



GIEŁDA PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH  
w Warszawie

# **KRÓTKA SPRZEDAŻ**

## **Broszura Informacyjna**

\* \* \*

Niniejsza broszura ma charakter jedynie informacyjny i nie stanowi oferty kupna ani oferty sprzedaży żadnych instrumentów finansowych ani usług inwestycyjnych. Podstawowym źródłem informacji o krótkiej sprzedaży jest Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 20 kwietnia 2006 r. w sprawie trybu i warunków pożyczania maklerskich instrumentów finansowych, z udziałem firm inwestycyjnych oraz banków powierniczych (Dz.U z 2006 Nr 67 poz. 481). Giełda Papierów Wartościowych nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania informacji zawartych w niniejszej broszurze

\* \* \*

Warszawa, 08 czerwca 2006 roku

## Spis Treści

<b>1. Wstęp</b> .....	3
<b>2. Mechanizm krótkiej sprzedaży</b> .....	4
2.1. Podstawy krótkiej sprzedaży .....	5
2.2. Koszt pożyczania papierów .....	8
2.3. Zabezpieczenie krótkiej sprzedaży.....	9
<b>3. Krótka sprzedaż od strony formalnej</b> .....	10
3.1. Papiery które mogą być przedmiot krótkiej sprzedaży .....	10
3.2. Ramowa umowa sprzedaży krótkiej i umowa sprzedaży krótkiej .....	11
3.3. Zabezpieczenie krótkiej sprzedaży.....	12
3.4. Zawarcie umów pożyczki .....	18
3.5. Rozwiązanie i wygaśnięcie umowy pożyczki.....	18
<b>4. Inne pożyczki papierów wartościowych</b> .....	19
<b>5. Strona internetowa GPW</b> .....	20
<b>6. Zadaj pytanie</b> .....	20

## 1. Wstęp

Krótką sprzedaż pod względem formalnym istnieje na polskim rynku od 21 grudnia 1999 roku. W tym dniu weszło w życie rozporządzenie regulujące zasady pożyczania papierów wartościowych pod krótką sprzedaż (dla celów poniższego artykułu w dalszej jego części, wspomniane rozporządzenie będziemy nazywać rozporządzeniem o krótkiej sprzedaży). Ostatni akt prawny w tym przedmiocie wydano w dniu 20 kwietnia 2006 r. (Rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie trybu i warunków pożyczania maklerskich instrumentów finansowych, z udziałem firm inwestycyjnych oraz banków powierniczych (Dz.U z 2006 Nr 67 poz. 481)).

Krótką sprzedaż to strategia inwestycyjna która pozwala na osiąganie zysków z inwestycji w akcje również wówczas gdy ceny tych akcji spadają. Jest strategią o stosunkowo prostej konstrukcji wymagającą zaciągnięcia pożyczki w papierach wartościowych. Jest to strategia, która daje możliwość zarabiania na spadkach również dla tych inwestorów dla których rynek instrumentów pochodnych, który specjalizuje się w takich transakcjach, jest niedostępny (np. zbyt trudny lub o zbyt wysokim ryzyku inwestycyjnym). Bez wątpienia jest to strategia która jest niezbędnym narzędziem w rękach każdego profesjonalnego inwestora.

Poniższa broszura wyjaśnia podstawowe pojęcia związane z transakcjami krótkiej sprzedaży oraz przedstawia jej mechanizm na polskim rynku uregulowany wspomnianym rozporządzeniem.

## **2. Mechanizm krótkiej sprzedaży**

Krótką sprzedaż jest jedną ze strategii inwestycyjnych, dla funkcjonowania której wymagane są szczególne regulacje. Jej głównym celem, tak jak każdej strategii inwestycyjnej, jest: kupić tanio, sprzedać drogo. Tradycyjnym sposobem osiągnięcia tego celu jest nabycie papieru wartościowego na rynku, po czym sprzedaż z nadzieją na otrzymanie kwoty większej niż kwota pierwotnie zainwestowana. Zyskiem z transakcji jest różnica pomiędzy kwotą otrzymaną w wyniku sprzedaży papierów a kwotą zapłaconą przy ich nabyciu.

Krótką sprzedaż jest odwróceniem tego procesu, gdzie najpierw sprzedajemy papiery wartościowe, a następnie dokonujemy ich odkupienia. W tym przypadku również zależy nam na tym aby kupić tanio i sprzedać drogo, choć robimy to w odwrotnej kolejności.

Tradycyjne sposoby inwestowania (inwestycje bezpośredni na rynku kasowym) dają możliwość osiągnięcia dodatnich stóp zwrotu tylko wówczas gdy cena instrumentu, w który inwestujemy, wzrasta. W takim przypadku w okresie bessy inwestor oczekuje na zmianę trendu, co jak pokazuje historia może trwać stosunkowo długo. Dzięki możliwości przeprowadzenia transakcji krótkiej sprzedaży czas ten nie musi być czasem straconym, a inwestor może zainwestować własne kapitały zyskując na spadających cenach papierów.

W kolejnych punktach prześledzimy bardziej szczegółowo zasady zawierania transakcji krótkiej sprzedaży. Zaczniemy od uproszczonego schematu, a następnie przeanalizujemy poszczególne elementy całej operacji.

## 2.1. Podstawy krótkiej sprzedaży

Wyobraźmy sobie, że przewidujemy spadek akcji spółki ABC. Aby zarobić na spadającym kursie tej spółki, możemy dokonać transakcji krótkiej sprzedaży jej akcji. Sprzedajemy je na przykład po cenie 100 zł, po czym odkupujemy je w momencie gdy kurs spadnie poniżej ceny, po której dokonaliśmy sprzedaży, czyli gdy kurs spadnie poniżej 100 zł. Załóżmy, że odkupujemy akcje po cenie 90 zł. Zyskiem z naszej transakcji jest różnica pomiędzy ceną, po której sprzedaliśmy akcje, a ceną, po której akcje odkupiliśmy, czyli  $100 \text{ zł} - 90 \text{ zł} = 10 \text{ zł}$ . Oczywiście, w przypadku gdyby nasze oczekiwania co do spadku ceny akcji nie sprawdziły się i będziemy zmuszeni do odkupienia akcji po cenie wyższej niż ta, po której akcje sprzedaliśmy, wówczas ponosimy stratę. Przykładowo gdy odkupimy akcje po cenie 110 zł, poniesiemy stratę wysokości  $100 \text{ zł} - 110 \text{ zł} = -10 \text{ zł}$ .

Jak już wcześniej wspomniano, krótka sprzedaż jest strategią inwestycyjną, która umożliwia zarabianie na spadających cenach instrumentów. Aby definicja ta była jednak pełna należy dodać, że jest to strategia, w której dokonujemy transakcji pożyczonymi papierami wartościowymi. Przed dokonaniem sprzedaży papierów wartościowych pożyczamy je od swojego domu maklerskiego z jednoczesnym przyrzeczeniem ich zwrotu w określonym terminie w przyszłości (w trakcie pożyczki – o ile przewiduje to umowa z domem maklerskim; możemy być jednak wezwani do zwrotu pożyczonych papierów). Musimy też zagwarantować zwrot tych papierów poprzez złożenie depozytu zabezpieczającego.

Pożyczone papiery sprzedajemy następnie na giełdzie, a po ich odkupieniu oddajemy do domu maklerskiego. Dostajemy też wtedy zwrot naszego zabezpieczenia. Definicja krótkiej sprzedaży brzmi zatem następująco:

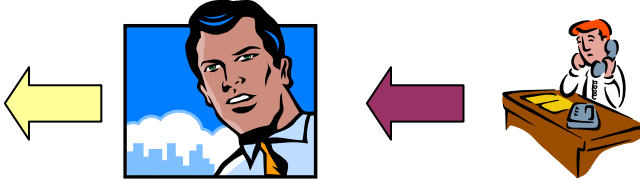
**Krótką sprzedaż jest strategią inwestycyjną, w której dokonujemy sprzedaży pożyczonych papierów wartościowych.**

A zatem klient pożyczka papiery wartościowe od swojego domu maklerskiego. Dom maklerski może pożyczyć klientowi własne papiery wartościowe (nabyte we własnym imieniu i na własny rachunek – np. w ramach działalności dealerskiej). Należy jednak zauważyć, że nie wszystkie domy prowadzą działalność dealerską co oznacza, że nie posiadają papierów nabytych na własne konto. Nie oznacza to jednak, że takie domy maklerskie nie będą mogły oferować swoim klientom transakcji krótkiej sprzedaży gdyż mogą pozyskać dla swojego klienta papiery wartościowe pożyczając od innego domu maklerskiego lub innego swojego klienta.

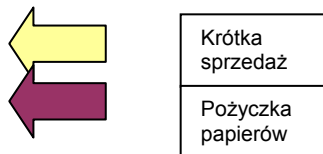
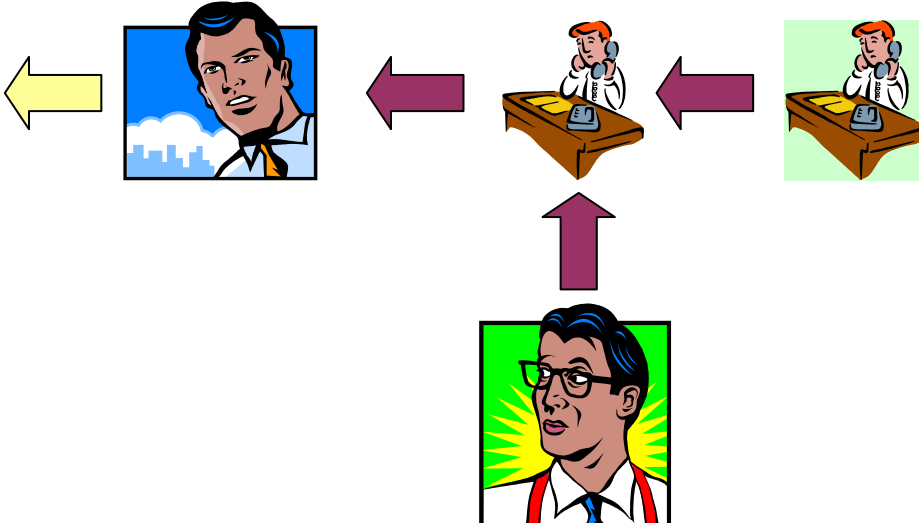
### Schemat nr 1

Przepływ papierów będących przedmiotem krótkiej sprzedaży.

- Dom maklerski (DM1) pożycza swojemu klientowi (K1), w celu przeprowadzenia transakcji krótkiej sprzedaży, papiery **nabyte na własny rachunek.**



- Dom maklerski (DM2) pożycza swojemu klientowi (K1), w celu przeprowadzenia transakcji krótkiej sprzedaży, papiery wartościowe **pożyczone od innego domu maklerskiego (DM2), lub od innego swojego klienta.**



K1 - klient domu maklerskiego nr 1



DM 1 - dom maklerski nr 1



K2 - klient domu maklerskiego nr 1



DM 2 - dom maklerski nr 2

Prześledźmy teraz krok po kroku cykl zawierania transakcji krótkiej sprzedaży (w wersji uproszczonej, bez śledzenia zabezpieczeń):

1. Inwestor (K1) chcący dokonywać transakcji krótkiej sprzedaży zawiera ze swoim domem maklerskim (DM1) ogólną umowę określającą zasady dokonywania takich transakcji (np. zasady pożyczania papierów, które mają być przedmiotem krótkiej sprzedaży). Jest to tzw. **ramowa umowa sprzedaży krótkiej lub umowa sprzedaży krótkiej** (w zależności od tego czy klient chce pożyczać papiery cyklicznie czy też jednorazowo).
2. Jeśli inwestor K1 ma już zawartą taką umowę ogólną, może w każdej chwili zgłosić chęć zawarcia transakcji krótkiej sprzedaży do swojego domu maklerskiego DM1. Określa wtedy jakie i ile papierów chce pożyczyć oraz przekazuje te informacje do DM1 (może to być już forma zlecenia sprzedaży, ale do czasu udostępnienia papierów dla K1 przez DM1 zlecenie takie nie jest jeszcze przyjęte przez DM1). Przedmiotem transakcji mogą być tylko te papiery, które spełniają określone w rozporządzeniu o krótkiej sprzedaży warunki. Załóżmy więc, że K1 chce pożyczyć 1.000 sztuk akcji spółki ABC (spełniającej te warunki).
3. Jeśli dom maklerski DM1 ma określone papiery na własnym rachunku, to decyduje, czy je pożyczyć klientowi K1 na określonych warunkach (gł. czas i koszt pożyczki). Jeśli nie ma, lub nie chce pożyczyć z własnych papierów - sprawdza czy może takie papiery pożyczyć od swoich klientów (czy aktualnie ma w swojej bazie zgłoszone oferty pożyczkodawców), lub z rynku (od innych domów maklerskich) – pożycza zgodnie jednym z ww. schematów. Jeżeli papiery takie będą do dyspozycji, to dom maklerski DM1, pożycza je, udostępniając inwestorowi K1 w celu dokonania sprzedaży krótkiej.
4. DM 1 przyjmuje zlecenie sprzedaży krótkiej od klienta K1. W tym momencie następuje zawarcie umowy pożyczki między DM 1 a jego klientem K1. Samo złożenie zlecenia przez K1 może nastąpić już w p.2, jak również dopiero teraz, po zweryfikowaniu przez DM1 możliwości pożyczania papierów i poinformowaniu o tym klienta.
5. K1 sprzedaje pożyczone papiery. Załóżmy, że sprzedał akcje spółki ABC po cenie 20 zł za sztukę. W wyniku sprzedaży otrzymał zatem kwotę 20.000 zł (liczba sprzedanych akcji (1.000 sztuk) x cena sprzedaży (20 zł)). Pomijamy tu koszty transakcyjne.
6. Po upływie 1 miesiąca inwestor K1 postanawia zwrócić pożyczone papiery. Dokonuje tego poprzez odkupienie 1.000 sztuk pożyczonych akcji spółki ABC. Załóżmy, że K1 odkupuje je po cenie 18 zł za sztukę. Aby odkupić papiery musi zainwestować 18.000 zł (liczba akcji które inwestor odkupuje (1.000 sztuk) x cena kupna (18 zł)).
7. K1 zwraca papiery do DM1. Zależnie od tego skąd pochodziły te papiery, DM1 utrzymuje je na swoim rachunku lub dokonuje zwrotu do pożyczkodawcy.

8. Zyskiem z transakcji krótkiej sprzedaży jest różnica pomiędzy kwotą, którą inwestor otrzymał w wyniku sprzedaży pożyczonych papierów a kwotą, którą musiał wydać w wyniku odkupu papierów. W naszym przykładzie inwestor zarobił 2.000 zł (20.000 zł – 18.000 zł) minus koszty transakcyjne i koszty pożyczki.

## 2.2. Koszt pożyczania papierów

Ponieważ niewiele jest rzeczy w świecie finansów za darmo, to za pożyczanie papierów wartościowych klient musi oczywiście zapłacić. A zatem klient dokonujący transakcji krótkiej sprzedaży zaciągając pożyczkę w postaci papierów wartościowych, oprócz zobowiązania do zwrotu pożyczonych papierów, przyjmuje na siebie również zobowiązanie do dokonania na rzecz domu maklerskiego będącego pożyczkodawcą opłaty z tytułu udzielonej pożyczki.

Opłata ta jest pobierana w zależności od umowy zawartej z domem maklerskim zaliczkowo w dniu dokonania krótkiej sprzedaży, lub w dniu kiedy inwestor zwraca pożyczone papiery. Inwestor jest informowany przez dom maklerski w dniu zaciągnięcia pożyczki o poziomie tej opłaty, która jest zwykle wyrażana w punktach procentowych w skali roku i przeliczana na wartości pieniężne w oparciu o wartość rynkową pożyczonych papierów oraz liczbę dni, przez które pożyczka trwała.

### Przykład.

Załóżmy, że klient pożycza 1.000 sztuk akcji spółki ABC. W dniu zaciągnięcia pożyczki wartość rynkowa pożyczonych papierów wynosi 20.000 zł. Dom maklerski, od którego klient pożycza papiery, za udzielenie pożyczki pobiera wynagrodzenie 5% w skali roku. Kwota, którą klient będzie zobowiązany do zapłacenia liczona jest według wzoru.

$$O = W \times r \times \frac{n}{365}$$

Gdzie:

$O$  – kwota opłaty za udzielenie pożyczki

$W$  – wartość rynkowa pożyczonych papierów

$r$  – koszt pożyczki (w punktach procentowych w skali roku)

$n$  – czas trwania pożyczki w dniach

Dla danych z naszego przykładu otrzymujemy zatem następujący koszt pożyczki:

$W = 1.000 \text{ sztuk} \times 20 \text{ zł} = 20.000 \text{ zł}$

$n = 30 \text{ dni}$

$r = 5\%$

$O = 20.000 \times 5\% \times (30/365) = \mathbf{82,20 \text{ zł.}}$

Oczywiście należy pamiętać o tym, że opłata za udzielenie pożyczki nie jest jedynym kosztem przeprowadzenia transakcji krótkiej sprzedaży. Klient dokonując sprzedaży, a w późniejszym okresie odkupu papierów wartościowych, ponosi na rzecz domu



maklerskiego również opłaty transakcyjne (provizje maklerskie). Należy też również brać pod uwagę koszt złożonego zabezpieczenia.

### 2.3. Zabezpieczenie krótkiej sprzedaży

Dokonując sprzedaży krótkiej musimy pamiętać, że pożyczka papierów, którą zaciągamy w domu maklerskim, musi być zabezpieczona (tzw. **zabezpieczenie krótkiej sprzedaży**). Bardziej szczegółowo omówimy to w dalszej części materiału. Tutaj skoncentrujemy się tylko na kwestiach najistotniejszych. Ogólne zasady ustanawiania zabezpieczeń sprzedaży krótkiej określone są w rozporządzeniu o krótkiej sprzedaży. Szczegóły określa ramowa umowa sprzedaży krótkiej (lub umowa sprzedaży krótkiej), zawierana między klientem a domem maklerskim.

Na zabezpieczenie krótkiej sprzedaży składają się:

- zabezpieczenie początkowe, składane nie później niż w chwili składania zlecenia sprzedaży krótkiej w wysokości min. 30% wartości zlecenia,
- zabezpieczenie dodatkowe, które ma doprowadzić do zabezpieczenia transakcji na poziomie min. 130% wartości pożyczonych papierów.

Przez cały okres trwania umowy pożyczki inwestor jest zobowiązany do utrzymywania zabezpieczenia o wartości co najmniej równej 130% wartości rynkowej pożyczonych papierów. Jeżeli jego wartość okaże się mniejsza inwestor jest zobowiązany do uzupełniania zabezpieczenia.

W kolejnym rozdziale przyjrzymy się zabezpieczeniom pożyczki papierów wartościowych nieco bliżej.

### 3. Krótka sprzedaż od strony formalnej

Jak wspomniano na wstępie, krótka sprzedaż pod względem formalnym funkcjonuje na polskim rynku od ponad pięciu lat. Istnieje możliwość zawierania tego typu transakcji na podstawie rozporządzenia o krótkiej sprzedaży, które szczegółowo reguluje zasady przeprowadzania tego typu transakcji i określa zasady, przy których udzielane są pożyczki papierów wartościowych pod krótką sprzedaż. Poniżej przedstawione zostaną najważniejsze aspekty, które reguluje rozporządzenie.

#### 3.1. Papiery które mogą być przedmiot krótkiej sprzedaży

Zgodnie z rozporządzeniem przedmiotem krótkiej sprzedaży mogą być tzw. maklerskie instrumenty finansowe. Kategoria ta obejmuje wiele instrumentów finansowych w tym przede wszystkim akcje i obligacje. W dalszej części tej broszury maklerskie instrumenty finansowe będziemy nazywać papierami wartościowymi.

Nie wszystkie jednak papiery wartościowe notowane na Giełdzie mogą stanowić przedmiot krótkiej sprzedaży. Zgodnie z rozporządzeniem przedmiotem krótkiej sprzedaży mogą być jedynie płynne papiery, których wartość rynkowa wynosi nie mniej niż 100.000.000 euro oraz spełniające co najmniej jeden z następujących warunków:

- a) Średnia dzienna wartość obrotów danym papierem wartościowym wynosi nie mniej niż 250.000 euro,
- b) Średnia dzienna liczba transakcji danym papierem wartościowym wynosi nie mniej niż 50

Wielkości określone w pkt a), b) ustala się:

- a) Na podstawie danych za ostatni kwartał oraz przy zastosowaniu średniego kursu euro ustalanego przez NBP na ostatni dzień danego kwartału.
- b) W przypadku jeżeli papier wartościowy został dopuszczony do obrotu w danym kwartale wówczas ww. wielkości ustala się dla tego papieru na podstawie danych za miesiąc kalendarzowy poprzedzający miesiąc, w którym następuje zawarcie umowy sprzedaży krótkiej oraz przy zastosowaniu średniego kursu NBP na ostatni dzień tego miesiąca kalendarzowego.

**Lista papierów wartościowych pod krótką sprzedaż jest zatem ustalana raz na kwartał i obowiązuje przez cały kwartał** (za wyjątkiem przypadku określonego w pkt. b) powyżej).

Do krótkiej sprzedaży są dopuszczone wszystkie papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa (do tych papierów nie stosuje się ww. kryteriów liczbowych).

Na stronie internetowej giełdy ([www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)) w sekcji „krótka sprzedaż” znajduje się aktualna lista papierów, które spełniają wymogi liczbowe określone w rozporządzeniu.

Domy maklerskie mają prawo do zawężenia listy papierów na które ich klienci mogą zawierać transakcje krótkiej sprzedaży. Domy maklerskie zobowiązane są do prowadzenia takiej listy oraz udostępniania jej klientom.

### **3.2. Ramowa umowa sprzedaży krótkiej i umowa sprzedaży krótkiej**

Pożyczki zaciągane przez klientów od domu maklerskiego w celu przeprowadzenia transakcji krótkiej sprzedaży są zawierane na podstawie ramowej umowy sprzedaży krótkiej lub umowy sprzedaży krótkiej.

Klient podpisuje ramową umowę sprzedaży krótkiej w sytuacji kiedy zamierza cyklicznie pożyczać papiery wartościowe w celu przeprowadzenia transakcji krótkiej sprzedaży. Jeżeli zamierza przeprowadzić taką transakcję jednorazowo wówczas podpisuje umowę pożyczki.

W ww. umowach są szczegółowo określone zasady wg której następuje pożyczanie papierów w tym między innymi:

- sposób, tryb i formę zawarcia, zmiany i rozwiązania umowy pożyczki,
- sposób ustalania wynagrodzenia domu maklerskiego, jeżeli jest ono przewidziane,
- wysokość i sposób ustanawiania zabezpieczenia sprzedaży krótkiej oraz tryb zaspokajania roszczeń z tego zabezpieczenia,
- sposób udzielania rekompensaty - o ile jest ona przewidziana - za pożytki, które przypadłyby uprawnionemu z papierów wartościowych, gdyby umowa pożyczki nie została zawarta,
- współczynniki wag ryzyka, w odniesieniu do papierów wartościowych, stanowiących przedmiot zabezpieczenia sprzedaży krótkiej, o ile dom maklerski przewiduje stosowanie tych współczynników w ustalaniu wysokości zabezpieczenia,
- określenie terminu zwrotu pożyczonych papierów wartościowych bądź wskazanie trybu określania tego terminu, z zaznaczeniem, czy umowa pożyczki jest zawierana na czas określony, czy też zwrot papierów wartościowych będących przedmiotem pożyczki następuje w określonym w umowie czasie, po zgłoszeniu przez dom maklerski żądania ich zwrotu (uwaga jak wyżej),
- sposób i termin informowania pożyczkobiorcy o:
  - przyjęciu przez dom maklerski do realizacji zlecenia krótkiej sprzedaży papierów wartościowych będących przedmiotem pożyczki,
  - wykonaniu w całości lub w części oraz o niezrealizowaniu zlecenia krótkiej sprzedaży, lub zlecenia odkupu papierów wartościowych nabytych w celu zwrotu papierów do domu maklerskiego,
  - odmowie przyjęcia do realizacji zlecenia krótkiej sprzedaży, jeżeli pomimo dołożenia należytej staranności nie ma możliwości pożyczania papierów wartościowych będących przedmiotem tego zlecenia, lub zlecenie to jest sprzeczne z warunkami umowy.

### 3.3. Zabezpieczenie krótkiej sprzedaży

Klient jest zobowiązany do ustanowienia zabezpieczenia krótkiej sprzedaży. Szczegóły dotyczące pożyczek pod krótką sprzedaż zaciąganych w związku z umową krótkiej sprzedaży są indywidualnie określone przez strony transakcji w umowie. W przypadku pożyczek cyklicznych zaciąganych jako wykonanie ramowej umowy krótkiej sprzedaży rozporządzenie szczegółowo określa parametry zabezpieczenia. Umowa ta wymaga aby na zabezpieczenie składało się:

- a) zabezpieczenie początkowe,
- b) zabezpieczenie dodatkowe.

Zabezpieczenie początkowe mogą stanowić wyłącznie:

- gwarancje, akredytywy lub poręczenia bankowe,
- środki pieniężne,
- papiery wartościowe ale tylko takie które są przez dany dom maklerski uznawane jako zabezpieczenie (każdy dom maklerski może dopuszczać inne papiery jako zabezpieczenie krótkiej sprzedaży).
- bony skarbowe lub obligacje wyemitowane przez Skarb Państwa

Zabezpieczenie dodatkowe mogą stanowić wyłącznie:

- środki pieniężne w tym:
  - uzyskane ze sprzedaży pożyczonych papierów wartościowych,
  - uzyskane ze sprzedaży maklerskich instrumentów finansowych stanowiących zabezpieczenie sprzedaży krótkiej.
- papiery wartościowe ale tylko takie które są dany dom maklerski uznawane jako zabezpieczenie (każdy dom może dopuszczać inne papiery jako zabezpieczenie krótkiej sprzedaży).
- bony skarbowe lub obligacje wyemitowane przez Skarb Państwa

W ustalaniu wartości papierów wartościowych złożonych w zabezpieczenie dom maklerski może stosować współczynniki wag ryzyka. Określają one jaka część wartości rynkowej danego papieru wartościowego jest uznawana przez dany dom w poczet zabezpieczenia. Dom maklerski nie musi stosować tych współczynników a w przypadku jeżeli je stosuje ma dowolność w zakresie kształtowania ich wysokości.

W przypadku, gdy po ustanowieniu przez pożyczkobiorcę zabezpieczenia sprzedaży krótkiej papiery wartościowe będące przedmiotem tego zabezpieczenia zostaną usunięte przez dom maklerski z listy papierów uznawanych jako zabezpieczenie, wówczas dom maklerski wzywa inwestora do ustanowienia innego zabezpieczenia, nie później niż w ciągu 2 dni roboczych od dnia otrzymania wezwania. W przypadku nieustanowienia przez inwestora innego zabezpieczenia w tym terminie, dom maklerski ma prawo wypowiedzenia umowy pożyczki ze skutkiem natychmiastowym.

Zabezpieczenie początkowe składane jest przez inwestora przed dokonaniem transakcji krótkiej sprzedaży i nie może być mniejsze niż 30% wartości przekazanego zlecenia sprzedaży krótkiej, czyli iloczynu wolumenu i limitu określonego w zleceniu. Dom maklerski może zażądać ustanowienia zabezpieczenia początkowego w wysokości większej niż określona powyżej.

Zabezpieczenie sprzedaży krótkiej po realizacji zlecenia sprzedaży nie może być mniejsze niż 130% wartości rynkowej pożyczonych papierów. Dom maklerski może zażądać ustanowienia zabezpieczenia krótkiej sprzedaży w wysokości większej niż określona powyżej.

Wymagania dotyczące wysokości zabezpieczenia sprzedaży krótkiej o których mowa powyżej nie mają zastosowania w sytuacji jeżeli przedmiotem krótkiej sprzedaży są obligacje Skarbu Państwa. W takim przypadku dom maklerski samodzielnie określa parametr wysokości zabezpieczenia początkowego oraz dodatkowego.

Dom maklerski jest zobowiązany do codziennego wyznaczania:

- wartości rynkowej zabezpieczenia (wartość zabezpieczenia może ulegać zmianie w przypadku gdy jej składniki stanowią papiery wartościowe) oraz
- wartości rynkowej papierów wartościowych sprzedanych na krótko.

Jeżeli inwestor przechowuje papiery wartościowe u depozytariusza (dotyczy to inwestorów instytucjonalnych takich jak np. TFI) wówczas dom maklerski który zawiera z nim ramową umowę krótkiej sprzedaży, najpóźniej w chwili zawarcia takiej umowy powinno zawrzeć z depozytariuszem umowę w której depozytariusz:

- a) zapewni dla tego domu prawo nieograniczonego dostępu do informacji o przedmiocie zabezpieczenia sprzedaży krótkiej,
- b) zobowiąże się do niezwłocznego informowania domu maklerskiego o spadku wysokości zabezpieczenia sprzedaży krótkiej poniżej poziomu określonego w umowie lub w przepisach rozporządzenia (oznacza to, że zabezpieczeniem pożyczki papierów musi zarządzać depozytariusz).

W przypadku gdy wartość zabezpieczenia spadnie poniżej 130% wartości sprzedanych papierów lub poniżej poziomu zabezpieczenia określonego przez dom maklerski (ale nie mniejszego niż 130%) wówczas:

- klient jest zobowiązany do uzupełnienia zabezpieczenia (do wyjściowego poziomu 130% lub wartości określonej przez dom maklerski),
- klient jest zobowiązany do uzupełnienia zabezpieczenia nie później niż na 4 godziny przed zakończeniem sesji w dniu następnym,
- niewniesienie przez klienta uzupełnienia zabezpieczenia oznacza, że dom maklerski ma prawo do rozwiązania umowy pożyczki ze skutkiem natychmiastowym (dom maklerski w takim przypadku odkupuje pożyczone papiery i zwraca pożyczkodawcy).

W przypadku jeżeli zabezpieczenie przekroczy 130% wartości sprzedanych papierów lub inny poziom określony przez dom maklerski (ale nie mniejszy niż 130%), wówczas dom maklerski nadwyżkę środków może przekazać do dyspozycji klienta.

Na warunkach określonych w ramowej umowie sprzedaży krótkiej środki pieniężne stanowiące zabezpieczenie sprzedaży krótkiej mogą być inwestowane przez dom maklerski o ile dom maklerski świadczy usługę zarządzania portfelem. Ramowa umowa sprzedaży krótkiej powinna określać sposób podziału zysku z inwestycji oraz dopuszczalny zakres, przedmiot i zasady dokonywania inwestycji. W przypadku gdy dokonana przez dom maklerski inwestycja przyniesie straty, dom maklerski obowiązany jest do ich pokrycia.

Zabezpieczenie jest gwarancją zwrotu pożyczonych papierów. Jest ono wykorzystywane w sytuacji gdy:

- pożyczkobiorca nie zwraca pożyczonych papierów, lub
- pożyczkobiorca nie uzupełnia zabezpieczenia w przypadku spadku jego wartości poniżej poziomu minimalnego.

Jedną z najistotniejszych zmian jakie wprowadziło nowe rozporządzenie jest możliwość przekazywania zabezpieczeń przez dom maklerski który na własny rachunek pożyczka papiery w celu ich dalszego pożyczania dla klienta pod krótką sprzedaż.

Wg poprzedniego rozporządzenia taki dom maklerski musiał wnieść depozyt zabezpieczający ze środków własnych i jednocześnie przyjmowało depozyt od klienta. Nie mógł otrzymanego od klienta zabezpieczenia przekazać dalej jako zabezpieczenia zaciąganej przez niego pożyczki (nawet w sytuacji kiedy pożyczka papiery celem dalszego pożyczania dla klienta).

Ten mankament rynku, który znacznie komplikował i podrażał system pożyczek pod krótką sprzedaż został już zlikwidowany. Teraz dom maklerski będzie mogło przekazywać zabezpieczenie otrzymane od klienta.

Przekazywanie zabezpieczeń od strony formalnej będzie funkcjonowało w postaci tzw. pożyczki składników zabezpieczenia. Inwestor zaciągając pożyczkę pod krótką sprzedaż składa w domu maklerskim zabezpieczenie które jednocześnie może być potraktowane jako przedmiot pożyczki dla domu maklerskiego. Pożyczka składników ma jednak swój konkretny cel. Aktywa jakie otrzymuje dom maklerski mogą być przez niego wykorzystane tylko jako zabezpieczenie pożyczki papierów wartościowych przez ten dom zaciąganej w celu udzielenia pożyczki klientowi. Dom maklerski nie może tych środków wykorzystać w innym celu.

#### Przykład kalkulacji zabezpieczenia.

- Klient składa zlecenie krótkiej sprzedaży akcji spółki ABC,
- Wolumen zlecenia sprzedaży wynosi 5.000 sztuk akcji,
- Limit zlecenia krótkiej sprzedaży wynosi 20 złotych,
- Jako zabezpieczenie klient składa;
  - akcje spółek X i Y,
  - gotówkę.

#### Tabela Nr 1

Kalkulacja wartości wymaganego zabezpieczenia początkowego.

	Wolumen zlecenia ks	Limit zlecenia ks	Wartość zlecenia krótkiej sprzedaży
Złożenie zlecenia ks akcji spółki ABC	5 000	20	100 000
Wymagane minimalne zabezpieczenie początkowe			= 30% x 100 000 = <b>30 000</b>

**Tabela nr 2**

Wycena składników zabezpieczenia.

Składniki zabezpieczenia początkowego	Wolumen zabezpieczenia	Kurs rynkowy	Wartość rynkowa papierów/wartość środków pieniężnych	% uznania wartości papierów w depozycie Stopa uznania	Wartość zabezpieczenia
Akcje spółki X	200	35	7 000	70%	4 900
Akcje spółki Y	500	40	20 000	70%	14 000
Gotówka			31 100		11 100
					<b><u>30 000</u></b>

Zgodnie z Tabelą nr 1 wartość wymaganego zabezpieczenia początkowego to 30.000 złotych. Inwestor zamierza w poczet zabezpieczenia złożyć akcje spółek X i Y których wartość rynkowa zgodnie z kalkulacją z Tabeli nr 2 uwzględniając stopy uznania, wynosi łącznie 18.900 złotych. Inwestor, aby móc złożyć zlecenie krótkiej sprzedaży, musi zatem dodatkowo wnieść zabezpieczenie o wartości 11.100 złotych. W naszym przykładzie inwestor dodatkowo wnosi gotówkę w w/w kwocie.

**Tabela Nr 3**

Kalkulacja wartości całkowitego zabezpieczenia krótkiej sprzedaży.

	Wolumen pożyczki	Aktualny kurs	Wartość rynkowa pożyczonych akcji
Wartość rynkowa pożyczonych papierów - akcji spółki ABC	5 000	20	100 000
Wymagane minimalne zabezpieczenie ks			= 130% x 100 000 = <b><u>130 000</u></b>

**Tabela Nr 4**

Uzupełnienie depozytu do wymaganego poziomu minimalnego.

Składniki zabezpieczenia	Wartość
Złożone <u>zabezpieczenie początkowe</u>	30 000
<u>Zabezpieczenie dodatkowe</u> (wartość środków otrzymanych w wyniku sprzedaży papierów)	100 000
<b>RAZEM wartość zabezpieczenia</b>	<b><u>130 000</u></b>

Inwestor zrealizował transakcję krótkiej sprzedaży po kursie 20 złotych otrzymując w ten sposób środki pieniężne wysokości 100.000 złotych. Aktualna minimalna wartość wymaganego depozytu to 130.000 złotych. Inwestor przed złożeniem zlecenia krótkiej sprzedaży ustanowił wstępny depozyt wysokości 30.000 złotych, a zatem musi teraz uzupełnić go do minimum o dodatkowe 100.000 złotych. Dodatkowy depozyt może być wnoszony ze środków, jakie inwestor otrzymuje w wyniku sprzedaży pożyczonych papierów, czyli w naszym przykładzie inwestor wnosi 100.000 złotych. Łącznie inwestor deponuje kwotę 130.000 złotych.



**Tabela Nr 5**

Przykład codziennej wyceny wartości rynkowej zabezpieczenia i sprzedanych papierów oraz określenie momentu konieczności uzupełnienia zabezpieczenia.

A) Kurs w kolejnym dniu po dniu zawarcia transakcji ks	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
1) spółka ABC	20 zł	19 zł	21 zł	20 zł	21,5 zł
2) spółka X	35 zł	34 zł	33 zł	32 zł	30 zł
3) spółka Y	40 zł	41 zł	38 zł	36 zł	35 zł

B) Wartość rynkowa pożyczonych papierów (5 000 sztuk)	100 000 zł	95 000 zł	105 000 zł	100 000 zł	107 500 zł
---	------------	-----------	------------	------------	------------

C) Wartość wymaganego zabezpieczenia (punkt B x 130%)	130 000 zł	123 500 zł	<b>136 500 zł</b>	130 000 zł	<b><u>139 750 zł</u></b>
---	------------	------------	-------------------	------------	--------------------------

D) Wartość rynkowa zabezpieczenia					
a) spółka X (200 sztuk) 70% stopa uznania	4 900 zł	4 760 zł	4 620 zł	4 480 zł	4 200 zł
b) spółka Y (500 sztuk) 70% stopa uznania	14 000 zł	14 350 zł	13 300 zł	12 600 zł	12 250 zł
c) gotówka	111 100 zł	111 100 zł	111 100 zł	118 580 zł	118 580 zł
RAZEM	130 000 zł	130 210 zł	129 020 zł	135 660 zł	<b><u>135 030 zł</u></b>

F) Wymagane uzupełnienie zabezpieczenia (uzupełnienie gdy D<C o kwotę co najmniej C-D)	nie	nie	<b>tak (o kwotę co najmniej 7 480 zł)</b>	nie	<b><u>tak (o kwotę co najmniej 4 720 zł)</u></b>
--	-----	-----	---	-----	--

Pożyczkobiorca zobowiązany jest do uzupełnienia zabezpieczenia do minimalnej wysokości najpóźniej na 4 godziny przed zakończeniem sesji w dniu następnym. Jeśli tego nie dokona, dom maklerski ma prawo wypowiedzieć umowę pożyczki. W takim przypadku dom maklerski może, za środki uzyskane z likwidacji zabezpieczenia krótkiej sprzedaży, nabyć na rynku papiery, które były przedmiotem pożyczki.

### **3.4. Zawarcie umów pożyczki**

W przypadku ramowej umowy krótkiej sprzedaży zawarcie umowy pożyczki następuje z chwilą przyjęcia przez dom maklerski do realizacji zlecenia sprzedaży papierów wartościowych będących przedmiotem pożyczki. Przyjęcie tego zlecenia uzależnione jest od posiadania przez dom maklerski w danej chwili papierów wartościowych, które mają stanowić przedmiot krótkiej sprzedaży, czyli możliwości pożyczania dla klienta papierów własnych lub możliwości pozyskania tych papierów od innego domu maklerskiego, lub od innego klienta.

W tym samym momencie (z chwilą przyjęcia do przez dom maklerski do realizacji zlecenia krótkiej sprzedaży) następuje zawarcie umowy pożyczki na podstawie ramowej umowy pożyczki. Warunkiem przyjęcia tego zlecenia jest wcześniejsze zablokowanie papierów wartościowych, będących przedmiotem tego zlecenia, w rejestrze operacyjnym i na rachunku papierów wartościowych prowadzonych dla pożyczkodawcy.

Jeżeli zlecenie krótkiej sprzedaży zostanie zrealizowane częściowo, obowiązki pożyczkobiorcy w zakresie ustanawiania i uzupełniania zabezpieczenia sprzedaży krótkiej oraz zwrotu przedmiotu pożyczki i zapłaty na rzecz pożyczkodawcy odnoszą się oczywiście odpowiednio do zrealizowanej części zlecenia.

Przeniesienie papierów wartościowych będących przedmiotem umowy pożyczki, zawartej na podstawie ramowej umowy sprzedaży krótkiej, z rachunku papierów wartościowych pożyczkodawcy na rachunek papierów wartościowych pożyczkobiorcy następuje w dniu rozliczenia w Krajowym Depozycie transakcji sprzedaży zawartej na podstawie złożonego zlecenia sprzedaży. Papiery te jednak tylko formalnie przechodzą przez rachunek pożyczkodawcy – faktycznie pojawiają się na rachunku tego, kto nabywa papiery od sprzedającego na krótko.

### **3.5. Rozwiązanie i wygaśnięcie umowy pożyczki**

Wygaśnięcie umów pożyczek następuje poprzez zwrot pożyczonych papierów, który następuje z chwilą ich zapisania na rachunku papierów wartościowych pożyczkodawcy.

W przypadku gdy zlecenie sprzedaży krótkiej nie zostanie wykonane w terminie jego ważności, wówczas umowa pożyczki ulega rozwiązaniu.

Inwestor, który dokonał krótkiej sprzedaży, jest zobowiązany do zwrócić pożyczone papiery wartościowe w terminie oznaczonym w ramowej umowie sprzedaży krótkiej. W przypadku jeżeli inwestor nie zwraca pożyczonych papierów (lub zwraca tylko część), wówczas dom maklerski jest obowiązany do wykorzystania zabezpieczenia krótkiej sprzedaży (wykorzystując zabezpieczenie nabywa z rynku pożyczone dla inwestora papiery wartościowe).

Przeniesienie papierów wartościowych będących przedmiotem pożyczki z rachunku papierów wartościowych pożyczkobiorcy na rachunek papierów wartościowych pożyczkodawcy następuje:

- w dniu rozliczenia w Krajowym Depozycie transakcji kupna papierów wartościowych, zawartej w celu nabycia pożyczonych papierów wartościowych,
- w dniu otrzymania z Krajowego Depozytu dokumentów ewidencyjnych potwierdzających rozliczenie zwrotu pożyczki - w przypadku zwrotu papierów wartościowych będących przedmiotem umowy pożyczki, gdy zwrot pożyczki nie następuje w wyniku transakcji kupna.

W przypadku gdy dom maklerski pożyczył klientowi, zainteresowanemu przeprowadzeniem transakcji krótkiej sprzedaży, papiery własne lub pożyczone od osoby, dla której prowadzi rachunek papierów wartościowych, a zwrot papierów wartościowych następuje poprzez ich nabycie na rynku regulowanym, prawa do otrzymania papierów wartościowych, nabyte w wyniku realizacji zlecenia kupna, są zapisywane w rejestrze operacyjnym prowadzonym dla pożyczkodawcy.

#### 4. Inne pożyczki papierów wartościowych

Rozporządzenie o pożyczkach papierów wartościowych reguluje nie tylko pożyczki pod krótką sprzedaż (choć poświęcam im największą część) ale również pożyczki na inny cel, oprócz pożyczek w ramach zapewnienia płynności rozliczeń (pożyczki takie organizuje Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych).

Rozporządzenie reguluje również kwestę pośrednictwa domów maklerskich w pożyczaniu papierów wartościowych. Zgodnie z treścią rozporządzenia udział domu maklerskiego w pożyczaniu papierów może polegać na podejmowaniu przez ten dom czynności mających na celu znalezienie podmiotu zainteresowanego zawarciem umowy pożyczki z klientem tej firmy oraz innych czynności zmierzających do zawarcia umowy pożyczki.

Aby dom maklerski mógł wykonywać czynności związane z pośrednictwem w pierwszej kolejności inwestor musi z tym domem podpisać umowę pośrednictwa. Wyróżnia się dwa rodzaje umów. Pierwszą z nich jest „**ramowa umowa pośrednictwa**” którą inwestor podpisuje wówczas gdy jego zamierzeniem nie jest jednorazowa pożyczka ale będzie potrzebował od domu wielokrotnego poszukiwania podmiotu który udzieli pożyczki w papierach. W przypadku jeżeli inwestor potrzebuje jednak jednorazowej pożyczki (będzie korzystał z usługi pośrednictwa incydentalnie) wówczas podpisuje „**umowę pośrednictwa**”. Pośrednikiem z pożyczaniu papierów może być oczywiście wyłącznie podmiot, który prowadzi nasz rachunek inwestycyjny. Ramowa umowa pośrednictwa lub umowa pośrednictwa powinna być zawarta na piśmie i określać w szczególności:

- Sposób tryb i formę zawarcia, zmiany i rozwiązania umowy pośrednictwa,
- Rodzaj papierów, które będą przedmiotem umowy pożyczki zawieranej przez klienta,
- Rodzaj i zakres czynności podejmowanych przez dom maklerski do zawarcia umowy pożyczki przez klienta,
- Sposób, formę i termin zgłaszania domowi maklerskiemu przez klienta zamiaru zawarcia umowy pożyczki oraz warunków na jakich umowa ta powinna być zawarta,

- Rodzaj i zakres czynności podejmowanych przez dom maklerski po zawarciu umowy pożyczki – o ile są one przewidziane,
- Sposób ustalania wynagrodzenia domu maklerskiego za zawarcie umowy pożyczki z jej udziałem oraz podejmowanie innych czynności po zawarciu umowy pożyczki – o ile jest ono przewidziane,
- Sposób wykonania obowiązków ciążących na kliencie, w związku z zawarciem umowy pożyczki, wobec drugiej strony umowy,
- Sposób, w jaki zostanie zagwarantowane, w związku z zawieraniem umów pożyczki, wykonanie przez drugą stronę tej umowy wykonanie ciążących na niej obowiązków wobec domu maklerskiego zawierającej umowę pośrednictwa.

Inwestor może dla domu maklerskiego z którym podpisał jedną z ww. umów wydać pisemne pełnomocnictwo do zawierania w jego imieniu umów pożyczek papierów wartościowych na warunkach określonych w ramowej umowie oraz zgłoszonym przez klienta zamiarze zawarcia umowy pożyczki.

## 5. Strona internetowa GPW

W serwisie internetowym GPW ([www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)) utworzona została sekcja „krótka sprzedaż”, która ma usystematyzować i poszerzyć wiedzę inwestorów na temat tego instrumentu. Wśród jej elementów warto zwrócić uwagę na czytelną prezentację oraz statystyki. Na stronie publikowana jest lista papierów na które można zawierać w danych chwili transakcje krótkiej sprzedaży.

## 6. Zadaj pytanie

Dla wszystkich tych którzy mają pytania dotyczące krótkiej sprzedaży polecamy skrzynkę e-mail [krotka.sprzedaz@gpw.com.pl](mailto:krotka.sprzedaz@gpw.com.pl). Skrzynka jest help-deskiem dla inwestorów w przypadku problemów lub wątpliwości dotyczących funkcjonowania krótkiej sprzedaży na polskim rynku. Będziemy się starać udzielać odpowiedzi w ciągu 24 godzin (nie licząc sobót i niedziel) ale tylko na pytania dotyczące krótkiej sprzedaży. Pytania z innych tematów prosimy kierować do odpowiedniej skrzynki tematycznej lub na ogólny adres Giełdy [gielda@gpw.com.pl](mailto:gielda@gpw.com.pl). Zapraszamy.



GIEŁDA PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH  
w Warszawie

**Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie**  
ul. Książęca 4, 00-498 Warszawa  
tel.: (022) 628 32 32, fax: (022) 628 17 54  
Internet: <http://www.gpw.com.pl>, e-mail: [gielda@gpw.com.pl](mailto:gielda@gpw.com.pl)