanałów bezpośredniego wpływu zalicza się kanał kredytowy, kanał finansowania, kanał rynkowy oraz kanał właścicielski<sup>8</sup>.

Oddziaływanie w zakresie pierwszego kanału było nieistotne, ponieważ polskie banki nie były na dużą skalę zaangażowane w upadające banki zagraniczne. Począwszy od trzeciego kwartału 2008 roku banki działające w Polsce ograniczyły lokaty utrzymywane w bankach zagranicznych<sup>9</sup>.

Oddziaływanie kryzysu poprzez kanał finansowania okazało się ograniczone, mimo zależności części banków od finansowania zagranicznego. Wynikało to z faktu, że banki polskie posiadające zagranicznego inwestora pożyczają środki głównie w ramach grupy bankowej, a nie na międzynarodowych rynkach międzybankowych. Banki macierzyste nie tylko nie zaprzestały finansowania swoich filii w naszym kraju, ale także udzieliły im w III i IV kwartale 2008 roku znacznego wsparcia w postaci płynnych środków, szczególnie walutowych<sup>10</sup>.

Wpływ kryzysu na wycenę instrumentów finansowych, a przez to na wartość aktywów banków (kanał rynkowy) był wprawdzie gwałtowny, ale też krótkotrwały, przez co stosunkowo niewielki.

Ważną drogą transmisji szoku z rynków światowych okazał się kanał właścicielski, dotyczący wpływu zagranicznych właścicieli na postępowanie kontrolowanych przez nich banków. W czasie kryzysu szczególnie silny wpływ zarysował się w obszarze zarządzania ryzykiem. Przejawiał się on szczególnie wyraźnie w zakresie ryzyka kredytowego, negatywnie wpływając na funkcjonowanie krajowego rynku międzybankowego, jak też dynamikę akcji kredytowej w Polsce. Banki z kapitałem zagranicznym wyraźnie zaostrzyły politykę kredytową, zwłaszcza w odniesieniu do klientów korporacyjnych<sup>11</sup>.

Spośród pośrednich kanałów oddziaływania na warunki funkcjonowania banków w Polsce szczególnie silnie wpływał kanał makroekonomiczny. Spadek popytu zewnętrznego będący następstwem recesji gospodarczej w krajach będących głównymi partnerami handlowymi Polski przyczynił się do spadku dynamiki PKB i wzrostu bezrobocia. Skutkuje to spadkiem jakości portfela kredytowego, oddziałując negatywnie na ocenę stabilności systemu bankowego, jak również na skłonność banków do kreacji kredytu.

Oddziaływanie kanału kapitałowego polega na realizowanym w ramach grup kapitałowych zarządzaniu kapitałem i wpływa przede wszystkim na politykę dywidend i zasilania w kapitał spółek

---

<sup>7</sup> P. Kulpaka, *Giędy w gospodarce*, Op. cit., s. 31.

<sup>8</sup> Narodowy Bank Polski, *Polska wobec światowego kryzysu gospodarczego*, wrzesień 2009, s. 25-26.

<http://pl.scribd.com/doc/22131165/Polska-Wobec-Swiatowego-Kryzysu-Gospodarczego-2009>

<sup>9</sup> Narodowy Bank Polski, *Polska wobec światowego kryzysu gospodarczego*, wrzesień 2009, s. 25-26.

<http://pl.scribd.com/doc/22131165/Polska-Wobec-Swiatowego-Kryzysu-Gospodarczego-2009> [26.05.2012]

<sup>10</sup> Ibidem, s. 26.

<sup>11</sup> Ibidem, s. 27.

podporządkowanych. Od początku kryzysu nie zaobserwowano negatywnych bezpośrednich skutków działania tego kanału transmisji szoków.

Pośredni kanał rynkowy negatywnie wpływa na funkcjonowanie międzybankowego rynku pieniężnego w Polsce. Zaburzenia na międzynarodowych rynkach spowodowały spadek płynności polskiego rynku. Transakcje z bankami macierzystymi pozwoliły bankom krajowym zabezpieczyć się przed ryzykiem np. walutowym.

Wpływ pośredniego kanału kredytowego wynikającego m.in. z ekspozycji klientów banku na ryzyko rynkowe, a zwłaszcza walutowe, w warunkach znacznego osłabienia złotego był potencjalnie bardzo silny. Ze względu na wysoki udział walutowych kredytów mieszkaniowych, deprecjacja złotego w IV kwartale 2008 roku powodując wzrost wartości zadłużenia, mogła negatywnie wpłynąć na zdolności obsługi zadłużenia przez gospodarstwa domowe. Czynniki ten został zrównoważony przez spadek stóp procentowych za granicą<sup>12</sup>.

Kanał zaufania wywarł znaczny wpływ na funkcjonowanie rynku międzybankowego, głównie przez obniżenie limitów transakcyjnych między bankami, prowadząc do ograniczenia obrotów na rynku międzybankowym. Publiczne ujawnienie informacji o stratach poniesionych przez kilka banków globalnych w 2008 roku doprowadziło do krótkoterminowego spadku zaufania klientów do niektórych banków. Spowodowało to przejściowy odpływ środków ulokowanych przez gospodarstwa domowe. Nie wywołało to jednak problemów z płynnością na większą skalę<sup>13</sup>.

Polska gospodarka wykazuje zdecydowanie większą odporność na kryzys niż gospodarki większości krajów UE, o czym świadczy wzrost PKB na poziomie 0,8% w pierwszym kwartale 2009 r. i 1,1 % w drugim kwartale 2009 r. Jedną z recept na kryzys dotyczący instytucje finansowe jest ustawa z dnia 12 lutego 2009 roku o udzielaniu przez Skarb Państwa wsparcia instytucjom finansowym<sup>14</sup>.

### **Hossa i bessy na GPW**

W czteroletnim okresie od lipca 2003 do lipca 2007 roku indeks WIG, przedstawiający uśredniony poziom cen dla całego rynku Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych, zwiększył się czterokrotnie. Nominalny PKB Polski wzrósł w tym samym czasie o około 40%.

Hossa ta uwarunkowana była zarówno czynnikami zewnętrznymi, jak i wewnętrznymi względem krajowej gospodarki. Do głównych czynników zewnętrznych należy zaliczyć ożywienie gospodarcze na rynkach zagranicznych oraz podobne hossy na licznych, znacznie większych rynkach giełd papierów wartościowych w innych krajach. Natomiast najważniejsze czynniki wewnętrzne to dobra koniunktura polskiej gospodarki aktywizowana faktem przystąpienia Polski do struktur europejskich, spadającym bezrobociem i nowymi inwestycjami w związku z absorpcją funduszy unijnych, w tym również tych związanych z Euro 2012<sup>15</sup>.

W okresie tej hossy rozpoczęła się w Polsce błyskawiczna kariera funduszy inwestycyjnych, które znacznie upraszczały sposób inwestowania nawet stosunkowo niewielkich oszczędności gospodarstw domowych na rynku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Z drugiej jednak strony, zachęcano klientów prezentując im wysoką stopę zwrotu z inwestycji dokonanej kilka lub kilkanaście lat temu. Zwabieni tym sposobem nowi klienci nie mogli przewidzieć zbliżającego się krachu, ponieważ większość z nich charakteryzowała się niskim poziomem edukacji ekonomicznej<sup>16</sup>.

---

<sup>12</sup> Ibidem, s. 28.

<sup>13</sup> Ibidem, s. 29.

<sup>14</sup> Bip.prrm.gov.pl, plik 1486\_fileot.pdf, s. 1.

bip.kprm.gov.pl/download.php?s=75&id=862 [dostęp: 26.05.2012]

<sup>15</sup> A. Dmowski, D. Prokopowicz, *Rynki finansowe*, Op. cit., s. 313.

<sup>16</sup> Ibidem, s. 313-314.

Znaczącą rolę w nakręcaniu tej giełdowej koniunktury odegrały intensywnie prowadzone kampanie reklamowe, w których porównywano niskooprocentowane lokaty bankowe z jednostkami funduszy inwestycyjnych „oferujących” znacznie wyższą stopę zwrotu. W związku z fałszowaniem realnego obrazu potencjalnych inwestycji działania podjęła Komisja Nadzoru Finansowego, zakazując emisji reklam najbardziej wprowadzających w błąd. Interwencja Komisji była spóźniona, ustawę zakazującą nieetycznych praktyk w reklamach funduszy wydano dopiero 3 lipca 2007 roku, niemal w przeddzień załamania się rynku<sup>17</sup>.

Optymizm inwestorów na giełdzie w Nowym Jorku, wzmocniony niewłaściwą polityką monetarną Banku Rezerw Federalnych skutkowało silnym wzrostem popytu na aktywa finansowe rynku kapitałowego. Rosły więc indeksy na Wall Street, a jednocześnie kapitał zagranicznych funduszy inwestycyjnych trafiał na rynki krajów rozwijających się, w tym też na Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Rosnąca wycena akcji notowanych na WGPW w połączeniu z różnicą kursową dolara względem złotówki przyniosła wysoką stopę zwrotu kapitałom pochodzącym z zagranicy. Rozkręcona w ten sposób koniunktura dodatkowo zwiększała inwestycje polskich funduszy inwestycyjnych. Łączna wartość aktywów funduszy inwestycyjnych, która na początku 2003 roku wynosiła w Polsce około 25 miliardów złotych, stanowiąc 5% oszczędności Polaków, do lata 2007 roku wzrosła sześciokrotnie, przekraczając 150 miliardów złotych (ok. 20% oszczędności krajowych gospodarstw domowych)<sup>18</sup>.

Zdaniem Andrzeja Steca, hossy na Giełdzie Papierów Wartościowych, przerywana mniejszymi bądź większymi korektami, trwa średnio pięć lat, liczona od dnia poprzedzającej ją bessy. Tyle czasu potrzeba, aby inwestorzy zapomnieli o bessie i znów zaczęli masowo wpłacać pieniądze do akcyjnych funduszy inwestycyjnych. Hossa zawsze kończy się nowym, historycznym szczytem indeksów i ogólną euforią inwestorów. Bessa trwa natomiast średnio 18 miesięcy i zabiera inwestorom ponad połowę zysków z całej minionej hossy. Kończy ją powszechny strach, niepewność, paniczna fala wyprzedzaży i zazwyczaj oficjalne ogłoszenie recesji w zachodnich krajach<sup>19</sup>.

### **Krótką sprzedaż i pożyczka papierów**

Zgodnie z definicją zawartą w ustawie z 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi przez krótką sprzedaż rozumie się zobowiązanie się do zbycia papierów wartościowych mimo ich braku w chwili zaciągania tego zobowiązania na rachunku papierów wartościowych zbywcy<sup>20</sup>.

Na rynku regulowanym zawieranie transakcji krótkiej sprzedaży jest dopuszczalne, o ile<sup>21</sup>:

- 1) pomiędzy zbywcą lub podmiotem, o którym mowa w art. 121 ust. 2 pkt 2, a wykonującym zlecenie została zawarta umowa, która:
  - ✓ ustanawia obowiązek i określa zasady pozyskania i termin dostarczenia przez zbywcę lub podmiot, o którym mowa w art. 121 ust. 2 pkt 2, papierów wartościowych niezbędnych do dokonania rozrachunku transakcji w terminie określonym przez Krajowy Depozyt lub inny podmiot prowadzący rozrachunek, oraz
  - ✓ uprawnia wykonującego zlecenie do zawarcia na rachunek zbywcy lub podmiotu, o którym mowa w art. 121 ust. 2 pkt 2, umowy pożyczki papierów wartościowych na wypadek niewywiązania się przez zbywcę lub podmiot, o którym

<sup>17</sup> Ibidem, s. 314.

<sup>18</sup> Ibidem, s. 314.

<sup>19</sup> A. Stec, *5 lat hossy i półtora roku bessy*, <http://www.pb.pl/2182099,68560,5-lat-hossy-i-poltora-roku-bessy> [dostęp: 26.05.2012].

<sup>20</sup> Art. 3 pkt 47 ustawy z 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

<sup>21</sup> Art. 7 ust. 5 ustawy z 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

mowa w art. 121 ust. 2 pkt 2, z obowiązku terminowego dostarczenia papierów wartościowych, albo

- 2) zbywcą jest podmiot będący uczestnikiem Krajowego Depozytu lub innego podmiotu prowadzącego rozliczenia transakcji, odpowiedzialny za wykonanie obowiązków związanych z rozliczeniem tej transakcji, albo
- 3) zbywcą jest podmiot niebędący uczestnikiem Krajowego Depozytu lub innego podmiotu prowadzącego rozliczenia transakcji, odpowiedzialnym za wykonanie obowiązków związanych z rozliczeniem tej transakcji, o ile umowa pomiędzy zbywcą a podmiotem będącym uczestnikiem Krajowego Depozytu lub innego podmiotu prowadzącego rozliczenia transakcji, odpowiedzialnym za wykonanie obowiązków związanych z rozliczeniem tej transakcji:
  - ✓ ustanawia obowiązek i określa zasady pozyskania i termin dostarczenia przez zbywcę papierów wartościowych niezbędnych do dokonania rozrachunku transakcji w terminie określonym przez Krajowy Depozyt lub inny podmiot prowadzący rozrachunek, oraz
  - ✓ uprawnia tego uczestnika do zawarcia na rachunek zbywcy umowy pożyczki papierów wartościowych na wypadek niewywiązania się przez zbywcę z obowiązku terminowego dostarczenia papierów wartościowych.

Krótką sprzedaż (ang. *short selling*) jest techniką inwestycyjną, która zakłada osiągnięcie zysków ze spadku cen papierów wartościowych<sup>22</sup>. Ma stosunkowo prostą konstrukcję, ale pociąga za sobą określone ryzyka. Ze względu na szczególny charakter transakcji krótkiej sprzedaży, warunki ich przeprowadzania są ściśle zdefiniowane przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie<sup>23</sup>.

Tradycyjnym sposobem na osiąganie zysków z inwestycji na giełdzie jest nabywanie papierów wartościowych w celu ich późniejszej sprzedaży po wyższym kursie. W przypadku transakcji krótkiej sprzedaży cel inwestycji jest identyczny, a różnica polega jedynie na odwrotnej kolejności przeprowadzanych transakcji. Inwestor najpierw sprzedaje papiery wartościowe po to, aby po spadku ich kursu, przeprowadzić transakcję kupną<sup>24</sup>.

Krótką sprzedaż wykorzystywana jest również jako składnik strategii bardziej złożonych, np. w strategiach arbitrażowych z wykorzystaniem instrumentów pochodnych oraz akcji. Dzięki swojej specyfice, ma istotny wpływ na jakość i atrakcyjność rynku, czyniąc go bardziej efektywnym. Powoduje wzrost płynności rynku, poprzez pożyczki papierów i krótką sprzedaż akcje znajdujące się w portfelach inwestycyjnych długoterminowych inwestorów "powracają" na rynek, zwiększając liczbę akcji w obrocie oraz ogranicza ryzyko przewartościowania papierów wartościowych. Krótka sprzedaż aktywizuje rynek pożyczek papierów wartościowych będąc źródłem dodatkowego popytu na te pożyczki, podczas gdy płynny rynek pożyczek papierów jest dla pożyczkodawców szansą na dodatkowe źródło przychodów. Krótka sprzedaż ma również istotne znaczenie w obrocie akcyjnymi oraz indeksowymi instrumentami pochodnymi<sup>25</sup>.

---

<sup>22</sup> P. Kłosiewicz, R. Sieradzki, *Krótką sprzedaż akcji. Wady i zalety oraz wykorzystanie tej techniki inwestycyjnej na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, Finansowy Kwartalnik Internetowy „e-Finanse” 2010, vol. 6, nr 2, s. 88 [http://www.e-finanse.com/artykuly\\_eng/147.pdf](http://www.e-finanse.com/artykuly_eng/147.pdf) [dostęp: 27.05.2012]

<sup>23</sup> *Krótką sprzedaż. Poradnik dla inwestorów*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Oficjalne Wydawnictwo Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2010, s.3

<sup>24</sup> Ibidem, s. 3.

<sup>25</sup> Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, *Krótką sprzedaż i pożyczki papierów*, [http://www.gpw.pl/krotka\\_sprzedaz\\_i\\_pozyczki\\_papierow](http://www.gpw.pl/krotka_sprzedaz_i_pozyczki_papierow) [dostęp: 27.05.2012]

Przedmiotem krótkiej sprzedaży mogą być akcje notowane na rynku regulowanym spełniające co najmniej jedno z poniższych kryteriów<sup>26</sup>:

1. wchodzi w skład indeksu giełdowego WIG20 lub
2. biorą udział w rankingu płynności i spełniają łącznie wszystkie poniższe warunki:
  - ✓ wartość akcji w wolnym obrocie wyliczona na dzień rankingu płynności akcji wynosi co najmniej 300.000.000 zł oraz
  - ✓ średnia dzienna wartość obrotów akcji w okresie ostatnich 6 miesięcy wyliczona na dzień rankingu płynności akcji wynosi co najmniej 4.000.000 zł lub
  - ✓ akcje, których wartość w wolnym obrocie w dniu ich pierwszego notowania stanowi lub stanowiła co najmniej 1% wartości akcji w wolnym obrocie wszystkich spółek uczestniczących w rankingu płynności akcji, z zastrzeżeniem, że na podstawie tego kryterium akcje mogą być przedmiotem krótkiej sprzedaży jedynie w okresie 6 miesięcy od dnia ich pierwszego notowania.

Przedmiotem krótkiej sprzedaży mogą być również papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa, na przykład obligacje skarbowe lub papiery wartościowe emitowane przez Narodowy Bank Polski.

Listy papierów dopuszczonych do krótkiej sprzedaży są podawane do wiadomości publicznej. W praktyce aktualizacja list papierów wartościowych dopuszczonych do krótkiej sprzedaży będzie, poza przypadkami szczególnymi, przeprowadzana wraz ze zmianą składu indeksu WIG20. W przypadku zmian standardowych cztery razy w roku po zakończeniu sesji w trzeci piątek marca, czerwca, września, grudnia oraz po sporządzeniu nowego rankingu płynności, czyli po zakończeniu 7 dnia sesyjnego miesiąca następującego po miesiącach: styczeń, kwiecień, lipiec, październik (również cztery razy w roku). Zatem standardowe zmiany składu list papierów dopuszczonych do krótkiej sprzedaży będą następowały osiem razy w roku w terminach: po 7 lutego, po trzecim piątku marca, po 7 maja, po trzecim piątku czerwca, po 7 sierpnia, po trzecim piątku września, po 7 listopada, po trzecim piątku grudnia<sup>27</sup>.

Na polskim rynku krótka sprzedaż formalnie istniała od 1999 r. Nie cieszyła się jednak powodzeniem, gdyż brakowało korzystnych i jasnych regulacji w tym zakresie. W lipcu 2010 r. Giełda Papierów Wartościowych formalnie wprowadziła krótką sprzedaż w oparciu na ustawie o obrocie instrumentami finansowymi, przepisach wykonawczych i regulaminach wewnętrznych<sup>28</sup>.

### **Zabezpieczenie krótkiej sprzedaży**

Na zabezpieczenie krótkiej sprzedaży składają się zabezpieczenie początkowe oraz zabezpieczenie dodatkowe. Zabezpieczenie początkowe stanowią wyłącznie<sup>29</sup>:

1. gwarancje, akredytywy lub poręczenia bankowe;
2. środki pieniężne;
3. maklerskie instrumenty finansowe znajdujące się na liście, o której mowa w § 26 ust. 5 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 20 kwietnia 2006 r. w sprawie trybu i warunków pożyczania maklerskich instrumentów finansowych, z udziałem firm inwestycyjnych oraz

<sup>26</sup> Uchwała Nr 1/1233/2010 Rady Nadzorczej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 17 lutego 2010 r. w sprawie zmiany Regulaminu Giełdy, § 117 a.

<sup>27</sup> Serwis Inwestora, *Od pierwszego lipca krótka sprzedaż na GPW – na czym będzie to polegało?* <http://serwis-inwestora.pl/gielda/od-1-lipca-krotka-sprzedaz-na-gpw-na-czym-bedzie-to-polegalo2> [dostęp: 27.05.2012]

<sup>28</sup> Ibidem.

<sup>29</sup> Encyklopedia Prawa Skarbiec.Biz, *Krótka sprzedaż*, <http://www.skarbiec.biz/haslo/136/> [dostęp: 27.05.2012]

banków powierniczych (Dz. U. z dnia 24 kwietnia 2006 r.), przy czym za instrumenty takie uważa się także prawa do ich otrzymania;

4. bony skarbowe lub obligacje wyemitowane przez Skarb Państwa.

Zabezpieczenie dodatkowe stanowią natomiast<sup>30</sup>:

1. środki pieniężne uzyskane ze sprzedaży pożyczonych papierów wartościowych;
2. środki pieniężne uzyskane ze sprzedaży maklerskich instrumentów finansowych stanowiących zabezpieczenie krótkiej sprzedaży w wyniku dokonywania czynności, o których mowa w ust. 8 ww. rozporządzenia;
3. środki pieniężne inne niż wymienione w pkt 1 i 2;
4. maklerskie instrumenty finansowe znajdujące się na liście, o której mowa w § 26 ww. rozporządzenia, przy czym za instrumenty takie uważa się także prawa do ich otrzymania;
5. bony skarbowe lub obligacje wyemitowane przez Skarb Państwa.

### **Ryzyko związane ze strategią inwestycyjną krótkiej sprzedaży**

Istnieją dwa główne ryzyka krótkiej sprzedaży<sup>31</sup>:

- ryzyko rozliczeniowe,
- short squeeze.

Najpoważniejszym ryzykiem związanym z transakcją krótkiej sprzedaży jest ryzyko rozliczeniowe, ze względu na brak pewności, czy inwestor przeprowadzający transakcję pozyska i dostarczy sprzedane papiery w terminie rozliczenia.

Przepisy prawa dotyczące transakcji krótkiej sprzedaży wskazują, że zawarcie takiej transakcji jest możliwe, o ile pomiędzy inwestorem a biurem maklerskim będzie zawarta umowa, ustanawiająca obowiązek i określająca zasady pozyskania i termin dostarczenia przez inwestora papierów wartościowych niezbędnych do dokonania rozrachunku transakcji w dniu rozliczeniowym. Obowiązek zawierania takich umów do pewnego stopnia ogranicza ryzyko rozliczeniowe, jednak nie daje 100% gwarancji prawidłowości rozliczeń<sup>32</sup>.

Drugim ryzykiem, które towarzyszy transakcjom krótkiej sprzedaży jest ryzyko pojawienia się efektu tzw. short squeeze. Efekt ten dotyczy papierów, na których występuje duża liczba otwartych pozycji (tj. sprzedanych na krótko). W przypadku, gdy inwestorzy posiadający krótkie pozycje zdecydują się równocześnie zamknąć posiadane pozycje, wówczas na rynku pojawia się duży popyt na określone papiery, pojawia się między innymi duża wartość zleceń kupna, co może spowodować nienaturalny wzrost ich kursów. Short squeeze dotyczy głównie papierów o niższej płynności – w przypadku papierów o dużej płynności trudniej jest wpłynąć na ich kurs<sup>33</sup>.

Giełda podejmuje decyzję o zawieszeniu przyjmowania zleceń krótkiej sprzedaży w przypadku<sup>34</sup>:

---

<sup>30</sup> Ibidem.

<sup>31</sup> Serwis Inwestora, *Od pierwszego lipca krótka sprzedaż na GPW – na czym będzie to polegało?* <http://serwis-inwestora.pl/gielda/od-1-lipca-krotka-sprzedaz-na-gpw-na-czym-bedzie-to-polegalo2> [dostęp: 27.05.2012]

<sup>32</sup> *Krótka sprzedaż. Poradnik dla inwestorów*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Oficjalne Wydawnictwo Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2010, s. 14.

<sup>33</sup> *Krótka sprzedaż. Poradnik dla inwestorów*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Oficjalne Wydawnictwo Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2010, s. 14.

<sup>34</sup> Serwis Inwestora, *Od pierwszego lipca krótka sprzedaż na GPW – na czym będzie to polegało?* <http://serwis-inwestora.pl/gielda/od-1-lipca-krotka-sprzedaz-na-gpw-na-czym-bedzie-to-polegalo2> [dostęp: 27.05.2012]

- istotnego wzrostu ryzyka rozliczeniowego, na podstawie informacji uzyskanych od Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych,
- wystąpienia na danej sesji giełdowej znacznych spadków wartości indeksu WIG lub kursów poszczególnych akcji, przy jednoczesnym dużym udziale wartości obrotu w transakcjach krótkiej sprzedaży w wartości obrotów wszystkich transakcji na rynku.

Aby zapewnić bezpieczeństwo obrotu, Giełda może zawiesić możliwość składania zleceń krótkiej sprzedaży w odniesieniu do wszystkich akcji, dla których możliwe jest zawieranie transakcji krótkiej sprzedaży, jeżeli zaistnieją jednocześnie następujące warunki<sup>35</sup>:

- wartość indeksu WIG spadnie w stosunku do wartości odniesienia na daną sesję o więcej niż 3%,
- udział bieżącej wartości obrotu w transakcjach krótkiej sprzedaży zawartych na wszystkich akcjach dopuszczonych do krótkiej sprzedaży w stosunku do wartości sprzedaży wszystkich tych akcji jest większy niż 20%.

Transakcje mogą być również zawieszane dla akcji pojedynczych spółek, jeżeli zaistnieją jednocześnie następujące warunki<sup>36</sup>:

- kurs danych akcji spadnie w stosunku do kursu odniesienia na daną sesję o więcej niż 10%,
- udział bieżącej wartości obrotu w transakcjach krótkiej sprzedaży zawartych na danych akcjach w stosunku do wartości sprzedaży wszystkich transakcji tymi akcjami jest większy niż 20%.

Podsumowując, krótka 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<sup>37</sup>.

## Bibliografia

1. Adamska A., Fierla A., *Inwestowanie. Wybrane zagadnienia*, SGH, Warszawa 2010.
2. Antkiewicz S., *Polski rynek obligacji i innych dłużnych papierów wartościowych*, Wyd. Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2009.
3. Antkiewicz S., *Rynek dłużnych papierów wartościowych w Polsce. Instrumenty, innowacje, perspektywy*, Wyd. Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2006.
4. Bączyk M., Koziński M., Michalski M., Pyziół W., Szumański A., Weiss I., *Papiery wartościowe*, Zakamycze, Kraków 2000.
5. Bień W., *Ocena efektywności finansowej spółek kapitałowych*, Difin, Warszawa 2005.
6. Bień W., *Rynek papierów wartościowych*, Difin, Warszawa 1996.
7. Cern G., *Zarys prawa papierów wartościowych*, PWSZ, Elbląg 2008.
8. Chłopecki A., *Opcje i transakcje terminowe. Zagadnienia prawne*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2005.

<sup>35</sup> Ibidem.

<sup>36</sup> Serwis Inwestora, *Od pierwszego lipca krótka sprzedaż na GPW – na czym będzie to polegało?* <http://serwis-inwestora.pl/gielda/od-1-lipca-krotka-sprzedaz-na-gpw-na-czym-bedzie-to-polegalo2> [dostęp: 27.05.2012]

<sup>37</sup> P. Kłosiewicz, R. Sieradzki, *Krótka sprzedaż akcji. Wady i zalety oraz wykorzystanie tej techniki inwestycyjnej na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, Finansowy Kwartalnik Internetowy „e-Finanse” 2010, vol. 6, nr 2, s. 88 [http://www.e-finanse.com/artykuly\\_eng/147.pdf](http://www.e-finanse.com/artykuly_eng/147.pdf) [dostęp: 27.05.2012]

9. Chłopecki A., Dyl M., *Prawo rynku kapitałowego*, C.H. Beck, Warszawa 2003.
10. Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, PWN, Warszawa 2002.
11. Dmowski A., Prokopowicz D., *Rynki finansowe*, Difin, Warszawa 2010.
12. Dorosz A., Puławski M., *Giędy pięniężne*, w: *Giędy w gospodarce światowej*, W. Januskiewicz, PWE, Warszawa 1991.
13. Fedorowicz Z., *Rynek pięnięża i rynek kapitału*, Poltext, Warszawa 1997.
14. Gruszecki T., *Współczesne teorie przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2002.
15. Kołacz J., *Prawo papierów wartościowych i rynku kapitałowego*, Oficyna Wolters Kluwer, Warszawa 2007.
16. Komajda E., *Rynek papierów wartościowych. Wybrane zagadnienia*, WSHiP, Warszawa 2003.
17. *Krótka sprzedaż. Poradnik dla inwestorów*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Oficjalne Wydawnictwo Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2010.
18. Kruczalak K., *Zarys prawa handlowego*, PWN, Warszawa 2001.
19. Kulpaka P., *Giędy w gospodarce*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007.
20. Mojak J., *Prawo papierów wartościowych*, LexisNexis, Warszawa 2010.
21. Nawrot W., *Emisja akcji w Polsce w nowej europejskiej perspektywie*, CeDeWu, Warszawa 2006.
22. Pyka I., *Rynek pięniężny i kapitałowy*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej Karola Adamieckiego, Katowice 2003.
23. Socha J., *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, Olimpus, Warszawa 2003.
24. Socha J., *Rynek. Giełda. Inwestycje*, Olympus, Warszawa 1998.
25. Steiner R., *Rynki finansowe. Przewodnik encyklopedyczny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002.
26. Zalewski G., *Kontrakty terminowe i forex. Teoria i praktyka*, Wyd. Linia, Warszawa 2011.
- Zaremba A., *Giełda papierów wartościowych*, Helion, Gliwice 2010.
27. Zaremba A., *Giełda. Podstawy inwestowania*, OnePress, Gliwice 2012.

#### Artykuły

1. Chłopecki A., Mikosz A., *Prawo do akcji w publicznym obrocie papierami wartościowymi* [w:] *Problematyka prawna papierów wartościowych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1999, nr 6.

#### Akty prawne

1. Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 22 grudnia 1998 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinien odpowiadać prospekt emisyjny, skrót prospektu emisyjnego oraz memorandum informacyjne i skrót memorandum informacyjnego (Dz.U. z 1998 r. Nr 163, poz. 1162).
2. Uchwała Nr 1/1233/2010 Rady Nadzorczej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 17 lutego 2010 r. w sprawie zmiany Regulaminu Giełdy.
3. Uchwała nr 44/589/98 Rady Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 29 kwietnia 1998 r. w sprawie warunków i trybu dopuszczania do obrotu giełdowego praw do nowych akcji, § 1.
4. Ustawa z 21 sierpnia 1997 r. — prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, Dz. U. 1997, nr 118, póź. 754.
5. Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz. U. nr 94, poz. 1037 z późn. zm.), art. 433 § 1.

6. Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, Dz. U. 2000 nr 94 poz. 1037.
7. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. nr 184, poz. 1539).

#### Strony internetowe

1. Bip.prrm.gov.pl, plik 1486\_fileot.pdf, bip.kprm.gov.pl/download.php?s=75&id=862 [dostęp: 26.05.2012]
2. Encyklopedia Prawa Skarbiec.Biz, Krótka sprzedaż, <http://www.skarbiec.biz/haslo/136/> [dostęp: 27.05.2012]
3. Fin-Focus, czerwiec 2008 – nr 5, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finservices-retail/docs/finfocus/finfocus5/finfocus5\\_pl.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/docs/finfocus/finfocus5/finfocus5_pl.pdf) [dostęp: 25.05.2012]
4. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Krótka sprzedaż i pożyczki papierów, [http://www.gpw.pl/krotka\\_sprzedaz\\_i\\_pozyczki\\_papierow](http://www.gpw.pl/krotka_sprzedaz_i_pozyczki_papierow) [dostęp: 27.05.2012]
5. Kłosiewicz P., Sieradzki R., Krótka sprzedaż akcji. Wady i zalety oraz wykorzystanie tej techniki inwestycyjnej na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, Finansowy Kwartalnik Internetowy „e-Finanse” 2010, vol. 6, nr 2, [http://www.e-finanse.com/artykuly\\_eng/147.pdf](http://www.e-finanse.com/artykuly_eng/147.pdf) [dostęp: 27.05.2012]
6. Narodowy Bank Polski, Polska wobec światowego kryzysu gospodarczego, wrzesień 2009, <http://pl.scribd.com/doc/22131165/Polska-Wobec-Swiatowego-Kryzysu-Gospodarczego-2009> [26.05.2012]
7. Produkty strukturyzowane - podstawowe pojęcia, [www.doradcafinansowy.pl/produkty-strukturyzowane](http://www.doradcafinansowy.pl/produkty-strukturyzowane), wgląd 20 marzec 2012 r.
8. Serwis Inwestora, Od pierwszego lipca krótka sprzedaż na GPW – na czym będzie to polegało? <http://serwis-inwestora.pl/gielda/od-1-lipca-krotka-sprzedaz-na-gpw-na-czym-bedzie-to-polegalo2> [dostęp: 27.05.2012]
9. Stec A., 5 lat hossy i półtora roku bessy, <http://www.pb.pl/2182099,68560,5-lat-hossy-i-poltora-roku-bessy> [dostęp: 26.05.2012]

**Andrzej Faliszek - członek Koła Naukowego Administracji Autonomicznym Systemem Bezpieczeństwa Wyższej Szkoły Bezpieczeństwa Publicznego i Indywidualnego Apeiron w Krakowie.**